

Ecuador  
Papel Comercial  
Segundo 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	nov-20
Activos	162.7	161.2
Ventas	142.4	98.5
Margen EBITDA (%)	8.95%	8.58%
ROE (%) *	0.58%	-4.66%
Deuda / capitalización (%)	28.41%	30.19%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.24	0.42
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.05	0.28
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	2.79	4.05
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	4.28	7.53

### 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 calificadoradora 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. La reducción en la oferta de neumáticos chinos a nivel local presenta una oportunidad de mercado para el emisor.

**Generación operativa en crecimiento.** El desempeño del EBITDA depende del comportamiento de las ventas y de la mezcla de productos. Las ventas locales y el margen bruto se han presionado por el entorno operativo y contracción del sector automotriz. En 2021 se estima una recuperación sostenida de las ventas y una mayor generación de flujos operativos, aunque serán ajustados para cubrir con las inversiones en CAPEX requeridas.

El endeudamiento de Continental TA con relación a la generación operativa a la fecha de corte se ubica en niveles moderados y esperamos una tendencia a reducirse para 2021 en función de la recuperación de la gestión operativa. La cobertura del gasto financiero con su flujo operativo es holgada y se estima que mejore 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

IV Programa de Papel Comercial	
Emisor	Continental Tire Andina S.A.
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002920
Fecha de Aprobación SCVS	14-abr-20
Monto programa	20,000,000.00
Monto en circulación	17,604,000.00
Plazo del programa	720 días
Plazo de la emisión	359 días
Fecha Vencimiento Programa	4-abr-22
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 pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 5.2% mientras que América

Latina y el Caribe lo hará en 7.2%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecerá en 5.2% de forma global y en 2.8% para la región.

Esta situación ha afectado los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así como el comercio en general, por la fuerte desaceleración económica de Estados Unidos y China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 ha sido un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

Dentro de este escenario, cabe resaltar el éxito del gobierno en las gestiones realizadas para conseguir un alivio financiero que le permitiera cumplir con sus objetivos financieros de corto plazo y reducir la severidad de la crisis. En agosto se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitirá a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El acuerdo tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. Del monto anterior, USD 4,000 millones deben desembolsarse en 2020, USD 1500 millones en 2021 y USD 1000 millones en 2022. Hasta fin de año se espera el desembolso de los USD 2,000 millones restantes para este año, que le servirá al Estado para cubrir retrasos a

proveedores acumulados los últimos dos meses. El riesgo país, que en abril de este año cerró en 5033 puntos base, cerró a noviembre en 1028, reflejo de la menor incertidumbre, aunque es todavía superior en 239 puntos base al de fines de diciembre de 2019.

La previsión más reciente del Banco Central del Ecuador (BCE) considera una contracción del PIB de -8.9% en 2020. Se espera que, luego de tocar fondo el segundo trimestre de 2020, la economía vaya poco a poco recuperando dinamismo. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.1% en 2021, este todavía sería inferior en 6.1% al del 2019. De acuerdo con las previsiones del FMI, recién en 2025 el PIB recuperaría nuevamente el valor de 2019.

Si bien las exportaciones petroleras son 26% más bajas que un año antes, cabe resaltar que el país ha logrado compensar esta situación y conseguir un superávit comercial, que en los últimos 12 meses llega a USD 3,300 millones. Aportan positivamente las exportaciones de productos mineros, que hasta octubre llegan a USD 646 millones, un crecimiento interanual de 176%. Por otro lado, las importaciones han caído interanualmente: -14% en insumos y -21% en bienes de capital.

El presupuesto general del Estado para 2021 tiene necesidades de financiamiento por USD 13,936 millones, de las cuales USD 10,506 millones ya estarían cubiertos, por lo cual la brecha financiera llegaría a una cifra manejable de USD 3,430 millones. La deuda pública total a octubre-2020 es de USD 59,331 millones, de los cuales el 70% corresponde a deuda externa.

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, pero todavía restan elementos importantes de incertidumbre, como son la evolución de la pandemia, el resultado de las elecciones presidenciales y de asambleístas, y la política económica y de relaciones internacionales que aplicará el nuevo gobierno, que se posicionará en mayo-2021, y que determinará la continuidad de los acuerdos de financiamiento con organismos internacionales.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, donde intervengan todos los actores del País para buscar acciones consensuadas de una política planificada de la economía que ofrezca seguridad y no políticas paliativas para cubrir problemas de turno.

