

Ecuador
Papel Comercial
Primer Seguimiento

CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último cambio
Papel Comercial	AAA	AAA	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

NR: No registra cambio de calificación.

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

Definición de Calificación:

AAA : “Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.”

Resumen Financiero

(USD Millones)	2019	May 2020
Activos	162.7	156.9
Ventas	142.4	34.5
Margen EBITDA (%)	8.95%	-1.50%
ROE (%) *	0.58%	-20.14%
Deuda / capitalización (%)	28.41%	32.09%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.24	-0.17
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.05	-0.33
Deuda Financiera Total		
Ajustada / EBITDA (x)*	2.79	-31.31
Deuda Financiera Total		
Ajustada / FFO (x)*	4.28	-8.70

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767; Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Joaquín Carbo
(5932) 226 9767 ext. 115
jcarbo@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación de “AAA” al IV Programa de Papel Comercial emitido por Continental Tire Andina S.A. La calificación otorgada refleja nuestra opinión sobre la capacidad de pago del emisor en los términos y condiciones pactadas. La calificación se sustenta en la alta capacidad y voluntad de soporte que en nuestro criterio mantiene su accionista mayoritario, Continental AG Alemania.

Importancia para el grupo internacional y soporte. Continental AG (Alemania), cabeza del grupo, cuenta con una calificación en escala internacional otorgada por Fitch Ratings de BBB con perspectiva estable. El accionista controlador ha materializado su soporte en el pasado y durante la pandemia COVID-19 y proporciona soporte operativo con políticas corporativas bien definidas y asistencia técnica. La planta ecuatoriana es la única de fabricación de neumáticos del Grupo en la Región Andina.

La perspectiva de la calificación es estable, tomando en cuenta la alta probabilidad de soporte de su principal accionista que la calificador estima que estaría disponible en caso de que el emisor lo necesitara.

Posición competitiva y participación en otros mercados. Continental TA mantiene empresas en Colombia y Chile, mercados más grandes, donde su participación está en crecimiento. Además, pertenecer al grupo Continental le ha permitido compensar en parte el menor dinamismo local con mayores exportaciones, con lo cual está diversificando mercados. Continental TA es el único fabricante de llantas en la región andina. La empresa, al formar parte de un conglomerado internacional integrado horizontalmente, dispone de una red de apoyo y acceso a tecnología para producir bajo estándares de calidad internacionales. Sin embargo, la entrada de neumáticos chinos, de menor precio, a la región, combinado con un menor dinamismo económico, constituye un desafío para el productor local.

Generación operativa y liquidez ajustada. El desempeño del EBITDA depende del comportamiento de las ventas y de la mezcla de productos. Las ventas locales y el margen bruto se ha presionado por el entorno operativo y contracción del sector automotriz. En el segundo semestre del año se estima una recuperación de las ventas y una mayor generación de flujos operativos, aunque serán ajustados para cubrir su capital de trabajo e inversiones en CAPEX. Debido a este hecho, el endeudamiento de Continental TA con relación a la generación operativa se ubica en niveles altos, aunque esperamos que muestre una tendencia a reducirse para 2021. La cobertura del gasto financiero con su flujo operativo es igualmente ajustada y deberá mejorar en la medida que el mercado se normalice.

Si bien su deuda financiera está concentrada en el corto plazo, el riesgo de refinanciamiento estaría mitigado por la posición de la empresa en el mercado y su posición financiera, que le hacen un buen sujeto de crédito. Adicionalmente esperamos que de requerirse, existiría una alta probabilidad de soporte por parte del accionista principal.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Programa de Papel Comercial 2020	
Emisor	Continental Tire Andina S.A.
Monto programa	20,000,000.00
Monto en circulación	10,997,000.00
Plazo del programa	720 días
Plazo de la emisión	359 días
Pago de capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Pago de proveedores.
Calificadora de riesgos	BankWatch Ratings S.A.
Agente estructurador y colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.
Agente pagador	DECEVALE S.A.
Representante obligacionistas	Larrea, Andrade & Cía Abogados

HECHOS RELEVANTES NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros. En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo intangible y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento.

Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados; y, en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La propagación del virus COVID-19 nacido en Wuhan - China a finales de 2019 ha tenido fuertes impactos sobre la economía mundial, hábitos de consumo y estilo de vida de la población. El alto nivel de propagación y el desconocimiento de cómo tratar a los infectados ha obligado a los jefes de estado a tomar medidas estrictas como el

confinamiento y paralización de actividades no prioritarias para evitar el crecimiento exponencial de contagios y con ello la saturación de los sistemas de salud e incremento de víctimas mortales.

La crisis ha tenido una afectación importante en la producción, empleo y consumo global. En junio el FMI empeoró la estimación de la contracción que tendrá en 2020 la economía mundial a -4.9%, debido a un impacto mayor de lo previsto de la pandemia en la actividad del primer semestre del año. En 2021 se espera una recuperación de 5.4%, que podría variar dependiendo de la evolución del virus. En el caso de Ecuador, el Banco Central del Ecuador estima que la economía se contraerá entre 7.27% y 9.59% y el FMI proyecta un 10.9% de decrecimiento.

El crecimiento del país ya se venía desacelerando desde el 2018 debido a la imposibilidad del Gobierno de mantener el gasto público ante una caída del precio del petróleo y restricciones en el financiamiento externo. Antes del inicio de la crisis producida por el COVID-19, el país ya tenía desafíos importantes, ya que el incumplimiento de los compromisos de ajuste fiscal ponía en riesgo los desembolsos planificados en función de la carta de intención con el FMI firmada el 11 de marzo de 2019, que garantizaba financiamiento por tres años (USD 4,200MM del FMI y USD 6,000MM de seis organismos multilaterales) para suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales. Actualmente dicho acuerdo se encuentra en revisión.

El confinamiento obligatorio que inició en marzo-2020 y que se ha ido flexibilizando poco a poco ha tenido un impacto significativo en la mayoría de las actividades económicas, aunque las áreas de alimentación, salud y las industrias de exportación pudieron seguir produciendo. Adicionalmente, el desplome del precio del petróleo tiene un impacto directo para Ecuador, tanto en su balanza comercial como en el presupuesto general del Estado, que fue construido con base en un precio promedio estimado de USD 51 por barril. Según el Ministro de Energía y Recursos Renovables, por cada dólar que baja el precio Ecuador pierde USD 500,000 por día. El Gobierno prevé una reducción en la balanza comercial petrolera de USD 3,242 millones. A esto se suma la rotura a inicios de abril de un tramo tanto del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) como del OCP, que provocó la paralización de los dos sistemas de bombeo de crudo y derivados por un mes.

