

Ecuador
 Emisión Obligaciones

Continental Tire Andina S.A.
(ERCO)

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Quinta Emisión de Obligaciones	AA	N/A	N/A

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación
Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

Resumen Financiero

(Millones USD)	2009	2010	2011	Jul-12
Activos	86.2	98.1	127.2	138.7
Ventas	104.1	123.2	197.5	117.2
Margen EBITDA (%)	9.2	0.2	6.7	9.4
ROA (%)	1.9	-7.5	2.2	3.8
Deuda /Capitalización (%)	27	50	54	48
Deuda Financiera Total /FFO (x)	2.1	-14.2	4.4	2.5

Quinta Emisión de Obligaciones	
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.
Monto Original:	USD 8,000,000
Plazo:	1.800 días (5 años)
Cupón de Interés:	7,75% Anual Fija
Pago de Capital:	Semestral, a partir de 180 días de la emisión
Pago de Interés:	Trimestral, a partir de 90 días de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de Pasivos e Inversión en Activos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Casa de Valores Produvalores S.A.
Agente Colocador:	Casa de Valores Produvalores S.A.
Agente Pagador :	Continental Tire Andina S.A. a través de Decevale (Emisión Desmaterializada)
Rep. Obligacionistas:	Global Advise Cia. Ltda.

Actividad del Emisor: Empresa industrial fabricante de neumáticos para vehículos pesados y livianos.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador; (593 2) 226 97 67 ext. 103
ppinto@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador; (593 2) 226 97 67 ext. 108
loliva@bwratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados a diciembre 2011, según normas NIIF y estados financieros interinos e información adicional con corte a Julio 2012, de **Continental Tire Andina S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió otorgar la calificación de “AA” (**Doble A**) a la Quinta Emisión de Obligaciones Generales, la cual se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de “AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”.

La calificación otorgada es una calificación en 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.

La calificación se fundamentó en los siguientes argumentos:

El posicionamiento de la empresa en el mercado local y su capacidad de diversificar sus ventas hacia mercados de exportación de la Región Andina y otros de Latinoamérica, le han permitido cumplir con las expectativas de ventas y generación planteadas luego de la crisis laboral que se inició en julio del 2009.

Los planes de producción y estrategias comerciales enunciados a raíz de la integración con Continental AG en el segundo semestre del 2009, se están consolidando a partir del 2011. La renovación del portafolio de llantas livianas de tipo radial y la producción de llantas de camión radial, ha permitido a la empresa finalmente incursionar en un mercado con demanda insatisfecha y posibilidades de crecimiento.

Continental Tire Andina es una empresa de larga trayectoria con fuerte presencia en el mercado local y capacidad de expandir sus ventas a la Región Andina, uno de los nichos que mayor crecimiento presenta en los

FECHA COMITE: 30/Agosto/2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Julio/2012

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



dos últimos años y cuya tendencia, aunque en menores niveles, se espera se mantenga a mediano plazo.

La empresa mantiene una participación de mercado en el país cercana al 40%. Es el mayor proveedor de los ensambladores de vehículos locales. Desde el año anterior la compañía se ha beneficiado de la política arancelaria del Gobierno que funciona como barrera de entrada para los productos importados, siendo Continental el único productor local.

Alrededor del 35% de los ingresos de Continental Tire Andina S.A, provienen de las exportaciones. La empresa ecuatoriana es estratégica para el Grupo Continental tanto por las condiciones de producción como por su ubicación geográfica como centro de distribución a otros mercados.

Por lo dicho consideramos que las perspectivas de ventas y de generación de la empresa a mediano plazo serían positivas y mantendrían una tendencia creciente y sustentable en el tiempo. Estas perspectivas justificarían las inversiones presupuestadas en CAPEX que además serían necesarias para cumplir con los objetivos planteados.

Se espera que la generación de EBITDA se vaya fortaleciendo en el tiempo, lo cual junto con la política de endeudamiento y de reinversión de resultados y de inversión en CAPEX, como se establece en las proyecciones, permitan un desempeño positivo de los indicadores de endeudamiento tanto frente al EBITDA como al Patrimonio Neto Tangible.

El comportamiento esperado del EBITDA y de ser necesario, una adecuada estructura de deuda, permitiría estabilizar los indicadores de liquidez en los niveles más adecuados.

Las expectativas sobre un EBITDA menos volátil y fortalecido se sustentan no solo en el aumento de las ventas sino también en la capacidad esperada de la empresa para al menos mantener el margen bruto bajo las nuevas perspectivas de mercado y su diversificación de plazas y productos. Así mismo se considera la capacidad de controlar y diluir los gastos operativos.

La perspectiva de la calificación es positiva y se esperaría que ésta se concrete en un aumento de calificación una vez que se observe que las relaciones de endeudamiento y liquidez se hayan estabilizado.

Además, el respaldo demostrado de la Casa Matriz la cual ha refinanciado y apoyado a la sucursal del Ecuador en momentos de crisis, significan una ventaja comparativa frente a otras empresas que no cuentan con dicho soporte.

▪ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

El Comité de Calificación de Enero 08, 2009, redujo la calificación originalmente otorgada a la primera emisión de obligaciones de AA+ a A+ por la presión en los indicadores de endeudamiento y liquidez observada en cifras a Octubre 31, de 2008. Factores que contribuyeron

a este comportamiento: altas inversiones en activos fijos que no rindieron fruto en ese año, apreciación del dólar de Estados Unidos, menores ventas al exterior y reducción del margen bruto por un importante incremento en el precio de la materia prima.

A partir del segundo semestre del 2009, se concreta la integración de la empresa con Continental AG lo que ha significado un desarrollo comercial y productivo importante para la empresa emisora.

El 31 de julio 2009, se inician los problemas laborales con la toma de las instalaciones y el inicio de la huelga.

Durante el primer trimestre del 2011, se realizó el último desembolso de los valores que se pagaron a los empleados para dar fin con el problema laboral.

El Comité de Comercio Exterior (COMEX) en Agosto del 2011 decretó las resoluciones No. 17 y No. 18 que establecen la emisión de licencias para la importación de vehículos y sus partes. El objetivo de esta medida apunta a reducir en un 20% la importación de vehículos y en un 5% la importación de partes para el ensamblaje (CKDs).

La resolución del COMEX se aplica para 44 partidas arancelarias en las que, además de llantas y vehículos, incluye a piezas y partes automotrices televisores y equipos de frío. Los sectores que más demandan cupos y licencias de importación son el automotor y el de las llantas.