### Análisis de la industria

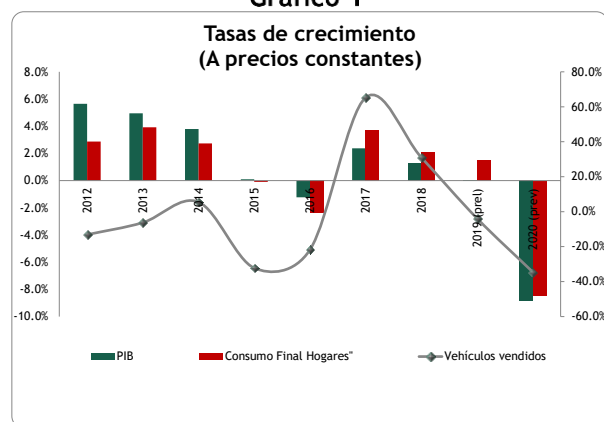
Continental Tire Andina S.A. se dedica a la producción y exportación de llantas y otros artículos de caucho, por la naturaleza de su actividad económica principal la empresa

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: BankWatch Ratings S.A

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 constantes 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 y también por la incidencia de las manifestaciones sociales en octubre 2019, mes en el que las ventas de vehículos cayeron en 16.8% en comparación con

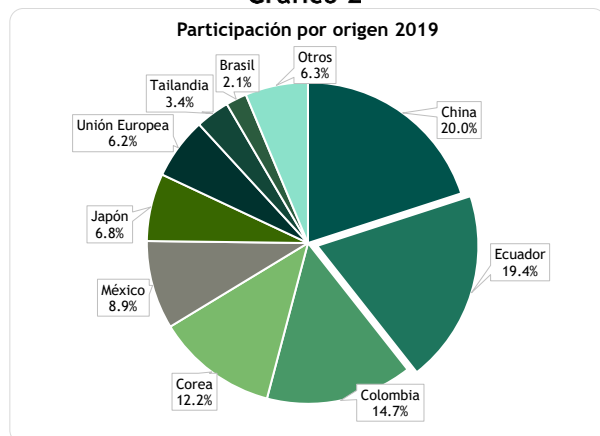
octubre 2018. Las ventas del sector automotriz en 2019 representaron entre el 5% y 6% del PIB<sup>1</sup>.

La Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEDE) señala que ha existido una recuperación del sector automotriz con el levantamiento de restricciones de circulación a nivel nacional y reactivación económica. A octubre 2020, el sector reporta una caída interanual de 39.6% de las unidades vendidas; sin embargo se destaca la recuperación de unidades vendidas en el mes de octubre (9,224), frente a abril 2020, mes en el que se vendieron solamente 761 unidades.

Los factores que han incidido en la recuperación de las ventas de vehículos son la innovación tecnológica, el desarrollo de nuevos canales de comunicación, reducción de tasas de interés y entrada para la compra de automóviles. El Gremio prevé que 2020 cerrará con 86,435 unidades vendidas (-34.6% anual).

Para 2021, se estima una recuperación paulatina de ventas, gracias al ingreso de nuevos modelos, reducción de aranceles para vehículos nacionalizados de la UE, simplificación de trámites administrativos y a la recuperación en la venta de buses (segmento más afectado durante 2020). El escenario previsto para 2021 dependerá de la evolución de la enfermedad COVID-19 y del resultado de las elecciones presidenciales.

Gráfico 2



Fuente: AEADE. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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; a la fecha todos los vehículos

ensamblados en el país deben cumplir con el 19% de contenido local en autopartes<sup>2</sup>.

La importación de partes CKD están gravadas con 15% de aranceles; sin embargo la Resolución 025 2018 del Comité de Comercio Exterior (Comex) eliminó estas cargas para los nuevos proyectos desde el 1 de enero de 2019. Por tanto todos los nuevos proyectos anunciados llegarán con el 0% de arancel en materiales CKD.

En la actualidad, existen 3 empresas ensambladores de vehículos: General Motors, Ciauto y Aymesa. De acuerdo con información de la Cámara de la Industria Automotriz Ecuatoriana (CINAE), a octubre 2020 fueron producidas 8,468 unidades, 57.5% inferior interanualmente. La caída se asocia a menor demanda por las restricciones de la pandemia.

La CINAE, estipula que en los últimos tres años, el crecimiento de mercado automotor ha beneficiado fundamentalmente a los importadores.

En 2020, el Gobierno lanzó la iniciativa “Camioneta Popular” que brinda una oferta de camionetas ensambladas en el país con precios reducidos por la exoneración del 15% al 20% del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE). Los vehículos tendrán una base imponible de hasta USD 30 mil y estarán dirigidos a sectores productivos.