En marzo el Gobierno optó por el pago de USD 324MM de capital de los bonos 2020, pero se acogió al periodo de gracia de los intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030, que tienen un saldo de

capital de USD 17,375 millones, para así aliviar el flujo de caja temporalmente por USD 200 millones. El pago de la deuda externa se efectuó con la finalidad de no vulnerar las fuentes de financiamiento futuras. Fitch Ratings disminuyó la calificación a “default restringido” tras el acuerdo de diferimiento de la deuda externa estatal.

El Gobierno ha puesto en consideración del mercado una propuesta de reperfilamiento de estos bonos, que permitiría reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de la deuda. A la fecha existe una aceptación del 53% de los tenedores aunque se requiere un 66% de aprobación para nueve bonos globales y de un 75% para el bono 2024.

El país ha recibido créditos de varios multilaterales como el FMI, Banco Mundial, CAF y BID, así como del Gobierno de China. No obstante, al momento el financiamiento externo parece insuficiente frente a las necesidades emergentes del país. Se espera que el país reciba USD 5,319 millones en créditos externos en este año, de los cuales ya ha recibido USD 1,637 millones hasta mayo, y realiza gestiones para conseguir unos USD 2,400 millones en créditos de dos instituciones chinas hasta fin de año¹.

Una vez que se restaure la actividad productiva, es de esperarse que la economía del país y la velocidad de recuperación de los distintos sectores giren en torno al acceso a financiamiento externo. En esta línea, será fundamental la estrategia del gobierno en cuanto a la renegociación de la deuda externa y los acuerdos nacionales que se consigan para evitar pugnas que agravarían la crisis, esto dentro de un contexto de elecciones presidenciales próximas.

Análisis sectorial y riesgo de la industria

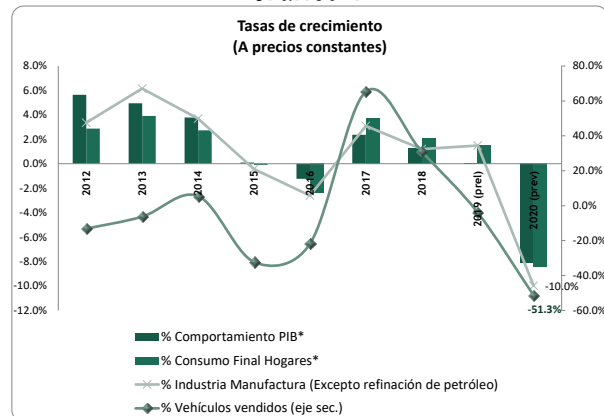
Continental Tire Andina S.A. se dedica a la producción y exportación de llantas y otros artículos de caucho, por la naturaleza de su actividad económica principal la empresa participa dentro de la industria de manufactura y su giro de negocio está ligado directamente con la industria automotriz.

La industria manufacturera, exceptuando la refinación de petróleo, es estratégica en el país debido a su importancia en la generación de divisas, recaudación fiscal y su aporte social como fuente de empleo.

Con base en información histórica del Banco Central del Ecuador, esta industria representó en 2019 el 12% de PIB nacional, en términos

constantes, por lo que se establece como una de las industrias de mayor participación dentro de la economía ecuatoriana.

Gráfico 1



Fuente: BCE y AEADE; Elaboración: BWR

Con respecto al sector automotriz, entre el año 2012 y 2016 estuvo fuertemente regulado por cuotas de importación, impuestos y salvaguardas a los vehículos importados, medidas tomadas por el gobierno de turno para controlar la balanza comercial y mantener divisas dentro del país. Durante 2016 el PIB nacional en términos contantes presentó una contracción de 1.2%.

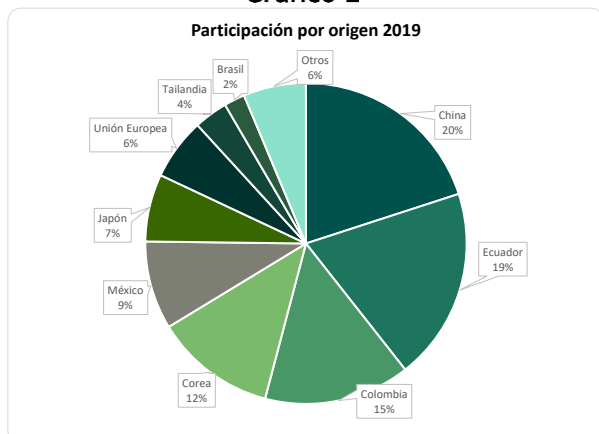
A partir de 2017, el mercado automotor logró mayor dinamismo explicado por el Acuerdo Comercial con la Unión Europea, que reduce paulatinamente los aranceles de vehículos de la zona euro hasta 2024; la eliminación del sistema de cupos establecido en la Resolución 50 de Comex, y el hecho de que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) retornó al 12% a partir de junio-2017. Según datos oficiales de la AEADE en unidades, el crecimiento del mercado automotor para 2017 fue del 65.3% y de 31% para 2018.

Durante 2019, el sector automotor vendió 132,208 unidades, una caída de 3.9%, explicada por la desaceleración de la economía.

En el primer cuatrimestre de 2020 el sector automotriz presenta una contracción de 77.7% frente al mismo periodo del año anterior, debido a los efectos en la economía de la crisis sanitaria desatada por el COVID-19, y al confinamiento obligatorio que estuvo vigente desde el 16 de marzo al 29 de mayo de este año. Según la Asociación de empresas automotrices del Ecuador (AEADE) el sector espera que este porcentaje se ajuste a 50% hasta fin de año.

¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/finanzas-cinco-mil-millones-multilaterales-este-ano-deuda/>

Gráfico 2



Fuente: AEADE, Elaboración: BWR

En años anteriores las ensambladoras locales que alcanzaran el 35% de componentes locales se vieron beneficiadas frente a las restricciones arancelarias y de cupos de los vehículos importados. Sin embargo, con los cambios normativos la producción en el sector se ha ralentizado (en el caso de ensambladores de autos chinos) o ha sido trasladada a Colombia (GM), con el fin de obtener precios menores. En los últimos tres años, el crecimiento de mercado automotor ha beneficiado fundamentalmente a los importadores.