En el mes de septiembre 2011, el Ministerio de Industrias y Productividad lanzó un programa de reencauche con el que espera incrementar al doble la reutilización de neumáticos por medio de procesos de reencauche. Existen 11 empresas y 14 plantas que realizan este proceso. Con el Programa RENOVA, se espera disminuir en USD 30 millones la importación de neumáticos en el 2012.

El COMEX realizó hasta el mes de Octubre de 2011 nuevas reformas a la Ley, las mismas que se incorporaron en las resoluciones No. 24 y No. 30. El propósito de este nuevo dictamen fue reducir el número de partidas que requieren licencias para importar. En el caso del sector automotor la medida se mantuvo dado que es el que concentra el mayor volumen de importaciones.

De acuerdo a la resolución No.24, las personas naturales o jurídicas que importen CKDs o vehículos destinados a transporte público que pertenezca al Programa de Renovación del Parque Automotor "RENOVA" estarán exentos de solicitar licencias de importación.

Mediante resolución No. 65 y No. 66 (Junio 2012), el COMEX establece cupos de importación no sólo en dólares como estaba previsto, sino también en unidades tanto para vehículos importados como para CKDs. Estos parámetros deberán ser respetados para poder nacionalizar las mercancías. En esta resolución no se incluyen neumáticos.

El COMEX pretende implementar un mecanismo que permita monitorear a los ensambladores de vehículos a

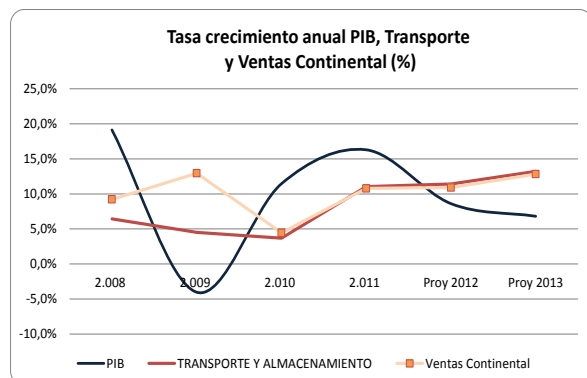
fin de que se les aumente la tarifa arancelaria cuando no incrementen el porcentaje de producto ecuatoriano dentro de un período determinado. Mientras se desarrolla esta nueva metodología, todas las importaciones de CKDs deberán pagar el arancel mínimo.

En el caso de los neumáticos se estableció un arancel específico entre USD 0.90 y USD 1.20 por kilo neto, dependiendo del tipo del producto. El COMEX aprobó el diferimiento arancelario a 0% de arancel para tres gremios (federaciones de transporte público y pesado). Sin embargo, las federaciones no han hecho uso de los cupos para la importación directa hasta junio 2012. Los procesos de importación son complejos y los proveedores internacionales generalmente venden a sus subsidiarias directamente, como en el caso de Continental.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA



El sector automotor en el Ecuador ha sido uno de los más dinámicos y crecientes de los últimos años, desde que la economía del país entró en régimen de dolarización. Este sector contribuye de forma importante al PIB tanto por las ramas industriales como por la comercial, genera fuertes encadenamientos con sectores anexos, es fuente de numerosas plazas de trabajo y uno de los que más aportes da al Fisco.

Pese a que para el año 2012 el sector automotor espera un decrecimiento de las ventas de vehículos, existe un amplio mercado de reposición en el país, dado el crecimiento y dinamismo del parque automotor de la última década,

En relación al sector de neumáticos específicamente, éste se ha beneficiado del incremento del parque automotor y en general ha crecido al ritmo de crecimiento del sector transporte. Al observar el gráfico anterior, se puede ver que el comportamiento de las ventas de Continental a partir del año 2010 y con proyección hasta el 2013, muestra una relación cercana al comportamiento del sector Transporte y Almacenamiento con tasas de crecimiento anual superiores al 10%. El sector Transporte se analiza como actividad económica que participa del PIB, considerando cifras en términos corrientes.

La oferta de neumáticos en el país está compuesta por los productos fabricados localmente y por los importados.

La industria local la conforma únicamente una empresa productora de neumáticos que es Continental Tire Andina. El resto de la oferta se complementa con neumáticos importados de diversas marcas, los cuales se han encarecido por las medidas arancelarias del Gobierno en el último año.

Esta industria es intensiva en uso de capital y con necesidades permanentes de inversión para mantenimiento y renovación. Tanto la industria como el comercio de llantas tienen importantes barreras de entrada por las necesidades de inversión, y en la parte comercial por las dificultades que generan los trámites de importación, la necesidad de licencias y de asociación a casas productoras internacionales.

La principal materia prima utilizada en la elaboración de neumáticos es el caucho natural. La producción mundial de caucho natural se concentra en países asiáticos principalmente Tailandia. El 30% del consumo proviene de China. El caucho natural es indispensable en la fabricación de algunos elementos de la llanta. La dificultad de la industria en adaptarse a la escasez de esta materia prima y el crecimiento de la demanda con la recuperación del sector automotor a nivel mundial provoca alza de precios.

Aunque no tiene una relación directa con la producción de petróleo, los precios de este "commodity" sí han mantenido una curva similar a la del crudo. En los últimos años los precios muestran un comportamiento volátil. La perspectiva para el año 2012 es una tendencia de las cotizaciones a la baja.

En cuanto a la demanda de neumáticos, ésta está ligada al crecimiento de la industria automotriz que ensambla vehículos localmente (equipo original) y al mercado de reposición. En general el mercado maneja un nivel de demanda predecible y creciente.

Es necesario establecer que existen dos sub segmentos dentro de la demanda de neumáticos, los vehículos livianos y los de transporte público y pesado.

El crecimiento del sub segmento de vehículos livianos está ligado en general a la estabilidad de factores macro económicos, al nivel de empleo, y a las facilidades de financiamiento que otorgue el sistema financiero o las casas comerciales. Aun si el mercado de vehículos nuevos livianos se desacelerara en el año 2012 como prevé la industria, el mercado de llantas cuenta con una amplia demanda por reposición.

La tasa de renovación del parque automotor en el Ecuador es del 10% anual. Según información del Servicio de Rentas Internas, al mes de febrero 2012 el parque automotor total del Ecuador asciende a 2.542.293 vehículos.

Por otra parte, el segmento de vehículos de transporte público y pesado depende en general del movimiento del sector industrial, la inversión pública y por ende los ingresos que perciben la economía y el Gobierno.