El parque automotor ecuatoriano en 2019 es de 2,259,104 unidades livianas y 333,328 vehículos comerciales, con una edad promedio de 16.1 años. Actualmente la industria genera un total de 182,000 empleos.

Gráfico 3



Fuente: TRADEMAP.ORG. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

El mercado de llantas en Ecuador comprende la venta para autos nuevos ensamblados localmente y el mercado de reposición; este último

<sup>1</sup> <https://www.vistazo.com/seccion/enfoque/sector-automotriz-ya-tiene-un-plan-de-reactivacion-para-el-2021>

<sup>2</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/12/21/noticia/8490517/autos-ensamblados-ecuador-marcas-modelos-2020-mercado-automotriz>

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.

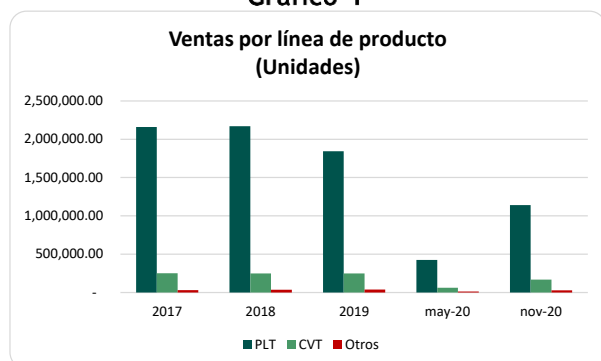
La evolución del sector de neumáticos local dependerá de la recuperación de las ventas del mercado automotriz, la evolución de la emergencia sanitaria y las medidas que el Ejecutivo tome respecto a las importaciones de neumáticos.

#### 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: BankWatch Ratings S.A.

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 de 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 79 locales Erco Tires (Vehículos livianos) y 24 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 oct-2020 del 23.6% en el segmento PLT y 22.8% 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), frente a 23.6% para oct-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 el decremento de vehículos ensamblados en el país. Por otro lado, a noviembre 2020 las exportaciones representan el 47% de las ventas, participación que se ha incrementado durante los últimos 4 años. Los principales destinos de exportación son Colombia (36.8%), USA (32%), Chile (13%), Perú (8.2%) y otros tres destinos cuya participación en conjunto es del 10%.

En los tres tipos de mercado, la empresa mantiene un importante posicionamiento. Las ventas en Ecuador a la fecha de corte representan el 53% de las ventas totales de la empresa.

Continental TA cuenta con una planta de producción que mantiene una capacidad instalada para producir 2.15 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 la fecha de corte, la

empresa emplea a 877 personas, de ellos, el 38.1% 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 agosto 2020, el emisor negoció y firmó el Contrato Colectivo que estará vigente hasta marzo 2022.

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 11.87% de los activos de Continental Tire Andina. Por otro lado, la operación en Chile representa el 3.23% de los activos de Continental TA.

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 49.98% 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, es decir que cotiza en las bolsas de valores locales. 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%
<b>CAPITAL SOCIAL (USD Miles)</b>		<b>74,894.88</b>

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 86.48MM; de este, el capital social representa el 86.6%. 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.

Ante el entorno operativo de menor dinamismo e incertidumbre, los principales objetivos son mantener la participación de mercado en el Ecuador; impulsar 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 noviembre 2020.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2021-2022. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

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

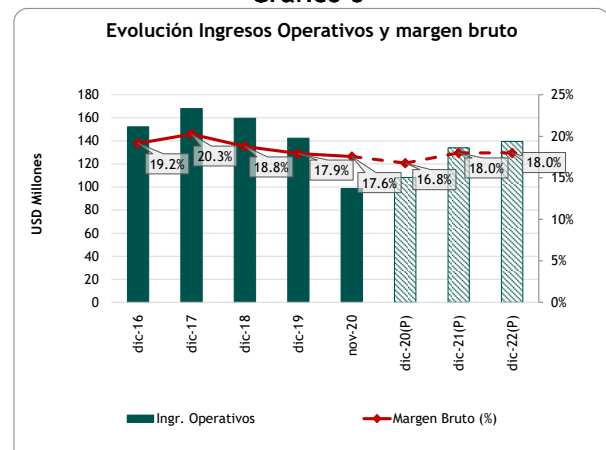
### Gestión Operativa y Tendencias

En los últimos tres 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.

A noviembre 2020, Continental Tire Andina reporta ventas de USD 98.55MM, ingresos menores en 22.96% interanual. La reducción observada responde a la paralización de actividades y cierre de la planta por aproximadamente dos meses ante el brote de la pandemia COVID-19.