El parque automotor ecuatoriano en 2019 es de 2,259,104 unidades livianas, con una edad promedio de 16.1 años. Actualmente la industria genera un total de 182.491 empleos.

El mercado de llantas en Ecuador comprende la venta para autos nuevos ensamblados localmente y el mercado de reposición; este último representa alrededor de 252,000 unidades por año, a vehículos livianos (automóviles, camionetas y SUV), vehículos pesados y de transporte. En los últimos años, la entrada de llantas chinas y de bajo costo ha presionado la venta de producción local y al nicho de reencauche.

Gráfico 3



Fuente: TRADEMAP.ORG y AEADE, Elaboración: BWR

La evolución del sector de neumáticos local dependerá de la recuperación de las ventas del mercado automotriz, la evolución de la

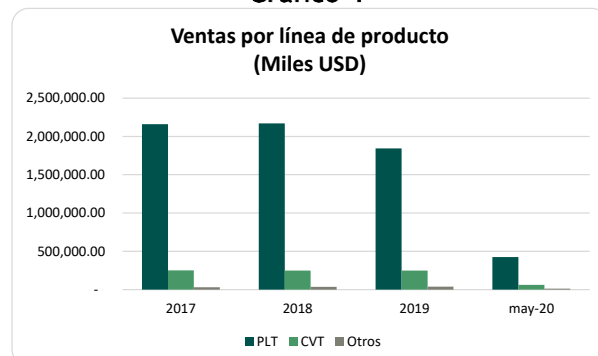
emergencia sanitaria y las medidas que el Ejecutivo tome respecto a las importaciones de neumáticos.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Continental Tire Andina (Continental TA) es una empresa fundada en 1955, inicialmente bajo la denominación de “Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A.”; cambió de nombre al actual el 1 de junio de 2010. Es el único productor de neumáticos en Ecuador y en la Región Andina, y además cuenta con una amplia gama de productos importados de la marca, que complementan su presencia en el mercado local.

Como se mencionó en párrafos anteriores Continental Tire Andina se dedica a la producción, exportación e importación de neumáticos de caucho para vehículos livianos y pesados, motorizados y bicicletas. La empresa cuenta con productos enfocados a dos líneas principales de producto: PLT (Passenger & Light Truck Tires), que incluye vehículos livianos, SUV, VAN, automóviles y camionetas; y CVT (Commercial Vehicle Tires), con enfoque de venta de llantas para vehículos comerciales, buses, camiones, tractomulas, volquetas y trailers.

Gráfico 4



Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

Continental AG de Alemania es el accionista mayoritario de Continental Tire Andina desde junio 2009, de esta forma, la empresa consolidó su posición en el Ecuador y ha abierto las posibilidades de exportar a otros mercados en Latinoamérica. Continental Tire Andina posee sucursales en Colombia desde 2013 y en Chile desde 2015, que son 100% propiedad de Continental Tire Andina.

Además, la relación con Continental AG de Alemania le proporciona al emisor el acceso a soporte operativo, con políticas corporativas bien definidas, asistencia técnica e incluso asistencia financiera en caso de requerirlo, como ocurrió en el año 2010.

La empresa mantiene canales de distribución y servicio post venta, donde ofrece productos de fabricación local como importados, en las



principales ciudades del país; utiliza un sistema distribución y servicio de acuerdo con sus diferentes productos y marcas. A nivel nacional la empresa cuenta con 5 sucursales y con la red más grande de comercialización de neumáticos del grupo, con 80 locales Erco Tires (Vehículos livianos) y 12 locales Conti Truck Center que además ofrece servicio de reencauche con labrado original Conti Tread.

A pesar de la desaceleración económica del país y del ingreso de neumáticos provenientes de Asia que presionan las ventas de la empresa, Continental Tire Andina ha logrado mantenerse como líder del mercado ecuatoriano con una participación a abr-2020 del 19.2% en el segmento PLT y 18.8% en el segmento CVT.

Como resultado de la caída en el ensamblaje local de vehículos y la introducción de llantas de bajo precio en la región, tanto en Ecuador, como en Colombia, la participación en el segmento de vehículos livianos se ha contraído (en 2014 fue de 39.8% en Ecuador y 8% en Colombia, frente a 19.2% y 6% respectivamente, para abr-2020).

Las ventas de Continental Tire Andina están dirigidas a tres mercados: reposición, equipo original y exportaciones. Se destaca que el mercado de equipo original presenta una reducción en la participación de ventas debido al incremento en la importación de vehículos nuevos desde 2017 y a la reducción de crecimiento de vehículos ensamblados en el país. Por otro lado, a may-2020 las exportaciones representan el 48% de las ventas, sus productos se exportan a Venezuela, Colombia, Perú, Bolivia, Chile, México, EE.UU. y Alemania, siendo los mercados colombiano y estadounidense los más representativos.

En los tres tipos de mercado, la empresa mantiene un importante posicionamiento. Las ventas en Ecuador a la fecha de corte representan el 52% de las ventas totales de la empresa.

Continental TA cuenta con una planta de producción que mantiene una capacidad instalada para producir 2.145 millones de neumáticos al año; la capacidad instalada es superior a su ocupación actual, lo que representa una oportunidad de cara a proyectos futuros. A may-2020, en la empresa laboran 899 empleados, de ellos, el 38.9% forma parte del Comité de Empresa y el resto de los colaboradores pertenecen a la Asociación de Empleados y Asociación de Trabajadores, con las cuales la Administración mantiene buenas relaciones actualmente. En 2020 se va a negociar el nuevo contrato colectivo, el anterior se firmó en mayo de 2018.

A nivel mundial Continental es el cuarto mayor fabricante de neumáticos y el tercer mayor proveedor de partes para ensamble.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Como se dijo, Continental TA es el único accionista de Continental Colombia y de Continental Chile. Estas son oficinas comerciales, que manejan directamente las importaciones desde Ecuador y otros países para abastecer a sus mercados locales.

La empresa en Colombia mantiene activos equivalentes al 9.4% de los activos de Continental Tire Andina y sus resultados son positivos desde 2017.

Por otro lado, la operación en Chile representa el 3.3% de los activos de Continental TA, es una operación pequeña que a 2019 obtuvo un resultado negativo, pero se espera una recuperación a partir de 2020.

En ambos casos el diferencial cambiario incide en las ganancias y el crecimiento, debido al fortalecimiento del dólar. Tanto Continental Colombia, como Continental Chile tienen capacidad de apalancarse con deuda financiera local para el crecimiento del negocio.