Según información del Ministerio de Industrias y Producción, el sector de transporte pesado cuenta con 150 mil unidades que demandan 1,5 millones de neumáticos anualmente. Esta demanda se cubre en su mayoría por productos importados (25%), producto reencauchado (17%) y la producción local (15%). Según datos del MIPRO existe una demanda insatisfecha de más del 40%.

Por esta razón y por el ahorro que podría significarle al Gobierno, al final del 2011 se lanzó un programa de reencauche y reutilización de neumáticos para el transporte pesado que espera incrementar la oferta y la demanda de este producto, dando apoyo a las empresas reencauchadoras y capacitación a transportistas para que demanden este producto. Con este proyecto el Gobierno espera duplicar la oferta de llantas reencauchadas en el mercado nacional.

Si bien existen algunas amenazas en el mercado por la posible desaceleración del crecimiento del sector automotor en este año y el incentivo al reencauche, en general el mercado de Continental se muestra creciente y con oportunidades locales y regionales, siendo los neumáticos indispensables en países como el Ecuador cuya industria y comercio se mueve por medios terrestres.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Continental Tire Andina S.A. se constituyó el 31 de julio de 1955 bajo el nombre de Ecuadorian Rubber Company y está domiciliada en Cuenca. En 1972, se tradujo el nombre a castellano por Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A. Más tarde se determinó como siglas de distinción y manera de expresar su razón social ERCO.

Luego de que Continental AG en junio del 2009 consolidó la mayor parte de las acciones de la empresa local, se realizó el cambio de nombre a Continental Tire Andina S.A., nombre que va de acuerdo a la política internacional del Grupo, vinculando a la compañía con la marca y el socio principal y que mantiene en la actualidad.

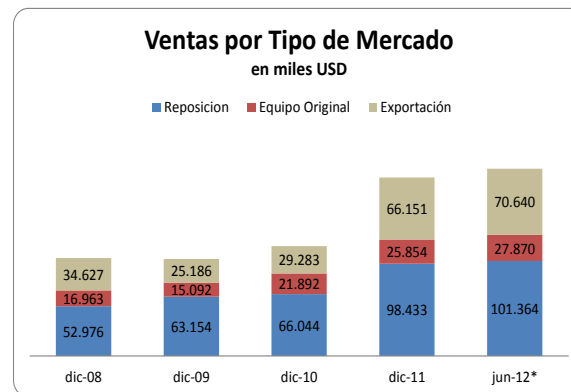
La actividad de la Compañía, de acuerdo a su objeto social, es la fabricación de llantas y artículos conexos. A partir de la adquisición de la mayoría de acciones de Continental Tire Andina S.A. por parte de Continental AG de Alemania, la empresa se ha beneficiado aun más de asistencia técnica y apoyo en tecnología en productos y procesos.

A través de su principal socio, la Compañía tiene acceso a marcas de neumáticos reconocidas a nivel mundial. Los diseños y especificaciones de los productos que se fabrican en la planta de Ecuador, son los mismos que usa Continental en las diferentes plantas alrededor del mundo.

Las ventas están dirigidas a tres mercados:

- Mercado de reposición
- Mercado de equipo original
- Mercado de exportaciones

Como se demuestra en el siguiente cuadro, las ventas por exportaciones crecen de forma importante en los años 2011 y 2012 (proyección junio). Al mes de junio 2012, el mercado de reposición representó el 51% de las ventas en dólares, mientras que equipo original fue el 14% y exportaciones el 35%. Actualmente, la Compañía exporta a los países de la Región Andina (Colombia, Chile, Venezuela, Perú y Bolivia), México y Brasil.



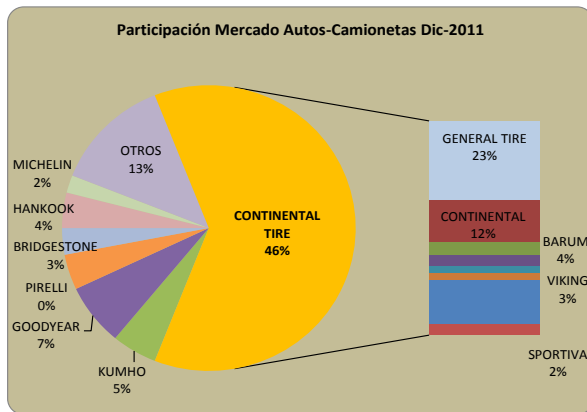
* Jun-12: cifras de junio anualizadas sin considerar factores estacionales
Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Continental ofrece alrededor de 360 artículos diferentes en siete familias de productos, de los cuales la mayor parte representa producción nacional. Sus productos cubren todos los sectores de mercado: autos livianos, camionetas y camiones, y en cada una de estas líneas comercializa las llantas convencionales y radiales. La empresa se ha enfocado en mantener una amplia gama de productos que satisfaga todas las necesidades del mercado. La política establecida menciona que se deben importar todas aquellas medidas de neumáticos que no se producen en la planta.

Como un complemento a la producción de llantas, Continental Tire Andina mantiene una red comercial en las principales ciudades del país. Utiliza un sistema de distribución de acuerdo a sus diferentes productos y marcas, con la red de ERCO Tires; CONTI Truck y TODA Llanta.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

El mercado de llantas está dividido en dos grandes segmentos, el primero llamado PLT (Passenger and Light Truck) es decir llantas para auto y camioneta y el segundo segmento es el de vehículos pesados o comerciales llamado CVT (Commercial Vehicles Tires).



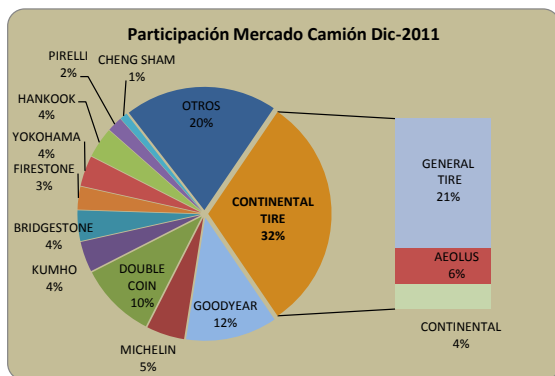
Fuente: CTA; Elaborado: BWR

*De acuerdo a información del emisor no hay cambios en la participación de mercado a junio 2012.

Continental Tire Andina mantiene un fuerte posicionamiento y es líder en el mercado, no solo por ser la única planta productora de llantas en el país sino porque ha sabido segmentar de forma adecuada su mercado con claras políticas de comercialización.