Por otro lado el margen bruto de la compañía es de 17.56% y compara negativamente contra otros periodos debido a que la disminución de ingresos influye en que los costos fijos del costo de ventas no puedan diluirse de la misma forma que en periodos anteriores. No obstante, se destaca los esfuerzos realizados por el emisor y las estrategias aplicadas para mantener controlado costos y gastos y mejorar su eficiencia a lo largo de un año de fuertes complicaciones macroeconómicas.

Gráfico 5



Fuente: Continental TA. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

Datos preliminares, señalan que al cierre de 2020, las ventas alcanzaron USD 108.35MM y el margen bruto fue de 16.77%.

A lo largo de 2020, existieron factores que incidieron en la recuperación de las ventas y

margen bruto en comparación con el último seguimiento efectuado en mayo 2020. Los cuales se detallan continuación:

- Apertura paulatina de la economía a partir de junio 2020, otorgó mayor dinamismo a la ventas locales.

- Mayor demanda de producto por parte del mercado estadounidense.

- Renovación de contratos con el sector público.

- Menor oferta de llantas chinas en el mercado local por complicaciones de abastecimiento de competidores.

- Menores costos de materia prima, especialmente del caucho.

- Política de austeridad y priorización de costos y gastos; priorizando el talento humano.

En línea con las proyecciones del emisor, estimamos para 2021 y 2022 ventas crecientes de 23.70% y 4.08% respectivamente en función de mayores ventas a mercados internacionales, mayor dinamismo del mercado interno, implementación de estrategias de desarrollo de mercado, recuperación del sector automotriz, programas gubernamentales que incentivan compra de vehículos de trabajo entre otros.

En cuanto al margen bruto la calificadora estima que alcance 18% para 2021 y 2022, el mejor desempeño del margen bruto se fundamenta en el mix de ventas, incremento de ingresos y control de costos fijos. Se hace mención, que el emisor cuenta con proyecciones más optimistas acerca de la evolución del margen bruto (2021: 19% y 2022: 20%); sin embargo BWR ha optado por un escenario de mayor estrés.

Se destaca la reducción de los gastos operativos alcanzado por Continental Tire Andina, a noviembre 2020 la reducción interanual de gastos es de 18.18% y corresponde a ajustes en sueldos y salarios, así como menor gasto de publicidad y por servicios de comercialización. Se proyecta para 2021 y 2022 un gasto operativo controlado y cuyo peso sobre los ingresos sea de 15.20%.

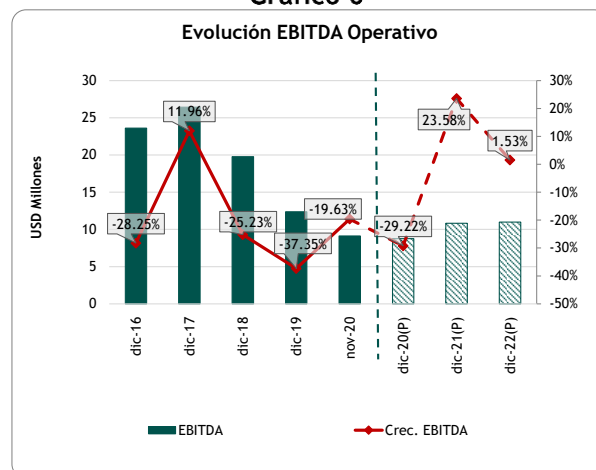
Continental TA históricamente ha tenido una capacidad importante de generación de flujos operativos. La variabilidad de su EBITDA refleja el comportamiento de las ventas, del margen bruto y del gasto operativo. Desde 2018 la presión en el margen bruto y la desaceleración del volumen de ventas afectaron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

Con base a información preliminar proporcionada por el emisor se proyecta a diciembre 2020 un

EBITDA operativo de USD 8.76MM, el cual es menor en 29.22% anual, como consecuencia de los menores ingresos percibidos. Bajo esta perspectiva, el margen EBITDA llegaría a 8.09%, porcentaje que es ligeramente menor frente a 2019 (8.70%).

El EBITDA proyectado de 2021 y 2022 presentaría crecimientos de 23.58% y 1.53% respectivamente gracias a la recuperación de ingresos, influido por la evolución que tenga el entorno macroeconómico, bajo el supuesto que las restricciones de movilidad que se dieron entre marzo y mayo no se repitan y que las exportaciones a mercados como Colombia, México y USA se mantengan.

Gráfico 6



Fuente: Continental TA. Elaboración: Bankwatch Ratings S.A.

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

A noviembre 2020, los activos de la empresa suman USD 161.21MM, en su mayoría son de naturaleza operativa y tienen una recuperación esperada de un año o menos.