La empresa Andujar S.A. está relacionada a Continental TA por el hecho de contar con el mismo accionista principal; en esta compañía Continental AG mantiene un 49.97% de participación. Andujar además es el accionista de varias empresas, entre las que están los distribuidores asociados, que realizan la comercialización de los productos de Continental TA en distintas ciudades del Ecuador. Andujar también es el accionista principal de una plantación de caucho, de una empresa de reencauche y de una comercializadora de llantas importadas.

Continental Tire Andina tiene una relación administrativa con Globallantas, empresa que brinda el servicio de comercialización.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La empresa mantiene una estructura accionarial abierta, cotiza en las bolsas de valores locales, con un valor nominal por acción de USD 1. Su estructura accionarial es la siguiente:

Accionista	Nacionalidad	% Participación
General Tire International Company	Estados Unidos	31.66%
Continental Tire The Americas LLC	Estados Unidos	19.38%
Royal Blue Bristol S.A.	Costa Rica	15.01%
Otros menos 10%		33.95%
CAPITAL SOCIAL (USD Miles)		74,894.88

Continental AG es el mayor accionista de General Tire International Company, y de Continental Tire de las Américas LLC, a través de las cuales logra el control de la empresa. Continental Tire Andina representa para Continental AG un importante valor agregado en su posición en el mercado sudamericano, pues es la única planta de fabricación de neumáticos en la Región Andina, además maneja un canal de distribución regional bien establecido.

Continental TA es controlada por Continental AG de Alemania, forma parte del grupo internacional Continental, consolida balances, maneja los mismos sistemas contables y se beneficia de las sinergias con la casa matriz, aunque tiene independencia en los procesos operativos.

En nuestro criterio, en caso de que a futuro el emisor lo requiera, existe una alta probabilidad de que esta reciba soporte financiero de su casa matriz, debido a los vínculos estratégicos, administrativos y reputacionales antes explicados. La capacidad de soporte se encuentra respaldada por la calificación internacional. El soporte de los accionistas de Continental Tire Andina se ha demostrado en el pasado, cuando la compañía lo ha requerido.

La capacidad de soporte de Continental AG está respaldada por su calificación de riesgo en escala internacional, otorgada por Fitch Ratings, de F2 en el corto plazo y BBB en el largo plazo con perspectiva estable. Esta calificación se considera como grado de inversión en la escala global y es superior a la calificación soberana de Ecuador.

Al corte de la información, Continental TA tiene un patrimonio de USD 82.46MM; de este, el capital social representa el 91%. Cada año el capital social de la empresa se fortalece con el aporte de parte de los resultados del período precedente.

En relación con el pago de dividendos, la política actual es repartir hasta el 30% de las utilidades una vez descontado el aporte obligatorio del 10% de la utilidad neta a la reserva legal.

ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Continental TA, hace parte de un grupo empresarial internacional; se maneja con estrictas políticas en áreas estratégicas como ventas, márgenes, niveles de endeudamiento y políticas comerciales. No existen operaciones intercompañía fuera de las comerciales, y cualquier transferencia de flujos está regulada por políticas establecidas.

Consideramos que los órganos administrativos de Continental TA, la calificación de su personal, los sistemas de administración y planificación de la

empresa son adecuados y al momento no representan riesgos significativos con relación a la capacidad de pago del emisor.

La estrategia general en los últimos años estuvo dirigida a la consolidación de la producción de neumáticos radiales para vehículos pesados y a la ampliación de la variedad de llantas que produce, lo cual contribuyó a un cambio en el mix de ventas y una mejora en el margen bruto de la Compañía hasta el 2015, cuando el entorno operativo empezó a deteriorarse.

Actualmente ante el entorno operativo de menor dinamismo y las expectativas del sector automotriz, los principales objetivos son mantener la participación de mercado en el Ecuador; mantener las ventas; mejorar la competitividad de la planta de Cuenca, e impulsar la expansión hacia los mercados de exportación.

Como grupo, la estrategia es impulsar el crecimiento del volumen de ventas en Colombia y Chile, con las nuevas sucursales, e ir ganando participación en estos países; así como continuar exportando hacia Estados Unidos y México. Estos mercados son más amplios y presentan importantes oportunidades para la marca Continental.

Las ventas de los productos importados desde otras empresas Continental hacia las oficinas de Colombia y Chile se registran directamente en las empresas filiales. En Continental Ecuador se factura solamente lo que corresponde a las exportaciones.

Los estados financieros analizados reflejan transparencia. Se establecen según normas contables aceptadas y están auditados por una firma reconocida en el mercado. Además, la información financiera se maneja bajo esquemas establecidos por Continental AG.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de Continental TA, auditados por la firma Deloitte & Touche en 2019 y 2018, y por KPMG para los años 2016 y 2017. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos del emisor a mayo-2020.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2020-2022. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

También se revisaron los estados financieros de la subsidiarias de Continental en Colombia y Chile.

Gestión Operativa y Tendencias

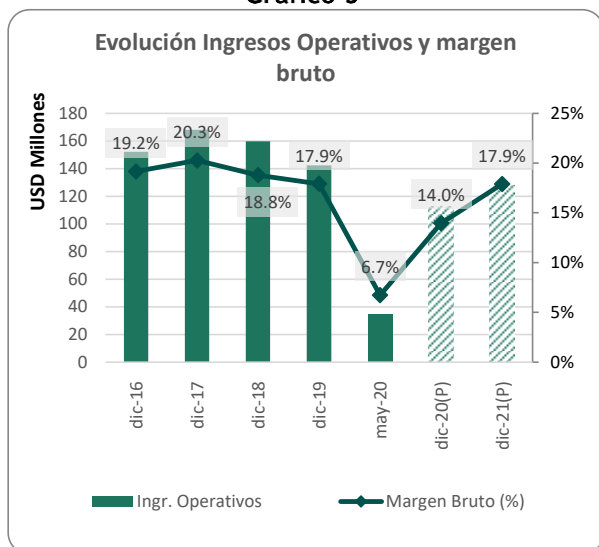
En los últimos dos años, Continental Tire Andina ha registrado ventas decrecientes explicadas por la coyuntura económica del país, menores ventas de carros ensamblados localmente, y mayor competencia local. Adicionalmente, durante 2019 la mezcla de ventas de la empresa generó una reducción del margen bruto, por la reducción de ventas al sector público, que empezaron a retomar su participación en el último trimestre del año.