En el 2011 la participación de la empresa en el mercado PLT es del 46%, mientras que en la línea de vehículos pesados su participación es de 32%.

De acuerdo a la estrategia de mercadeo de la empresa, cada uno de estos segmentos está dividido en sub segmentos de mercado. Las diferentes marcas comercializadas tienen un nicho específico de acuerdo a cuatro categorías (Premium, Value Best, Value Better, Budget) que se diferencian por características definidas del consumidor. Su posicionamiento de precios está de acuerdo a estas cuatro categorías, utilizando como base a la categoría Value Best.



Fuente: CTA; Elaborado: BWR

*De acuerdo a información del emisor no hay cambios en la participación de mercado a junio 2012.

Una de las estrategias más importantes de Continental Tire Andina ha sido la consolidación como proveedores de las ensambladoras de vehículos de la Región Andina como son General Motors, Aymesa y Maresa.

También es importante mencionar que la empresa posee un alto potencial de crecimiento en la Región Andina en especial con llantas de camión radial, de manera que se

justificaría la expansión de la planta de producción que actualmente opera al 100%.

A partir de la decisión del Gobierno de establecer aranceles a los neumáticos importados, Continental tiene una ventaja competitiva que le permite un manejo más flexible de precios y márgenes frente a sus competidores.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Continental Tire Andina es sucursal de 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.

La empresa ecuatoriana tiene importancia para la casa matriz debido a que abastece llantas para el mercado de la Región Andina con la producción específica de ciertos tipos de neumáticos. Por otro lado, la ubicación de la planta en Ecuador constituye un tema estratégico para sus mercados naturales de exportación.

La empresa no es miembro de ningún grupo económico local, pero comparte el accionista mayoritario quien mantiene un 49.98% en Andujar. Esta última es a su vez el accionista principal de varias empresas entre las que están los distribuidores asociados que realizan la comercialización de sus productos en distintas ciudades del país. Andujar también es el accionista principal de una plantación de caucho, de una empresa de reencauche y de una comercializadora de llantas importadas.

Existe relación administrativa con Globallantas quienes brindan el servicio de comercialización.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La empresa mantiene una estructura accionarial abierta, tiene 475 accionistas y cotizan en las Bolsas de Valores locales, con un valor por acción de USD 1. Los principales accionistas con más del 10% de participación son los siguientes:

Estructura Accionarial			
Nombre	País	%	
General Tire Intertanional Company	USA	32	
Continental Tire The Americas LLC	USA	19	
Empronorte Overseas INC	PAN	15	
Otros menos 10%		34	
TOTAL		100	

Continental AG es el mayor accionista de General Tire Int., y de Continental Tire de las Américas LLC. 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 y además maneja un canal de distribución regional bien establecido.

Continental AG está calificada a nivel internacional por Fitch con una calificación de BB con tendencia estable. Esta calificación está por sobre el riesgo soberano de Ecuador. Las calificaciones internacionales no son comparables con la calificación local.

El soporte de los accionistas de Continental Tire Andina se vio reflejado en el 2010 a través de un refinanciamiento de cuentas por pagar por inventarios con un préstamo revolvente de corto plazo, el cual en los últimos meses fue refinanciado a tres años y ahora se encuentra contabilizado como préstamo de largo plazo.

Históricamente no se han realizado repartos de dividendos. Sin embargo, al ser una estructura de capital abierta, si un accionista solicita el pago de dividendos la empresa está en obligación legal de hacer el reparto. De darse este caso, como se ha visto en algún período anterior, el accionista mayoritario puede capitalizar la porción mayor de las utilidades y el accionista minoritario podría recibir al menos el 50% de las utilidades no capitalizadas. Según la resolución de la Junta de Accionistas de marzo 2012, las utilidades del 2011 fueron capitalizadas y no se realizó reparto de dividendos.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La participación mayoritaria accionarial de Continental AG se evidencia también en el estilo de gobierno corporativo. La empresa local se maneja dentro de un marco nacional, pero con una visión global de la compañía multinacional presente en varios países. La posición del Ecuador es estratégica dentro de la Región Andina, tal es así que las exportaciones han crecido de forma importante en los últimos dos años.

De acuerdo a las últimas proyecciones entregadas, la Administración mantiene la perspectiva de realizar inversiones en la planta de Ecuador durante los siguientes años.

Se reconoce en el personal gerencial una fortaleza por ser profesionales con experiencia y conocimiento del mercado en el que se desenvuelve la empresa.

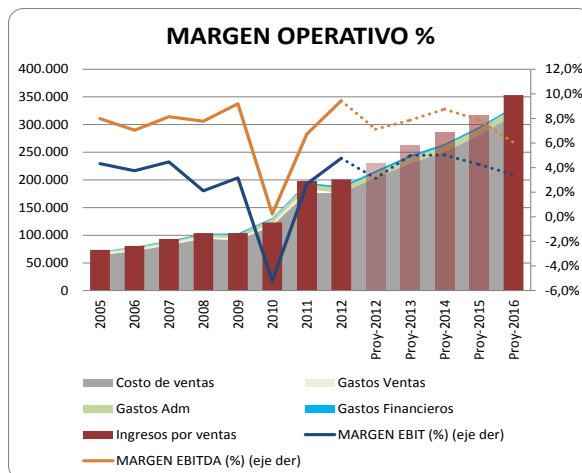
Después de los problemas laborales registrados en el 2009 y 2010, y fruto de las estrategias de negociación, actualmente la Administración maneja relaciones adecuadas con el Comité de empresa. El Vigésimo Contrato Colectivo se firmó el 30 de marzo de 2012 y tiene una vigencia de 2 años. Esta vez la negociación se realizó de manera directa y sin un pliego de peticiones de por medio.

A julio 2012, la Compañía cuenta con 1.108 empleados directos, de los cuales 216 trabajadores participan en el Comité de Empresa.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009, 2010 y 2011 por firma Delloite & Touche presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades. También se ha analizado información interina a Julio 2012, bajo normas NIIF.

▪ **Gestión Operativa**



* 2012: cifras de julio, anualizadas sin considerar factores estacionales

Al mes de julio 2012 las ventas de Continental ascendieron a USD 117,213 M, al anualizar esta cifra y sin considerar ningún factor estacional se prevé que la empresa podría alcanzar un monto de ventas similar al del año 2011. La recuperación de las ventas no solo locales sino también de las exportaciones en los años 2011 y 2012 refleja la capacidad de crecimiento que tiene la compañía en sus mercados naturales, beneficiándose del dinamismo del sector automotor.