El 22.58% del activo corresponde a cuentas por cobrar comerciales, con una recuperación promedio de 136 días. Un 19.18% adicional corresponde a inventarios, mismos que están compuestos mayoritariamente por producto terminado.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (37% 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.

Gráfico 7

ACTIVOS

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	nov-20
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>54%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>55%</b>	<b>57%</b>
Fondos Disponibles	3%	3%	3%	4%	9%
Inversiones corto plazo	3%	2%	1%	0%	0%
CxC Comerciales	22%	23%	25%	23%	23%
Inventarios Neto	20%	23%	23%	24%	19%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	5%	5%	4%	5%	6%
Otros activos corrientes	0%	0%	1%	0%	0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>46%</b>	<b>43%</b>	<b>43%</b>	<b>45%</b>	<b>43%</b>
Propiedad, planta y equipo	43%	38%	38%	39%	37%
Inversiones Emp. Relac.	3%	3%	3%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferid	0%	0%	0%	1%	1%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	1%	1%	1%	1%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	nov-20
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>28%</b>	<b>31%</b>
Deuda Financiera CP	17%	13%	15%	16%	17%
Deuda Comercial	7%	9%	7%	7%	6%
Otros Pasivos CP	5%	6%	6%	5%	8%
<b>Total Pasivo LP</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
Deuda Financiera LP	3%	8%	6%	5%	4%
Otros pasivos LP	15%	9%	10%	11%	11%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>52%</b>	<b>55%</b>	<b>55%</b>	<b>55%</b>	<b>54%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Continental TA. Elaboración: Bankwatch Ratings S.A.

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

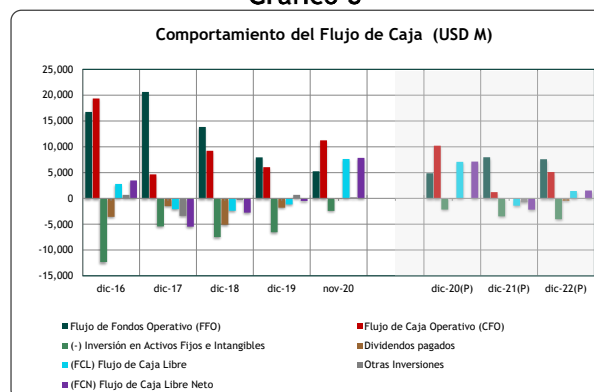
Continental Tire Andina ha sido históricamente una empresa generadora de un flujo de fondos operativos (FFO) importante, que le ha permitido cubrir con holgura sus necesidades de capital de trabajo.

A noviembre 2020, la empresa presenta un flujo de caja libre neto de USD 7.65 millones, explicado por una importante liberación de capital de trabajo dado principalmente por mayor rotación de inventarios.

Proyecciones ajustadas en base a datos preliminares de 2020, señalan una situación similar donde el excedente de caja generado permite pagar deuda por USD 4.54MM.

En función del crecimiento sostenido del EBITDA operativo, la calificadora estima para 2021 una necesidad de capital de trabajo por USD 6.74MM influenciado por mayor financiamiento a clientes e incremento en los días de inventarios que serían cubiertos con holgura por el flujo de fondos operativo (FFO). El CFO podría cubrir una parte de las inversiones de CAPEX y la diferencia podría ser cubierto a través de la caja acumulada a lo largo de 2020.

Gráfico 8



Fuente: Continental TA. Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

El ciclo de operación de Continental TA se caracteriza por contar con altos niveles de inventario que incluyen producto terminado, en tránsito, materia prima y repuestos; y también por contar con un bajo nivel de financiamiento por parte de proveedores. En promedio durante los últimos 4 años (2016-2019) los días de cuentas por pagar han sido de 35 días y los días de inventario de 108 días; mientras que las cuentas por cobrar reflejan un promedio de 90 días con una tendencia coyuntur al alza en 2020.

En 2021 y 2022 se estima que los días de cuentas por cobrar de la compañía alcancen los 115 y 110 días respectivamente. Comparativamente contra información preliminar de 2020, los días de cuentas por cobrar disminuirían en 13 días para 2021 y 18 días para 2022; la estimación se basa en la recuperación de la economía de los próximos dos años, mayor dinamismo de los sectores productivos y agentes económicos del país, crecimiento de las exportaciones y estrategias definidas, así como gestión oportuna de la cobranza.