Al cierre de 2019, las ventas de la empresa son de USD 142.36MM y presentan una contracción anual de 10.84%, por otro lado el margen bruto cae a 17.9% y se contrae en 0.9pp contra 2018.

A may-2020, Continental Tire Andina reporta ventas de USD 34.49MM, valor 38.2% menor frente a may-2019. El menor nivel de generación de negocio responde a la paralización de actividades y cierre de la planta por aproximadamente dos meses ante el brote de la pandemia COVID-19. La menor generación impacta también en el margen bruto, que se presiona hasta llegar a 6.7% (12.5% a mayo-2019) a pesar de que el costo de ventas se reduce en 34.1% interanual.

La menor eficiencia del margen bruto es explicada principalmente por los costos de mano de obra y depreciación de maquinaria que conforman el costo de ventas y que por su naturaleza son fijos, acompañado de menores ventas debido a la paralización de la producción de neumáticos en la planta y venta productos importados cuyo margen es menor.

Gráfico 5



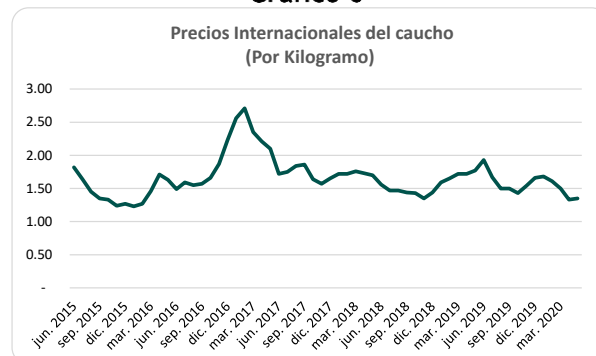
Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

Las cifras a may-2020 apuntan a una contracción anual de las ventas del 44%; sin embargo debido a la apertura paulatina de la economía, mayor dinamismo de las ventas y estrategias tomadas por

la administración, se prevé que al cierre de 2020 las ventas se reduzcan en 20.8%. La recuperación de ingresos esperados se fundamenta en la regularización de ventas en el mes de junio 2020, ingresos provenientes por venta al sector público, apertura de fronteras para exportación y mayores ventas a EE.UU., mayores niveles de recuperación de cartera por cobrar desde abril 2020 y mayor promoción y ventas online. Para 2021 el crecimiento esperado de las ventas es del 13.65%, suponiendo que no se repitan las restricciones de movilidad que se dieron entre marzo y mayo de este año.

El costo de ventas depende en gran medida del comportamiento del precio del caucho, commodity con un precio a la baja en 2019 y 2020. También es relevante la mezcla de ventas, en función de la participación de mayores exportaciones y el tipo de producto en el mercado local.

Gráfico 6



Fuente: Indexmundi, Elaboración: BWR

La empresa forma parte de un grupo internacional y compra su principal materia prima, fundamentalmente a Continental Tire Holding (Singapur), que es una empresa del grupo que provee de caucho natural a todas las plantas de Continental. Una pequeña parte de la materia prima se compra también a productores locales.

A lo largo de 2020 y dado el comportamiento de las ventas de Continental, el gasto operativo resultó más pesado que en periodos anteriores y se ubica en 21.1%. Ante el escenario contractual la empresa ha ejecutado planes de acción para reducir el costo y gasto operativo, entre las medidas tomadas se menciona un esquema de turnos reducidos, ajuste en la remuneración de obreros y nómina administrativa y ajuste de gastos de publicidad y otros.

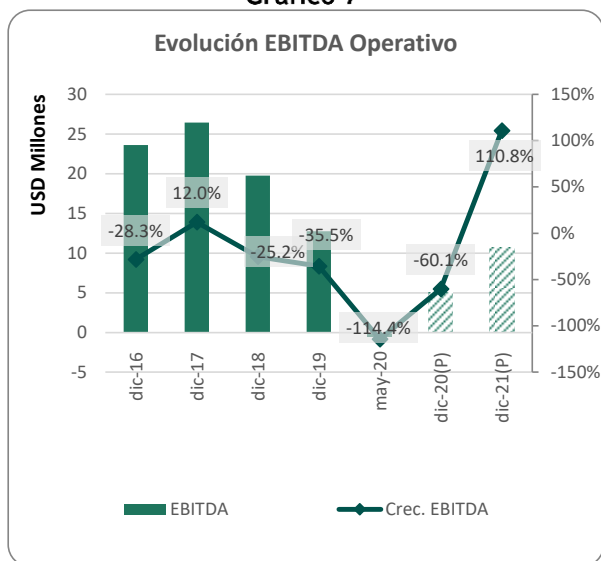
Para el cierre de 2020 se estima que la relación gasto operativo/ventas disminuya al 17.63% y para 2021 se proyecta que retorne a niveles similares a 2019 (alrededor del 15%).

El peso del egreso operativo a la fecha de corte se explica porque las ventas continúan por debajo de

sus niveles históricos, siendo abril el mes de menores ventas, y porque el gasto administrativo decrece en menor medida (-4.3% anual a may-2020); sin embargo al excluir de los egresos operacionales de provisiones por deterioro de activos productivos se aprecia una disminución del 12.9%.

Adicionalmente, se destaca que a la fecha de corte aproximadamente el 74% del gasto operativo es fijo y dentro de este se encuentran valores por depreciación y amortización de activos que representan una carga elevada.

Gráfico 7



Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

Continental TA históricamente ha tenido una capacidad importante de generación de flujos operativos. La variabilidad de su EBITDA refleja el comportamiento de las ventas, del margen bruto y del gasto operativo. Desde 2018 la presión en el margen bruto y la desaceleración del volumen de ventas afectaron al EBITDA operativo, esto obedece a la coyuntura local actual, pues el mercado de exportación ha mantenido un desempeño más dinámico.

Para finales de 2020, se espera que el EBITDA se reduzca en 60.1% como consecuencia de los menores ingresos percibidos que serían insuficientes para cubrir los costos y gastos operativos. Bajo esta perspectiva, el margen EBITDA llegaría a 4.51%, porcentaje que es 4.44pp menor frente a 2019.

En el horizonte de tiempo del programa calificado se espera que las exportaciones se mantengan, especialmente hacia mercados como Colombia, México y USA.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

A may-2020, los activos de la empresa suman USD 156.91MM, en su mayoría son de naturaleza operativa y tienen una recuperación esperada de un año o menos.