Además, las medidas arancelarias impuestas por el Gobierno a productos importados así como la política de apoyar a la producción local han servido de barrera de entrada a nuevos competidores y encarecido a los neumáticos provenientes de otros países.

De esta forma el volumen de ventas pasó de USD 123 MM en el 2010 a cerca de USD 200 MM en el 2011 y según las proyecciones analizadas se espera que al final del presente año la compañía alcance un 15% de crecimiento anual.

La capacidad de la empresa de trasladar incrementos de costos a los precios finales, así como la ventaja competitiva generada por los aranceles, han aportado a la mejora de los márgenes en el primer semestre 2012. Al mes de julio de este año, el margen bruto fue de 12.19%, que significó un incremento de 1.4 puntos porcentuales en relación al margen de dic-11. Esta mejora se debe, en parte, a que la empresa pudo realizar ajustes de precios en el primer trimestre del año, y por otra parte a cotizaciones más bajas del caucho natural, comparativamente a lo observado en el 2011. Además, en este año no se han registrado pagos extraordinarios al personal que afecten al costo de mano de obra, como sí sucedió en el 2011.

La proyección margen bruto hasta finalizar el año es más conservadora y mantiene un porcentaje similar al de diciembre 2011, pese a que los precios de la materia prima se encuentran con tendencia a la baja.

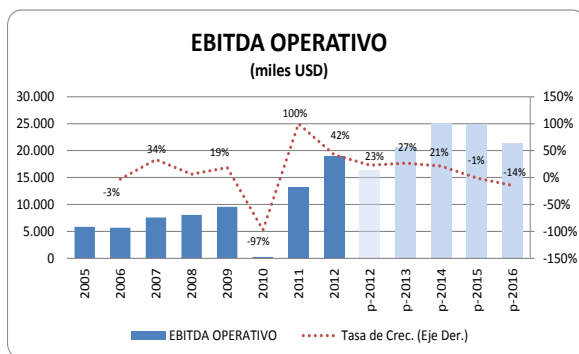
La generación de resultados este año se ha beneficiado también por un menor monto de gastos operativos, los

cuales muestran una disminución de 15% con respecto a julio 2011. La relación de gastos operativos sobre ventas disminuye a 7.43% a jul-12 frente a 9.62% de jul-11. El desempeño del gasto obedece a varios factores: en el primer semestre del 2011 se registraron los últimos gastos de personal relacionados a la huelga, lo cual no se repitió en el 2012; se cambia la línea de contabilización de los impuestos a la salida de divisas hacia el costo de ventas (referente a pago de materias primas y producto terminado) y éstos se diluyen en el fuerte crecimiento de las ventas de este período frente a los períodos anteriores.

Es importante señalar que a partir de la aplicación contable de las normas NIIF, la empresa está registrando gastos en bienes de capital como gastos operativos del período, los cuales antes se registraban como gasto de inversión y podían ser activados, ahora son reconocidos directamente en el P & G en el período en el que se incurren.

De acuerdo a las proyecciones analizadas, en los períodos siguientes estiman que la relación del gasto operativo sobre ventas sea de 7.4% en promedio anual, incluyendo los gastos generados por las inversiones previstas.

De esta forma el EBITDA OPERATIVO generado hasta julio 2012 representa el 83% del EBITDA del año 2011, y ascendió a USD 11.0 MM. Según las proyecciones, hasta diciembre 2012 la empresa espera alcanzar un EBITDA de USD 16.3 MM, a pesar de que si se anualiza el monto de julio, y de continuar el mismo ritmo de crecimiento de ventas en el segundo semestre del año, éste monto podría ser de USD 19 MM. Aun con los resultados positivos a julio, la empresa mantiene una perspectiva conservadora hasta finalizar el año.



* 2012: cifras de julio, anualizadas sin considerar factores estacionales

El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento histórico que ha sido volátil, influenciado principalmente por los períodos de paralización de la planta de producción. Además, la dependencia de la variabilidad de los precios del caucho ha sido otro factor que influencia directamente en la variación del EBITDA.

En el 2010, como consecuencia de la huelga de trabajadores el EBITDA fue apenas de USD 276 M. El crecimiento del EBITDA en el 2011 refleja el efecto rebote, una vez que las ventas alcanzaron niveles reales con la producción total de la planta. En lo que va del 2012 se han superando las expectativas de ventas, y pese

que la proyección del año es conservadora, el resultado a julio muestra que este período será de importante crecimiento en la generación de utilidades.

Las proyecciones para los siguientes años son también conservadoras, éstas consideran que se mantendría el margen bruto y el peso del gasto operativo en niveles similares a los observados en este año. El crecimiento promedio de las ventas de 11% se sustenta en el incremento de volúmenes esperado tanto en el mercado local como en la Región Andina. La diversificación de las ventas por mercados y por productos permitiría en el futuro atenuar la volatilidad del EBITDA.

El crecimiento de las ventas observado hasta ahora y que se espera se mantenga en los siguientes años según la proyección, justifica las inversiones realizadas y por realizarse en la planta para la producción de llantas PLT y de Camión Radial, que la compañía ha hecho desde el año 2010.

En relación a los ingresos y egresos no operativos, éstos no han sido significativos, en general han aportado como resultado no operativo neto con menos del 1% de las ventas. Los otros ingresos provienen principalmente de contratos de asistencia técnica, intereses ganados, ventas de desperdicio y otras ventas brutas. Al mes de julio 2012 el resultado no operativo neto es cercano a cero.

El peso del gasto financiero sobre las ventas al mes de julio es de 1.8%. La relación del costo financiero frente al promedio de deuda financiera ha variado conforme a la composición del endeudamiento. Desde que la empresa ingresó a mercado de valores ha podido manejar costos financieros más estables y convenientes en cuanto a tasa y plazo frente a las opciones de deuda bancaria. La nueva emisión de obligaciones propuesta contribuirá a mejorar el costo financiero una vez que se realice parte de la sustitución de pasivos.

La utilidad neta alcanzada al mes de julio 2012 representa el 108% de la utilidad del 2011 y el 71% de la utilidad proyectada hasta finalizar el año. El índice de rentabilidad sobre patrimonio a jul-12 fue 13.39% y sobre activos 3.89%, los mejores indicadores desde el año 2007.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

Los activos totales de Continental Andina ascendieron a USD 138,747 M a julio 2012. Los activos líquidos representan el 70% del balance, de los cuales los más importantes por participación son las Cuentas por cobrar y los inventarios.