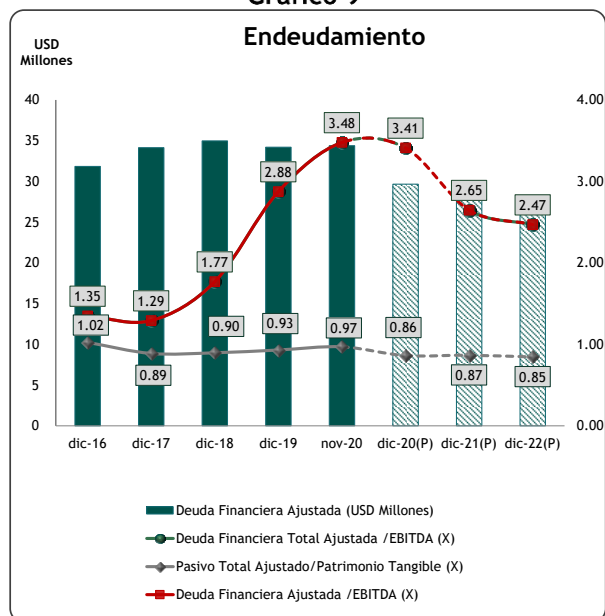
Por el lado de las cuentas por pagar, se proyecta que los días de pago sean de 45 días para 2021 y 46 días para 2022 e implica una reducción contra un diciembre 2020 interino (49 días). Las cuentas por pagar corresponden en su mayoría a proveedores comerciales no relacionados y se destaca la flexibilidad de pago con la que cuenta el emisor con proveedores comerciales relacionados, lo cual representa una ventaja. 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.

El inventario de la compañía se compone por productos terminados e incluye materia prima, suministros, respuestas, productos en proceso e inventario en tránsito. A noviembre 2020, el inventario alcanzó los 128 días y se aprecia una importante liberación de inventarios en

comparación con el último seguimiento (mayo 2020), gracias al crecimiento de ventas, mayor demanda del mercado estadounidense que impulso la producción en la fábrica. Para los próximos dos años nuestra proyección considera que los días de inventario serán de 116 para 2021.

Con relación a las inversiones de CAPEX, la administración estima realizar desembolsos por un monto de USD 3.42MM a lo largo de 2021, que corresponde a compra de moldes, repuestos y mantenimiento y en 2022, prevén inversiones de CAPEX por USD 4,032MM, igualmente contemplados para mantenimiento y productividad; ya que actualmente Continental TA mantiene capacidad ociosa en su planta que puede aprovechar.

Gráfico 9



Fuente: Continental TA, Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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 escala y se ubica en 3.48 veces a noviembre 2020. En 2021 el indicador disminuiría hasta ubicarse en 2.65 veces y para 2022 sería de 2.47, por la recuperación de ventas de la empresa optimización de eficiencia operativa y por los excedentes de caja generados que permiten disminuir el saldo de la deuda con mayor rapidez. La deuda financiera ajustada incluye pasivos contingentes por un monto de USD 230M y corresponde a garantías a favor de un Tribunal distrital de lo contencioso y tributario.

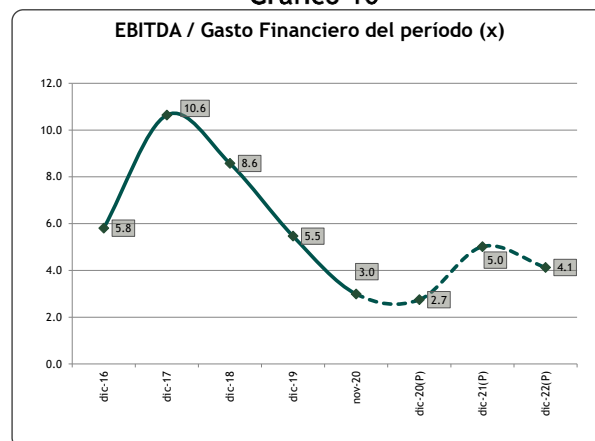
A noviembre 2020, el endeudamiento financiero en relación con el patrimonio tangible<sup>3</sup> es de 0.97. Para el cálculo de este indicador se resta del patrimonio: USD 5.5MM de inversiones en relacionadas, USD 1.98MM en impuestos diferidos de largo plazo, USD 1.07MM por activos intangibles, USD 709M de otros activos corrientes y no corrientes 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 este indicador ha disminuido, pero se mantiene en niveles amplios y es de 3 veces a noviembre 2020. En función de la recuperación de ingresos de la empresa y mejor desempeño, se estima que la cobertura del gasto financiero sea de 5 veces para 2021 y 4.1 veces a 2022.

Gráfico 10



Fuente: Continental TA, Elaboración: BankWatch Ratings S.A.

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.