Gráfico 8

ACTIVOS

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20
Total Activo Corriente	54%	57%	57%	55%	55%
Fondos Disponibles	3%	3%	3%	4%	2%
Inversiones corto plazo	3%	2%	1%	0%	0%
CxC Comerciales	22%	23%	25%	23%	20%
Inventarios Neto	20%	23%	23%	24%	25%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	5%	5%	4%	5%	6%
Otros activos corrientes	0%	0%	1%	0%	1%
Total Activo No Corriente	46%	43%	43%	45%	45%
Propiedad, planta y equipo	43%	38%	38%	39%	39%
Inversiones Emp. Relac.	3%	3%	3%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	1%	1%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	1%	1%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20
Total Pasivo Corriente	30%	28%	29%	28%	31%
Deuda Financiera CP	17%	13%	15%	16%	19%
Deuda Comercial	7%	9%	7%	7%	6%
Otros Pasivos CP	5%	6%	6%	5%	6%
Total Pasivo LP	18%	17%	16%	16%	17%
Deuda Financiera LP	3%	8%	6%	5%	4%
Otros pasivos LP	15%	9%	10%	11%	12%
PATRIMONIO	52%	55%	55%	55%	53%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

El 20% del activo corresponde a cuentas por cobrar comerciales, con una recuperación promedio de 151 días. Un 25% adicional corresponde a inventarios, mismos que están compuestos mayoritariamente por productos terminados e incluyen materia prima, suministros, productos en proceso e inventario en tránsito, equivalentes a 190 días de costo de ventas.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (39% del activo), está compuesta en su mayoría por maquinaria y moldes, cuya capacidad de ser liquidados es menos predecible, aunque en caso de requerirse podrían existir plantas de Continental AG en otras regiones interesadas.

En la declaración juramentada del 22 de enero de 2020 preparada para la emisión de papel comercial 2020, Continental Tire Andina S.A. compromete USD 10MM de las cuentas por cobrar a clientes no relacionados e inventarios por producto terminado por USD 10MM como respaldo de la emisión propuesta. Además se obliga a mantener y a reponer, de ser necesario, los activos libres de gravamen por el saldo en circulación de las obligaciones de corto plazo hasta su redención total.

Por último, el emisor mantiene un patrimonio importante, que cubre su totalidad el activo no

corriente y refleja una solvencia adecuada para soportar pérdidas coyunturales.

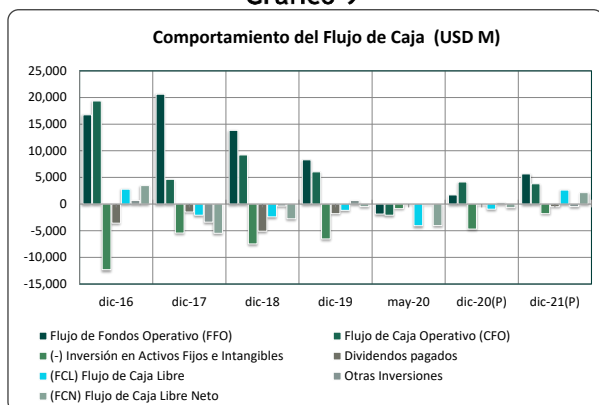
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Continental Tire Andina ha sido históricamente una empresa generadora de un flujo de fondos operativo (FFO) importante y que le ha permitido cubrir con holgura sus necesidades de capital de trabajo.

Debido a la coyuntura explicada en párrafos anteriores, con corte a may-2020, tanto el FFO como el flujo de caja operativo (CFO) son negativos, por lo cual parte de las necesidades operativas y las inversiones realizadas han sido cubiertas con deuda financiera y excedentes de efectivo.

Esperamos que el mayor dinamismo del segundo semestre del año le permita a la empresa llegar a un EBITDA de 5.08MM, y conseguir un FFO y un CFO positivos, que le permita cubrir la mayoría del CAPEX planificado. Se espera que el flujo de caja libre (FCL) termine en niveles ligeramente negativos en este año y vuelva a ser positivo para 2021.

Gráfico 9



Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

Se espera una liberación de capital de trabajo generado principalmente por liberación de inventarios y mayor financiamiento de sus proveedores.

Los días promedio de cobro en 2019 fueron de 100 días pero se espera que estos se incrementen a 138 para 2020 dados los niveles de contracción económica, desaceleración del sector automotriz, mayor financiamiento a talleres, puntos de venta y ventas al estado ecuatoriano que al momento cuenta con un importante déficit fiscal y que se encuentra pagando ciertas deudas a proveedores y GADS con bonos del Estado. La estimación de la cobranza incluye las cuentas por cobrar comerciales a relacionadas.

Por el lado de las cuentas por pagar, los días de pago han sido de 35 días en promedio durante los últimos cuatro años y corresponden en su mayoría

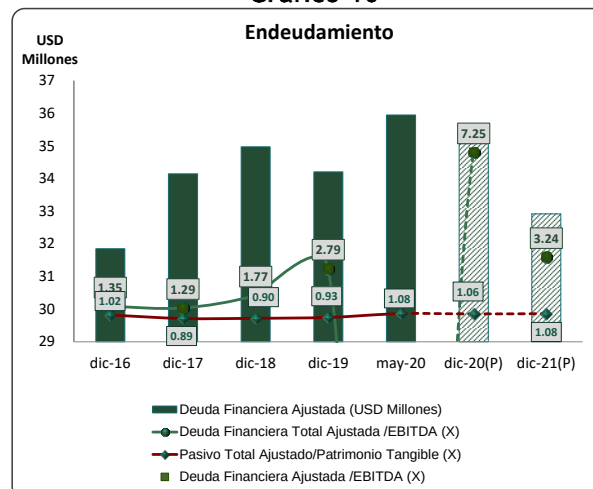
a proveedores comerciales no relacionados. Se proyecta que para 2020 y 2021 los días de pago sean de 54 y 47 días respectivamente, lo que implica a 2020 un incremento de 17 días en comparación con 2019. Se destaca que una ventaja del emisor es que las cuentas por pagar a relacionadas son flexibles en su fecha de pago y dependen de la generación de flujos positivos de Continental TA. Según la administración, dicha flexibilidad se materializó durante los meses de pandemia, fechas en las que se pospuso el pago de cuentas por pagar a relacionadas y fueron reprogramados para los meses de junio y julio de 2020. A mayo-2020 el indicador es de 151 días.

El inventario de la compañía se compone por productos terminados e incluye materia prima, suministros, productos en proceso e inventario en tránsito. A mayo-2020, el inventario alcanzó los 190 días y fue mayor en 71 días al indicador de mayo-2019 debido al menor dinamismo de las ventas y acumulación de materias primas, debido a que por los días de tránsito que maneja la compañía no fue posible posponer los embarques durante los meses de pandemia.