Las cuentas por cobrar a jul-12 ascendieron a USD 43.8 MM, siendo el 32% del activo total. En general, la cartera de clientes de Continental es diversificada, la empresa mantiene relaciones comerciales de larga trayectoria con la mayor parte de sus clientes, en especial los más grandes. El 68% de la cartera corresponde a cuentas por cobrar a terceros y el 32% son cuentas a

relacionadas, que se refiere principalmente a las exportaciones.

Los días de rotación promedio de la cartera comercial a julio 2012 fueron 81 días, indicador similar al promedio histórico. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas por tipo de producto y si las ventas son locales o exportaciones. En llantas de vehículos livianos la política de crédito es de 30 a 90 días, en llantas de camión se extiende hasta 120 días y en exportaciones es hasta 90 días. No ha habido un cambio en la política comercial recientemente.

Los inventarios ascendieron a USD 38.3 MM, siendo el 28% del activo total. La empresa proyecta mantener inventarios que representen alrededor del 30% del activo en los siguientes períodos, en especial de producto terminado.

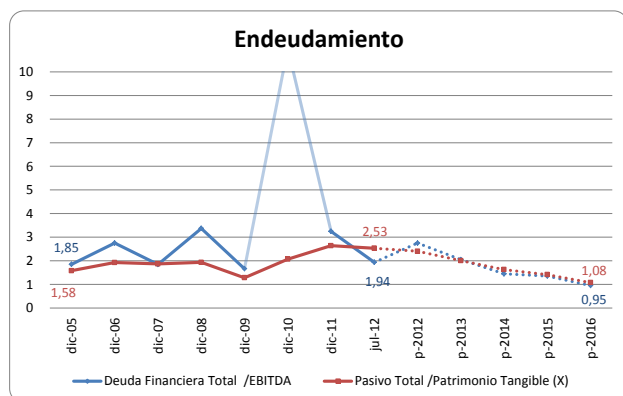
Según la información del emisor los inventarios de producto terminado son de rápida realización. La materia prima puede ser fácilmente comercializada. En el proceso de fabricación de los neumáticos se utiliza materias primas que en un 95% son importadas.

La rotación de inventarios promedio histórica ha sido alrededor de 80 días. En el primer semestre 2012, la rotación ha sido algo mayor influenciado por el fuerte crecimiento de ventas de los últimos períodos.

El activo de largo plazo representa el 30% del activo consistentemente con la naturaleza industrial de la compañía. El valor de la Propiedad, Planta y Equipo ascendió a USD 39.8 MM. La planta de producción ha sido adecuada para la producción de llantas de camión radial y ahora se está invirtiendo para incrementar la producción, pues trabaja a cerca del 100% de capacidad.

Otros activos son menos representativos, destacando la participación de impuestos tanto corrientes como diferidos, son el 7% del activo total a jul-12.

ENDEUDAMIENTO



El pasivo financia el 70% del activo de Continental a jul-12. El nivel de deuda disminuye en este período en relación a lo observado a dic-11, principalmente gracias a la recuperación de la generación propia del negocio que le ha permitido a la compañía disminuir y pagar algo de la deuda.

La estructura de endeudamiento es mayormente de largo plazo lo que le ha dado a la empresa más flexibilidad financiera y le permite programar de mejor forma sus pasivos.

El 50% de la deuda financiera corresponde a un préstamo de la Casa Matriz Continental AG de Alemania, otorgado en un momento en que la empresa requirió financiamiento. Este préstamo en el último mes fue reprogramado y ahora es a 3 años plazo, de acuerdo a contrato firmado con la compañía matriz.

Además, Continental mantiene endeudamiento bancario con cuatro instituciones bancarias locales, las cuales le dan financiamiento de hasta 180 días con créditos reprogramables y líneas abiertas. También tienen líneas de crédito para capital de trabajo hasta por 36 meses con tabla de amortización. La empresa es considerada buen riesgo de crédito en el sistema, sin embargo los créditos son respaldados por activos a través de un fideicomiso.

Otra fuente importante de financiamiento ha sido el mercado de valores, donde la empresa ha tenido una larga participación, con éxito en sus procesos de colocación y un reconocido nombre en el mercado. La nueva emisión de obligaciones propuesta servirá en parte para el reemplazo de pasivos e inversión de activos, de esta manera un mayor porcentaje de la deuda será de largo plazo.

En cuanto a la deuda comercial, la empresa cuenta con financiamiento de proveedores que en promedio han financiado 70 días del capital de trabajo. Las proyecciones analizadas son conservadoras y estiman menos días de financiamiento comercial, en promedio 53 días en los próximos años.

Otro pasivo de largo plazo importante lo constituyen las provisiones y reserva para jubilación patronal y desahucio, dada la trayectoria de la empresa y el número de empleados este pasivo tiene un peso importante en relación a otras empresas. Según información del auditor, la compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos.

En general los niveles de endeudamiento han mostrado una tendencia a disminuir desde diciembre 2011, una vez que las condiciones de producción y mercado se normalizaron y las plantas pudieron trabajar a su total capacidad. Al mes de julio 2012, el índice de deuda financiera total sobre el EBITDA fue 1.94. Históricamente este indicador es volátil siguiendo la volatilidad misma del EBITDA explicada anteriormente en este informe. Las proyecciones indican que la empresa continuaría disminuyendo su nivel de endeudamiento en los próximos años, como muestra el gráfico, aunque con respecto hacia finales de año ésta se podría incrementar.

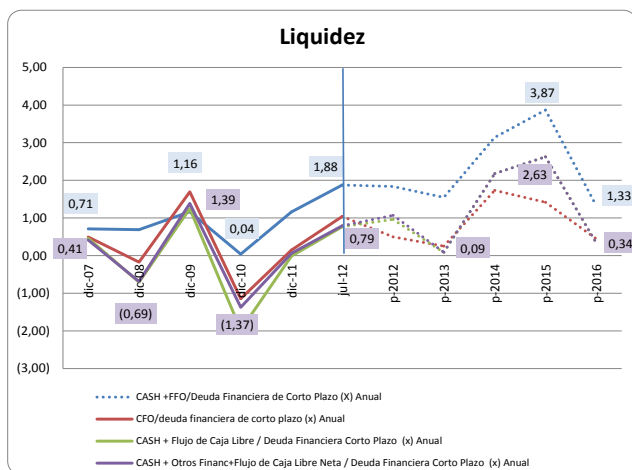
El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento más estable y creciente entre 2009 y 2011, períodos de menor producción de la compañía y en los que tuvo que financiar no sólo la disminución de la generación sino también los efectos económicos de la huelga de trabajadores. En este período el patrimonio

debió absorber una pérdida de cerca de USD 7 MM, sin embargo con la generación de utilidades del 2011 y el primer semestre 2012 la empresa pudo revertir el efecto en el patrimonio y alcanzar el monto de patrimonio que tenían en dic-08 previo a la huelga.