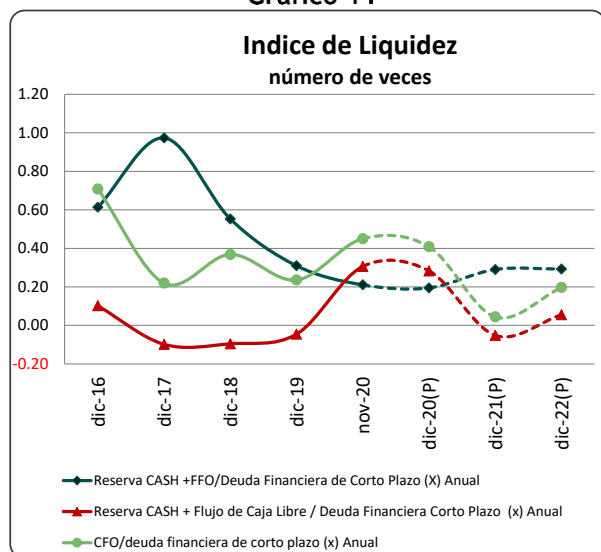
Históricamente, Continental TA ha tenido capacidad de renovar su deuda financiera con líneas locales abiertas y realizar colocaciones en el mercado de valores, al ser considerado un buen sujeto de crédito. Además, de ser el caso, la

<sup>3</sup> Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, inversiones en acciones en empresas relacionadas o vinculadas, y otros activos

que en opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

empresa cuenta con el soporte financiero de su Casa Matriz.

Gráfico 11



Fuente: Continental TA, Elaboración: BWR

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

En el cuadro siguiente se aprecia la probable prelación de pasivos en un escenario de liquidación.

Fecha de corte	nov-20
Activo Ajustado (USD M)	152,037
Activo Total (USD M)	161,211

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	24,722	24,722	6.15
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	14,555	39,277	3.87
3era	Deuda sin garantía específica de balance	35,450	74,726	2.03
<b>TOTAL</b>		<b>74,726</b>	<b>74,726</b>	<b>2.03</b>

Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 2.03 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 2.13.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Hasta noviembre 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. La relación mencionada fue de 8.09 a la fecha de corte.
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.

A la fecha de análisis el emisor posee en circulación únicamente el programa de papel comercial analizado en este informe el cual representa el 23.13% de su patrimonio,

encontrándose 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.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, el IV Programa de Papel Comercial emitido en abril 2020 cuenta con la siguiente presencia bursátil:

Fecha	# Días negociados	# Ruedas al mes	Presencia Bursátil
may-20	10	19	52.63%
jun-20	4	22	18.18%
jul 2020	2	23	8.70%
ago-20	-	-	-
sep-20	2	22	9.09%
oct-20	6	21	28.57%
nov-20	7	19	36.84%

CONTINENTAL TIRE ANDINA						PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	nov-20	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Resumen Balance</b>								
Caja y Equivalentes de Caja	6,386	8,974	7,051	5,801	13,823	8,398	5,000	5,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	37,415	34,567	40,096	36,692	36,394	34,376	38,133	37,443
Inventarios	32,084	38,150	38,143	38,561	30,916	30,483	34,706	37,422
Activos fijos	66,711	62,912	61,660	62,935	60,270	59,685	57,730	56,383
Otros Activos	14,092	19,293	16,451	18,666	19,809	19,899	20,470	20,294
<b>Total Activos</b>	<b>156,688</b>	<b>163,895</b>	<b>163,401</b>	<b>162,654</b>	<b>161,211</b>	<b>152,840</b>	<b>156,040</b>	<b>156,542</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	11,164	14,015	11,921	11,895	10,131	12,196	14,043	14,299
Deuda Financiera Total	31,850	34,142	34,969	34,203	34,381	29,661	28,444	26,930
Deuda Financiera Corto Plazo	27,317	21,174	25,043	25,690	27,260	24,981	27,444	25,930
Deuda Financiera Largo Plazo	4,533	12,968	9,926	8,513	7,120	4,680	1,000	1,000
Otros Pasivos	31,502	25,233	25,957	26,871	30,214	24,532	25,298	26,004
<b>Total Pasivos</b>	<b>74,516</b>	<b>73,390</b>	<b>72,847</b>	<b>72,968</b>	<b>74,726</b>	<b>66,389</b>	<b>67,785</b>	<b>67,233</b>
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	1,395	230	230	230	230
<b>Patrimonio</b>	<b>82,172</b>	<b>90,505</b>	<b>90,553</b>	<b>89,686</b>	<b>86,484</b>	<b>86,451</b>	<b>88,254</b>	<b>89,309</b>
<b>Resumen de Resultados</b>								
Ventas	152,239	168,051	159,660	142,359	98,550	108,349	134,031	139,500
Costo de ventas	-123,078	-133,991	-129,677	-116,857	-81,247	-90,180	-109,905	-114,390
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(18,867)	(19,926)	(22,059)	(21,633)	(16,329)	(17,297)	(20,376)	(21,201)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>10,294</b>	<b>14,134</b>	<b>7,925</b>	<b>3,869</b>	<b>974</b>	<b>872</b>	<b>3,750</b>	<b>3,909</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	315	185	944	1,006	-1,045	-844	837	825
Gasto Financiero del período	(4,064)	(2,484)	(2,305)	(2,265)	(3,050)	(3,189)	(2,159)	(2,665)
Impuestos a la renta	(2,788)	(3,338)	(3,614)	(2,164)	(812)	(711)	(709)	(743)
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>3,788</b>	<b>9,640</b>	<b>4,041</b>	<b>521</b>	<b>-3,762</b>	<b>(3,795)</b>	<b>1,703</b>	<b>1,442</b>
Otros resultados integrales	0	397	345	431	0	701	100	100
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>3,788</b>	<b>10,037</b>	<b>4,386</b>	<b>952</b>	<b>-3,762</b>	<b>-3,094</b>	<b>1,803</b>	<b>1,542</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>								
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>23,607</b>	<b>26,431</b>	<b>19,762</b>	<b>12,380</b>	<b>9,121</b>	<b>8,763</b>	<b>10,829</b>	<b>10,995</b>
(-) Gasto Financiero del período	-4,064	-2,484	-2,305	-2,265	-3,050	-3,189	-2,159	-2,665
(-) Impuesto a la renta del período	-2,788	-3,338	-3,614	-2,164	-812	-711	-709	-743
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>16,754</b>	<b>20,609</b>	<b>13,843</b>	<b>7,951</b>	<b>5,258</b>	<b>4,864</b>	<b>7,961</b>	<b>7,587</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	2,592	-15,961	-4,616	-1,897	5,993	5,343	-6,744	-2,471
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>19,346</b>	<b>4,647</b>	<b>9,227</b>	<b>6,054</b>	<b>11,251</b>	<b>10,207</b>	<b>1,217</b>	<b>5,116</b>
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	315	185	944	1,006	693	525	837	825
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-1,738	-1,369	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-985	0	0	99	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-3,571	-1,495	-5,088	-1,788	-131	-133	0	-487
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-12,315	-5,277	-7,382	-6,501	-2,407	-2,129	-3,425	-4,032
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	-150	-100	-42	-23	-31	-45	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>2,790</b>	<b>-2,089</b>	<b>-2,399</b>	<b>-1,173</b>	<b>7,645</b>	<b>7,070</b>	<b>-1,416</b>	<b>1,422</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	434	2,292	827	-766	178	-4,542	-1,217	-1,514
VENTAS Y OTRAS INVERSIONES NETO	-3,386	2,385	-351	689	199	69	-765	92
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-162</b>	<b>2,588</b>	<b>-1,923</b>	<b>-1,250</b>	<b>8,022</b>	<b>2,597</b>	<b>-3,398</b>	<b>0</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>6,386</b>	<b>8,974</b>	<b>7,051</b>	<b>5,801</b>	<b>13,823</b>	<b>8,398</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>
<b>Indicadores</b>								
Patrimonio Tangible	72,778	82,620	81,280	79,904	77,311	77,245	78,476	79,707
% crecimiento en ingresos operativos	-12.2%	10.4%	-5.0%	-10.8%	-23.0%	-23.9%	23.7%	4.1%
MARGEN EBIT (%)	6.8%	8.4%	5.0%	2.7%	1.0%	0.8%	2.8%	2.8%
MARGEN EBITDA (%)	15.5%	15.7%	12.4%	8.7%	9.3%	8.1%	8.1%	7.9%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.12	9.30	7.01	4.51	2.72	2.53	4.69	3.85
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5.81	10.64	8.57	5.47	2.99	2.75	5.02	4.13
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	5.81	10.64	8.57	5.47	2.99	2.75	5.02	4.13
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual	1.35	1.29	1.77	2.88	3.48	3.41	2.65	2.47
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual	1.08	0.95	1.41	2.41	2.09	2.45	2.19	2.02
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	28%	27%	28%	28%	29%	26%	25%	23%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.61	0.97	0.55	0.31	0.21	0.19	0.29	0.29
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.71	0.22	0.37	0.24	0.45	0.41	0.04	0.20
Reserva en CASH+líneas 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)	0.31	0.28	(0.05)	0.05
Reserva en CASH+líneas 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)	0.31	0.29	(0.08)	0.06

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 financieros 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