Si bien en dólares se liberará un monto importante de inventario, en términos relativos se espera que para 2020 este termine en niveles similares a los de 2019 (123 días). Estas proyecciones están en línea con lo estimado por el emisor.

Con relación a las inversiones de CAPEX, la administración estima realizar inversiones por un monto de USD 4.67MM a lo largo de 2020, fundamentalmente para mantenimiento y productividad, ya que actualmente Continental TA mantiene capacidad ociosa en su planta que puede aprovechar.

Gráfico 10



* La relación Deuda Financiera/ EBITDA a mayo-2020 no se muestra dado que el EBITDA es negativo.

Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

En los últimos años Continental TA ha mantenido niveles de endeudamiento relativamente bajos aunque por la reducción de la generación operativa a 2020 la relación endeudamiento sobre EBITDA sube considerablemente y se ubica en 7.25 veces y en 2021 el indicador disminuiría hasta ubicarse en 3.24 veces, por la recuperación de ventas de la empresa y menor carga del gasto operativo. La deuda financiera ajustada incluye pasivos contingentes por un monto de USD 1.79MM y corresponde a juicios laborales y tributarios.

A mayo 2020, las obligaciones financieras con mercado de valores e instituciones financieras ascienden a USD 35.95MM, de los cuales USD 2.48MM corresponde al saldo remanente del III programa de papel comercial y que fue cancelado en junio de 2020.

Vencimientos deuda financiera Continental Tire Andina A mayo 2020

Año	Miles (USD)	%
2020*	19,219.87	53.5%
2021	6,283.12	17.5%
2022	4,963.80	13.8%
2023	5,480.41	15.2%
Total	35,947.20	100%

* Incluye capital y porción corriente de intereses.

Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

A may-2020, el endeudamiento financiero en relación con el patrimonio tangible² es de 0.54. Para el cálculo de este indicador se resta del patrimonio: USD 5.5MM de inversiones en relacionadas, USD 1.98MM en impuestos diferidos de largo plazo, USD 1.7MM por activos intangibles, USD 457M de otros activos corrientes y USD 1.48MM de otros activos que no tienen un vencimiento cierto.

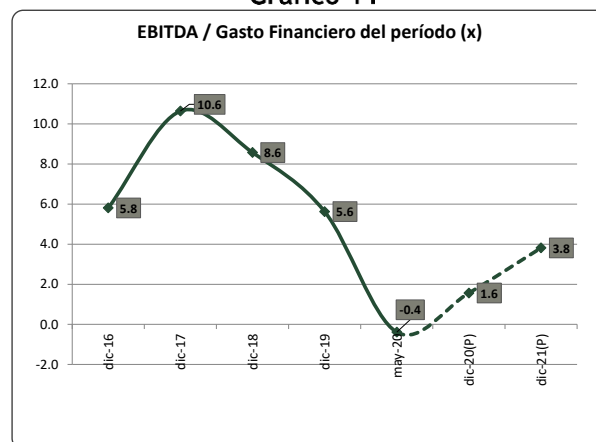
El nivel de respaldo patrimonial se considera adecuado, tomando en cuenta la naturaleza de su industria, el hecho de que la mayoría de sus activos son recuperables en el corto plazo, y la solidez de su negocio.

Capacidad de Pago y Liquidez

Continental TA ha tenido históricamente una flexibilidad financiera importante al cubrir con el EBITDA holgadamente su gasto financiero; a partir de 2018 este indicador ha disminuido, pero se mantiene en niveles amplios y es de 5.6 veces a dic-2019. En función de la recuperación de ingresos de la empresa y mejor desempeño contra may-2020, se estima que la cobertura del gasto

financiero sea de 1.6 veces para 2020 y 3.8 veces a 2021.

Gráfico 11

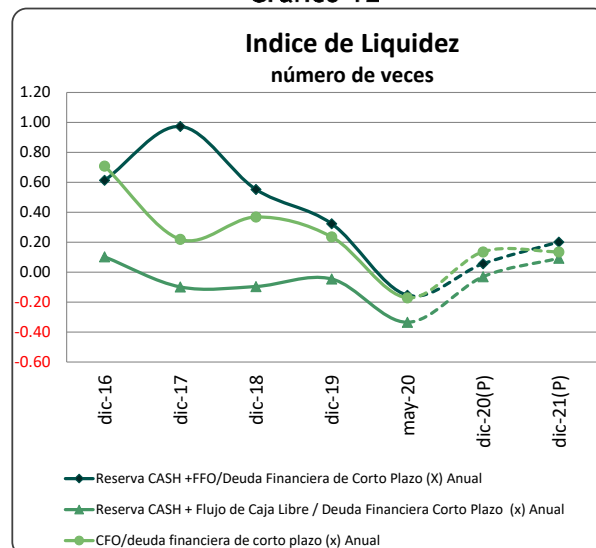


Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

El costo financiero de Continental incluye costos de provisión patronal y desahucio; históricamente, el gasto financiero incluía también el costo del fondo de empleados que hacía parte del balance de la empresa, pero a partir de 2017 salió de balance.

Históricamente, Continental TA ha tenido capacidad de renovar su deuda financiera con líneas locales abiertas y realizar colocaciones en el mercado de valores, al ser considerado un buen sujeto de crédito. Además, de ser el caso, la empresa cuenta con el soporte financiero de su Casa Matriz.

Gráfico 12



Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

El riesgo de refinanciamiento de la empresa se mitiga por su posición y prestigio en el mercado y

² Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, inversiones en acciones en empresas relacionadas o vinculadas, y otros activos

el soporte de su casa matriz. Se considera además que, si bien en etapas de crecimiento la liquidez es apretada, bajo un escenario de contracción de ventas, el emisor puede así mismo liberar parcialmente liquidez por menores inversiones en CAPEX, requerimientos de capital de trabajo y pago de dividendos.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

El presente programa tiene garantía general, por lo cual está respaldado por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior. En el cuadro siguiente se aprecia la probable prelación de pasivos en un escenario de liquidación.

Gráfico 13

Fecha de corte	may-20
Activo Ajustado (USD M)	146,273
Activo Total (USD M)	156,915

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	22,297	22,297	6.56
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	17,619	39,916	3.66
3era	Deuda sin garantía específica de balance	34,535	74,451	1.96
TOTAL		74,451	74,451	1.96

Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 1.96 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados, acciones en empresas vinculadas o relacionadas y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Cabe indicar que la calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe.