Las proyecciones estiman que el nivel de endeudamiento con respecto al patrimonio tangible irá disminuyendo conforme baje la deuda y se capitalicen las utilidades, hasta llegar a una relación de 1:1 en el 2016. No se espera que se realicen pagos de dividendos en los próximos períodos.

Las proyecciones de endeudamiento analizadas, estiman que la empresa continuará con los planes de expansión de la planta para poder cubrir la alta demanda del mercado.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**



Los índices de liquidez de Continental durante el 2012 han mostrado niveles positivos y crecientes, la generación operativa (CFO) hasta el mes de julio fue suficiente para cubrir los gastos financieros y de impuestos, la variación de capital de trabajo, e incluso la necesidad de inversión de CAPEX del período.

De esta forma la empresa tuvo un flujo de caja libre positivo de USD 1.9 MM con lo que pudo cancelar parte de la deuda financiera, disminuyendo el nivel de endeudamiento contraído en períodos anteriores. Hacia finales de año el CFO representaría alrededor del 50% de la deuda financiera de corto plazo

Históricamente, y en especial en los tres últimos años, la empresa ha mostrado alta volatilidad en sus indicadores de liquidez, por períodos de inestabilidad influenciados por alzas importantes de los precios del caucho y dos períodos en que afrontó procesos de huelga de los trabajadores y varios meses de paralización de la planta. A partir del 2011, la empresa maneja una mayor liquidez que incluso le permite cancelar parte de la deuda financiera. A futuro la empresa espera tener flujos volátiles según los ciclos propios del negocio, pero más altos a los históricos.

La empresa requiere a futuro de inversiones en la planta para continuar creciendo, las cuales absorberían la liquidez de la empresa limitando su capacidad de pago.

Dependiendo de la generación, la empresa requeriría de refinanciamiento total de su deuda financiera de corto plazo pero no mostraría necesidad de financiamiento adicional si se cumplen las expectativas de ventas y se mantienen las políticas de inversión en CAPEX y reinversión de las utilidades.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la percepción de riesgo del emisor en el sistema financiero y del mercado de valores. Cuenta con líneas de crédito no utilizadas en bancos locales las mismas que están respaldadas por activos. Además, el emisor cuenta con el apoyo financiero de la casa matriz en caso de ser requerido como se ha demostrado con el crédito de largo plazo otorgado.

▪ **ANÁLISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS**

La emisión propuesta de Continental tiene garantía general, por tanto estaría respaldada con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, intangibles, pignorados, en litigio, derechos fiduciarios en garantía.

Al mes de julio 2012 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 138,747 M. De este valor, USD 15,038 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 1,236 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de las emisiones de obligaciones vigentes ascendieron a USD 122,472 M. El valor en circulación de las emisiones de obligaciones al mes de julio 2012 es de USD 7,752 M, con lo cual existiría una cobertura de 11.86 veces sobre el monto en circulación de las emisiones. Considerando la nueva emisión la cobertura sería de 7,78 veces.

ACTIVOS	Activos Jul-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	4.391		4.391		4.391
Cuentas por Cobrar	43.852		43.852		43.852
Inversiones Largo Plazo	0		0		0
Inventarios	38.343	3.508	34.835		34.835
Impuestos Anticipados	8.413		8.413		8.413
Pagos Anticipados	1.075		1.075		1.075
Propiedades	39.833	11.530	28.303		28.303
Otras Cuentas por Cobrar	1.071		1.071		1.071
Derechos Fiduciarios	0		0		0
Activos Intangibles	154		154	154	0
Impuestos Diferidos	1.083		1.083	1.083	0
Otros Activos	531		531		531
ACTIVO TOTAL	138.747	15.038	123.709	1.236	122.472
Tercera Emisión de Obligaciones	552				
Cuarta Emisión de Obligaciones	7.200				
Emisión Nueva	8.000				
TOTAL OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN	7.752				
Garantía General / Monto Emisión en Circulación					15,80
Garantía General / Monto Emisión en Circulación + Nueva					7,78

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este



análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

En el caso de la Quinta Emisión de Obligaciones, la Compañía no ha establecido resguardos adicionales a los resguardos de ley.

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

La compañía ha realizado varias emisiones de obligaciones desde el año 1996, las mismas que han tenido buena demanda y han sido colocadas fácilmente. El emisor ha cumplido sus obligaciones en tiempo y forma y la experiencia en el Mercado de Valores ha sido satisfactoria.

La última emisión de USD 8.000 M fue colocada en su totalidad en un mes entre pequeños inversores del mercado e inversores institucionales.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	jul-12
RESULTADOS						
Ventas	93.446	103.875	104.068	123.193	197.522	117.213
% crecimiento	15,4%	11,2%	0,2%	18,4%	60,3%	1,7%
Costos	-82.114	-94.296	-90.594	-117.712	-176.212	-102.923
% crecimiento	14,7%	14,8%	-3,9%	29,9%	49,7%	0,1%
MARGEN BRUTO (%)	12,1%	9,2%	12,9%	4,4%	10,8%	12,2%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.607	8.077	9.572	276	13.306	11.054
MARGEN EBITDA (%)	8,1%	7,8%	9,2%	0,2%	6,7%	9,4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.607	8.077	9.572	276	13.306	11.054
MARGEN EBITDAR (%)	8,1%	7,8%	9,2%	0,2%	6,7%	9,4%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los g	3.439	5.876	6.273	6.694	8.027	5.474
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.168	2.201	3.299	-6.418	5.279	5.580
MARGEN EBIT (%)	4,5%	2,1%	3,2%	-5,2%	2,7%	4,8%
Gasto Financiero del período	-1.535	-1.730	-2.425	-1.714	-2.354	-2.112
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,6%	1,7%	2,3%	1,4%	1,2%	1,8%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing	11,1%	9,0%	12,5%	7,0%	6,7%	9,5%
Impuestos a la renta	-573	-368	-179	-921	-1.200	-449
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	14,0%	20,1%	9,1%	-12,0%	19,8%	24,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	30,9%	60,1%	85,0%	-5,5%	15,7%	27,8%
UTILIDAD NETA	3.516	1.461	1.793	-6.944	2.782	3.017
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3,8%	1,4%	1,7%	-5,6%	1,4%	2,6%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	14,4%	4,5%	4,5%	-18,6%	7,7%	13,4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	5,8%	1,7%	1,9%	-7,5%	2,2%	3,9%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	6.955	7.337	7.380	-2.111	10.295	8.110
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1.388	-7.992	6.339	-10.242	-7.950	-2.368
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	3.412	-9.341	7.621	-18.615	-4.656	1.956
Inversión en Activos Fijos	-2.155	-8.111	-6.098	-6.262	-6.952	-3.800
Otras Inversiones, Neto	0	-575	0	0	-48	15
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no oper	3.412	-9.341	7.621	-18.615	-4.656	1.956
Variación Neta de Deuda Financiera	-3.600	11.516	-8.506	18.508	5.446	-2.342
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	-790	0	-381	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-412	182	1.088	1.101	926	276
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-600	1.567	204	613	1.716	-110
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	7.607	8.077	9.572	276	13.306	11.054
(-) Gasto Financiero del período	-1.535	-1.730	-2.425	-1.714	-2.354	-2.112
(-) Impuesto a la renta del período	-573	-368	-179	-921	-1.200	-449
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.499	5.979	6.968	-2.359	9.752	8.493
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.388	-7.992	6.339	-10.242	-7.950	-2.368
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4.111	-2.013	13.307	-12.601	1.801	6.124
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.456	1.358	1.677	427	543	965
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-579	0	0	-966
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-790	0	-381	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2.155	-8.111	-6.098	-6.262	-6.952	-3.800
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3.412	-10.131	7.621	-18.996	-4.656	1.956
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3.600	11.516	-8.506	18.508	5.446	-2.342
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-412	182	1.088	1.101	926	276
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-600	1.567	204	613	1.716	-110
FFO MARGEN (FFO/ventas)(%)	5,88%	5,76%	6,70%	-1,91%	4,94%	7,25%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	7.607	8.077	9.572	276	13.306	11.054
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	410	1.978	2.173	2.786	4.502	4.391
Activos Totales	64.121	99.944	86.254	98.062	127.200	138.747
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8.316	11.572	7.852	11.006	12.266	10.102
Pasivo financiero Largo Plazo	3.763	12.117	7.276	22.591	26.777	26.598
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	1.956	3.535	829	2.267	4.146	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	14.035	27.224	15.957	35.864	43.188	36.700
Pasivos con Proveedores	13.987	20.329	11.945	17.345	33.702	35.543
Otros Pasivos	9.913	13.274	17.443	11.115	13.188	26.366
Pasivos Totales	37.935	60.827	45.345	64.324	90.079	98.610
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	26.186	39.117	40.909	33.738	37.120	40.137
Patrimonio Tangible	20.299	31.478	35.291	31.043	34.111	38.900
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	5.887	11.174	6.447	4.962	7.154	1.236
Capitalización ****	40.221	66.341	56.866	69.602	80.308	76.837
Pasivos contingente	0	0	0	3.417	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	9.261	7.934	25.083	19.471	15.358
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	64.121	90.683	78.320	72.979	107.729	123.389
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	64.121	90.683	78.320	72.979	107.729	123.389
Emisión de Obligaciones en Circulación	5.358	11.402	7.485	4.627	8.812	7.752
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	10	16	12	16
Límite Legal para Emitir Obligaciones	51.297	72.546	62.656	58.383	86.183	98.711

EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	jul-12
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4,96	4,67	3,95	0,16	5,65	5,23
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3,55	-0,02	1,43	-3,49	2,70	3,43
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4,96	4,67	3,95	0,16	5,65	5,23
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,58	4,46	3,87	-0,38	5,14	5,02
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	3,68	-0,16	6,49	-6,35	1,77	3,90
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,58	4,46	3,87	-0,38	5,14	5,02
CFO/cargos fijos	2,68	-1,16	5,49	-7,35	0,77	2,90
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1,85	3,37	1,67	129,94	3,25	1,94
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1,79	3,13	1,44	119,85	2,91	1,71
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2,55	4,55	2,29	-15,20	4,43	2,52
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	35%	41%	28%	52%	54%	48%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8%	8%	16%	14%	25%	25%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,37	0,45	0,35	0,56	0,48	0,37
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1,87	1,93	1,28	2,07	2,64	2,53
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1,87	1,93	1,28	2,07	2,64	2,53
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,69	0,86	0,45	1,16	1,27	0,94
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0%	54%	-87%	21%	9%	0%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,59	0,43	0,49	0,31	0,28	0,28
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,66	0,52	0,89	-0,21	0,80	1,44
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2,03	1,04	1,85	-0,84	2,19	6,77
CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0,71	0,69	1,16	0,04	1,16	1,88
CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,54	(0,00)	1,97	(0,89)	0,51	1,47
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,49	-0,17	1,69	-1,14	0,15	1,04
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,46	(0,70)	1,25	(1,98)	(0,01)	0,77
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	1,41	-1,41	2,60	-5,78	-0,03	3,60
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,41	(0,69)	1,39	(1,37)	0,06	0,79
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	18.973	23.927	21.289	25.952	33.589	37.446
Liquidez Acida (x)	105%	100%	106%	103%	103%	98%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	80%	72%	82%	87%	91%	81%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	132%	101%	103%	92%	95%	99%
Patrimonio / Activo Total (x)	41%	39%	47%	34%	29%	29%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	5	5	4	4
Días de cuentas por cobrar	101	95	69	79	80	81
Rotación de inventarios (x)	5	4	5	5	5	5
Días de inventarios	77	92	79	77	66	79
Rotación de cuentas por pagar (x)	6	5	8	7	5	5
Días de cuentas por pagar	61	78	47	53	69	73
Rotación Capital de Trabajo	4	4	4	5	5	5
Días de Capital de Trabajo	83	91	85	79	69	76
Días de Ciclo de Operación	(33)	(18)	(17)	(24)	(9)	(10)
Activo corriente / Pasivo corriente	161%	164%	184%	179%	164%	163%

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretodo la situación económica internacional.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrían, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,18	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.6%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB%	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB%	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Publico/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB%	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y pro forma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011 PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB poroyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 anualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71,625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEMANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE	proy.			
	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el



incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.