RESGUARDOS

El emisor resuelve mantener como resguardos durante la vida de la emisión:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles mayor o igual a (1) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. A la fecha de corte de la información, la empresa reporta una relación entre activos reales y pasivos exigibles de 2.07.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Hasta mayo-2020, la compañía ha pagado en tiempo y forma sus obligaciones.

3. Mantener durante la vigencia del programa, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación mayor o igual a 1.25. A mayo 2020, la relación mencionada fue de 10.23.

4. No mantener obligaciones en circulación por más de dos veces el patrimonio de la compañía.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones.

El programa de papel comercial de 2018 que el emisor mantiene vigente a la fecha de corte de la información, en conjunto con el analizado en este informe representan el 16.34% de su patrimonio, por lo cual se encuentra dentro de los rangos permitidos por la normativa vigente.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La empresa ha participado en el mercado de valores en 1995 y regresó al mercado de valores desde 2006; mantiene un historial de pago limpio, en tiempo y forma, de sus obligaciones. Hasta la fecha ha colocado en el mercado cinco emisiones de obligaciones y tres programas de papel comercial.

A julio-2020, Continental TA mantiene vigente solamente un papel comercial, emitido en 2020, actualmente calificado por Bankwatch Ratings en AAA.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, el IV Programa de Papel Comercial emitido en abril 2020 ha sido negociado en el mercado primario por un monto de USD 10.997MM y a la fecha de corte no se reporta negociaciones en el mercado secundario.

CONTINENTAL TIRE ANDINA						PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	may-20	dic-20	dic-21
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	6,386	8,974	7,051	5,801	3,516	6,000	6,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	37,415	34,567	40,096	36,692	31,423	38,837	37,053
Inventarios	32,084	38,150	38,143	38,561	39,724	32,213	37,122
Activos fijos	66,711	62,912	61,660	62,935	61,487	62,088	58,364
Otros Activos	14,092	19,293	16,451	18,666	20,764	18,069	18,668
Total Activos	156,688	163,895	163,401	162,654	156,915	157,206	157,207
Cuentas por Pagar Proveedores	11,164	14,015	11,921	11,895	10,051	14,664	13,825
Deuda Financiera Total	31,850	34,142	34,969	35,598	38,969	36,860	34,709
Deuda Financiera Corto Plazo	27,317	21,174	25,043	25,690	29,157	30,695	28,193
Deuda Financiera Largo Plazo	4,533	12,968	9,926	8,513	6,790	4,372	4,722
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	1,395	3,021	1,793	1,793
Otros Pasivos	31,502	25,233	25,957	25,476	25,431	23,517	26,537
Total Pasivos	74,516	73,390	72,847	72,968	74,451	75,040	75,071
Patrimonio	82,172	90,505	90,553	89,686	82,465	82,166	82,136
Resumen de Resultados							
Ventas	152,239	168,051	159,660	142,359	34,490	112,771	128,167
Costo de ventas	-123,078	-133,991	-129,677	-116,857	-32,171	-97,032	-105,225
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(18,867)	(19,926)	(22,059)	(21,633)	(7,274)	(19,880)	(19,556)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,294	14,134	7,925	3,869	-4,955	-4,141	3,386
Ingresos y gastos no operativos neto	315	185	944	1,006	-1,132	-281	1,115
Gasto Financiero del período	(4,064)	(2,484)	(2,305)	(2,265)	(1,347)	(3,251)	(2,810)
Impuestos a la renta	(2,788)	(3,338)	(3,614)	(2,164)	-	(108)	(2,239)
UTILIDAD NETA	3,788	9,640	4,041	521	-7,222	(7,479)	(130)
Otros resultados integrales	0	397	345	431	0	100	100
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	3,788	10,037	4,386	952	-7,222	-7,379	-30
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	23,607	26,431	19,762	12,742	-519	5,084	10,719
(-) Gasto Financiero del período	-4,064	-2,484	-2,305	-2,265	-1,347	-3,251	-2,810
(-) Impuesto a la renta del período	-2,788	-3,338	-3,614	-2,164	0	-108	-2,239
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	16,754	20,609	13,843	8,313	-1,866	1,725	5,669
(-) Variación Capital de Trabajo	2,592	-15,961	-4,616	-2,259	-214	2,427	-1,864
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	19,346	4,647	9,227	6,054	-2,080	4,152	3,805
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	315	185	944	1,006	365	1,216	1,115
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-1,497	-1,497	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-985	0	0	99	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-3,571	-1,495	-5,088	-1,788	-4	-146	-504
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-12,315	-5,277	-7,382	-6,501	-852	-4,671	-1,795
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	-150	-100	-42	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	2,790	-2,089	-2,399	-1,173	-4,068	-946	2,621
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	434	2,292	827	-766	1,744	864	-2,151
VENTAS Y OTRAS INVERSIONES NETO	-3,386	2,385	-351	689	38	281	-470
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-162	2,588	-1,923	-1,250	-2,285	199	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6,386	8,974	7,051	5,801	3,516	6,000	6,000
Indicadores							
Patrimonio Tangible	72,778	82,620	81,280	79,904	71,823	72,247	71,498
% crecimiento en ingresos operativos	-12.2%	10.4%	-5.0%	-10.8%	-38.2%	-20.8%	13.7%
MARGEN EBIT (%)	6.8%	8.4%	5.0%	2.7%	-14.4%	-3.7%	2.6%
MARGEN EBITDA (%)	15.5%	15.7%	12.4%	9.0%	-1.5%	4.5%	8.4%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.12	9.30	7.01	4.67	-0.38	1.53	3.02
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	5.81	10.64	8.57	5.63	-0.38	1.56	3.81
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.81	10.64	8.57	5.63	-0.38	1.56	3.81
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1.35	1.29	1.77	2.79	(31.31)	7.25	3.24
Deuda Financiera Total AJUSTADA/NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1.08	0.95	1.41	2.34	(28.49)	6.07	2.68
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	28%	27%	28%	28%	32%	31%	30%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.61	0.97	0.55	0.32	(0.15)	0.06	0.20
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.71	0.22	0.37	0.24	(0.17)	0.14	0.13
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.10	(0.10)	(0.10)	(0.05)	(0.33)	(0.03)	0.09
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros) / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.02)	0.01	(0.11)	(0.02)	(0.33)	(0.02)	0.08

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financiero y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin