

Ecuador
 Emisión Obligaciones

Continental Tire Andina S.A.
(ERCO)

Seguimiento Calificación

Emisión de Obligaciones	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
4ta. Emisión USD 8 MM	AAA-	AA+	26-mar-14
5ta. Emisión USD 8 MM	AAA-	AA+	26-mar-14

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

Ultimo 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)	2012	2013
Activos	134.2	135.0
Ventas	204.5	189.1
Margen EBITDA (%)	11.0	14.8
ROA (%)	4.8	10.2
Deuda /Capitalización (%)	48	37
CFO / Deuda Fin CP	1.00	1.15
Cash + FCL / Deuda Fin CP	0.59	0.92
Deuda Financiera Total /FFO (x)	2.3	1.7

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

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió incrementar la calificación de las emisiones descritas de **AA+** (**Doble A más**) con perspectiva positiva a **AAA-** (**Triple A menos**). La decisión del Comité se fundamenta en el continuo fortalecimiento de la gestión operativa y de la situación financiera de la empresa, luego del año 2010. Adicionalmente, se incorpora en la calificación el soporte de Continental AG, su accionista mayoritario, quien ha otorgado a la empresa soporte financiero, operativo y estratégico. Este soporte mitiga el riesgo del negocio relacionado a la volatilidad del precio de las materias primas y a los contingentes laborales.

El EBITDA del emisor se ha ido fortaleciendo en el tiempo gracias a factores externos como la tendencia decreciente del precio del caucho, el incremento del precio promedio neto por el cambio interno de la matriz productiva. Estos factores han fomentado una tendencia positiva del margen bruto, que llegó a un punto máximo en el 2013, aún con un crecimiento en volúmenes de ventas muy pequeño.

El desempeño del EBITDA le ha permitido a la empresa cubrir sus requerimientos operativos y de inversión, y además cancelar parte de su deuda financiera en el 2013, la misma que desde el 2010 incrementó de forma significativa, principalmente para inversiones en CAPEX; en el 2010 la paralización de la planta por los problemas laborales generó un flujo operativo negativo, que también debió ser financiado.

Si bien se espera que la tendencia positiva tanto del margen bruto como del EBITDA se mantenga con respecto al comportamiento histórico, los niveles del 2013 podrían no repetirse, en especial por la influencia de la competencia de productos importados del Asia, que ejerce presión en los precios del mercado. Las expectativas positivas del EBITDA se fundamentan en el posicionamiento de Continental TA en el mercado ecuatoriano, con una participación aproximada del 40%.

Es el único productor de neumáticos en el país y un proveedor importante de equipo original para vehículos ensamblados localmente. Si bien no se esperan crecimientos importantes en las ventas por la producción local de vehículos, Continental cuenta con un mercado cautivo de reposición representativo y con mercados en países de América del Sur para las llantas producidas en el Ecuador (alrededor del 30% de sus ventas) que le permitirían alcanzar el crecimiento esperado en ventas.

Esto a pesar de que las ventas a la Región Andina de llantas importadas ya no se registrarán en los estados financieros de Continental Ecuador, sino en sus sucursales comerciales abiertas para el efecto desde el 2014 (Colombia y Chile). Se espera que la empresa siga generando flujos de caja operativos positivos que le permitan cubrir sus requerimientos de inversión en CAPEX y seguir reduciendo la deuda para mantener las tendencias positivas tanto de los indicadores de liquidez como de endeudamiento.

FECHA COMITE: 26 /Marzo/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 31 /Diciembre/2013 y 31/Enero/2014

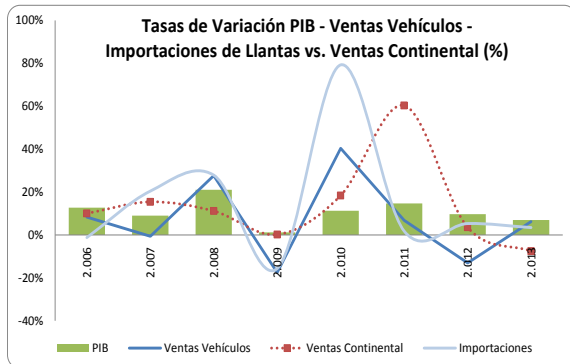
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen 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.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Emisión de Obligaciones		
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.	
Emisión:	Cuarta	Quinta
Monto Original:	USD 8,000,000	USD 8,000,000
No. Resolución:	SC-IMV-6165	SC-IMV-7660
Fecha Aprobación SIC:	28-oct-11	06-dic-12
Fecha Colocación:	25-nov-11	21-dic-12
Fecha Vencimiento:	nov-16	dic-17
Monto Colocado:	USD 8,000,000	USD 8,000,000
Monto en Circulación:	USD 3,200,000	USD 8,000,000
Plazo:	1.800 días (5 años)	1.800 días (5 años)
Cupón de Interés:	7,75% Anual Fija	7,75% Anual Fija
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Semestral	Semestral
Garantía:	General	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos e inversión de activos	Reestructuración de pasivos e inversión de activos

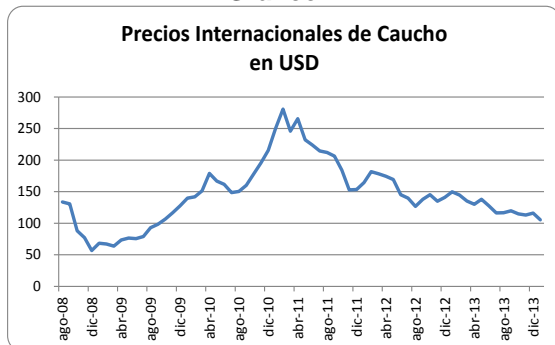
▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Gráfico 1



Fuente: BCE, AEADE y Continental Tire Andina
 Elaboración: BWR
 *Variación de PIB en valores corrientes, ventas de vehículos en unidades, monto de importación de neumáticos en valores FOB, variación de monto de ventas anuales de Continental.

Gráfico 2



Fuente: Indexmundi Elaboración: BWR

El comportamiento estable de la economía ecuatoriana favoreció el crecimiento de varias industrias en el 2013, aunque se observaron tasas de incremento algo menores en varias actividades económicas. La industria automotriz a la que se relaciona directamente la de neumáticos, se ha desempeñado en función del PIB, de la oferta de financiamiento y de las restricciones establecidas por el Gobierno, tanto a la importación de vehículos como de partes y CKD's desde el 2010.

Así es como las ventas del sector se contraen desde entonces y muestran una tendencia a recuperarse en el 2013. En el 2012, incide adicionalmente la restricción del crédito observado por parte del sistema financiero por el cambio en las regulaciones en cuanto a las garantías al crédito automotor. Se espera que en el 2014 las ventas del sector sean similares a las del 2013.

La industria de neumáticos es intensiva en uso de capital y con necesidades permanentes de inversión para mantenimiento y renovación, lo que genera importantes barreras de entrada. Una de las variables importantes en la industria, es el manejo de la materia prima. El caucho es un material escaso, en su mayor parte debe ser importado y sus precios han mostrado volatilidad histórica, como otros 'commodities', con un comportamiento similar al precio del petróleo (Ver gráfico 2).

La cotización internacional refleja una tendencia más estable y a la baja en el último año, tendencia que se espera se mantenga en el corto plazo. De todos modos, es difícil predecir el comportamiento de las materias primas, por lo que el riesgo de margen en la industria persiste, considerando también que el nivel de competencia presiona precios en el mercado.

Como se puede observar en el gráfico 1, las ventas de vehículos nuevos en el Ecuador guardan relación con el movimiento histórico de las importaciones de neumáticos. La oferta de llantas en el país está dividida en dos, por una parte la producción local y por otra, los productos importados. La industria local tiene un productor, que es Continental Tire Andina. Si bien el productor local tiene ventajas frente a los importadores, por las medidas arancelarias, estos ejercen una fuerte competencia en precios, en especial aquellos provenientes de China.

Los proveedores de neumáticos en el país cuentan con un mercado de producción local de vehículos que se estima se mantendrá en los niveles del 2013 durante el 2014 y además tiene una amplia demanda en el mercado de reposición, sobretodo

porque el parque automotor de vehículos livianos y pasados, ha crecido significativamente en la última década. La producción local de llantas también tiene demanda en mercados de latinoamericano.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

En general, la posición del emisor en la industria es favorable al ser el único productor local, contar con productos bien posicionados en el mercado ecuatoriano, y además tener oportunidades de crecimiento en mercados externos.

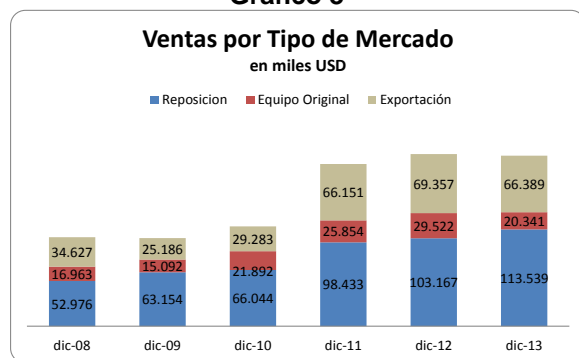
El pertenecer a un grupo internacional (desde junio 2009) consolida su posicionamiento gracias a la posibilidad de importar productos de distintas características que completan su oferta en el mercado ecuatoriano y en los de Latinoamérica a través de sus subsidiarias. Aproximadamente, el 6% de las ventas de Continental TA, corresponde a productos importados en el 2013 y en el 2012 fue el 13%. Además, la sólida relación con su principal accionista le proporciona soporte operativo con políticas corporativas bien definidas, asistencia técnica e incluso asistencia económica en caso de requerirlo como se concretó en el 2010.

La actividad principal de Continental TA es la fabricación de llantas y artículos conexos. Como un complemento a la producción de llantas, la empresa mantiene una red comercial en la que ofrece tanto productos de fabricación local como importados, 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.

Las ventas de Continental están dirigidas a tres mercados:

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

Gráfico 3



Fuente: Continental Tire Andina. Elaboración: BWR

En los tres tipos de mercado, la empresa ha alcanzado un importante posicionamiento y ritmo de crecimiento. La participación promedio de mercado en Ecuador es del 37%.

En el 2013, las ventas de exportaciones se contrajeron por dos factores: primero, la dificultad en la exportación a Venezuela pues a más de la limitación por los cupos de importación establecidos en ese país, el sistema de pagos y cupos establecidos para las remesas de divisas, desmotiva las ventas hacia este mercado; segundo, las ventas de neumáticos importados para el mercado colombiano se están registrando directamente en la nueva empresa distribuidora creada en ese país para el efecto, en lugar de registrarse como venta local.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Continental Tire Andina es sucursal de Continental AG de Alemania desde el 2009, 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 al mercado de la Región Andina con la producción específica de cierto tipo de neumáticos con características específicas. Por otro lado, la ubicación de la planta en Ecuador constituye un tema estratégico para sus mercados naturales de exportación.

Desde el 2013 Continental Tire Andina cuenta con una subsidiaria comercial en Colombia (Continental Colombia), que es de su propiedad en un 100%. Esta empresa maneja directamente las importaciones desde Ecuador y otros países para abastecer el mercado colombiano. Desde diciembre del 2013, las cifras de las dos compañías se consolidan.

**CONTINENTAL
TIRE ECUADOR**

Deuda Fin.
USD 34MM
Deuda Fin /
EBITDA 1,22

99,00%

**CONTINENTAL
COLOMBIA**

Deuda Fin.
USD 0M
Deuda Fin / EBITDA 0

Continental Ecuador comparte el accionista mayoritario con la empresa Andujar, en la cual Continental AG mantiene un 49.98% de



participación. Andujar 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.

Continental Tire Andina tiene una relación administrativa con Globallantas quienes brindan el servicio de comercialización.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La empresa mantiene una estructura accionarial abierta, tiene 487 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 International Company	USA	32
Continental Tire The Americas LLC	USA	19
Empronorte Overseas INC	PAN	15
Otros menos 10%		34
TOTAL		100

Fuente: Continental Tire Andina. Elaboración: BWR

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, además maneja un canal de distribución regional bien establecido.

Continental AG está calificada a nivel internacional por Fitch con una calificación de BBB con tendencia estable, actualizada en el 2013. 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 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.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La estrategia general en los últimos años ha estado dirigida a la consolidación de la producción de neumáticos radiales para vehículos pesados, esto ha contribuido a un cambio en el mix de ventas y un incremento en el margen bruto de la Compañía. Por otro lado el objetivo principal es abastecer en primer lugar el mercado local y luego los mercados de exportación.

La empresa está bien posicionada en el mercado local y continúa creciendo en mercados externos aunque ahora con empresas comerciales anexas creadas en estos mercados. Si bien estas empresas son subsidiarias 100% de la empresa ecuatoriana, las ventas de productos importados ya no se registran en el balance de Continental Ecuador.

Continental Tire Andina trabaja en cerca del 100% de su capacidad y está limitada físicamente para incrementar su nivel de producción. En el corto plazo se esperan inversiones menores para mantenimiento y adecuaciones de la planta, pero no significaría un cambio en la capacidad de producción.

Continental TA, como 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 inter compañías fuera de las comerciales, y cualquier transferencia de flujos está regulada por políticas establecidas.

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 se maneja bajo esquemas establecidos por Continental AG.

Actualmente, la Administración mantiene relaciones adecuadas con el Comité de Empresa, Continental cuenta con 1.099 empleados directos, de los cuales 216 trabajadores participan en el Comité de Empresa.

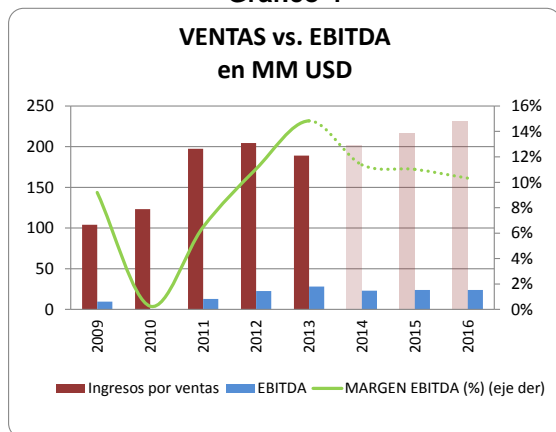
La administración de la empresa ha sido eficiente en mantener su mercado y en recuperar su posición financiera luego de los problemas laborales del 2010.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados de Continental Tire Andina S.A. del período 2009-2013 por la firma Deloitte & Touche presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades. Además, se analizaron cifras interinas a enero 2014. También se revisaron los estados financieros consolidados del emisor con Continental Colombia al 31 de diciembre 2013 e interinos al 31 de enero 2014. Los estados financieros consolidados no están auditados.

▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 4



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

Gráfico 5



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

Continental es generadora de flujos operativos positivos en todos los períodos históricos analizados, con excepción del año 2010, cuando hubo un hecho particular que provocó la paralización de la planta por varios meses.

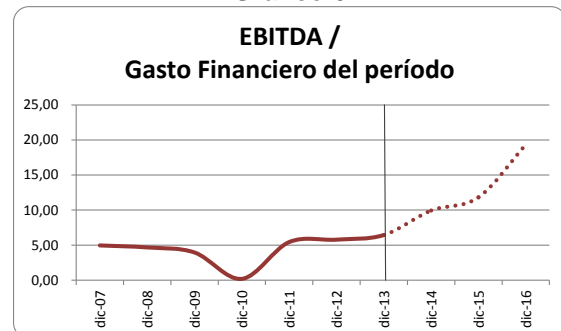
A partir del 2010, el EBITDA operativo ha crecido de manera significativa como se puede ver en el gráfico 5. Los incrementos del 2011 y 2012, incorporan el desempeño rezagado después de un mal año, y el del 2013 muestra un año de bajo crecimiento en ventas (aún si sumamos las ventas de Colombia el crecimiento en volúmenes de ventas fue de 0.4%), pero con un margen bruto particularmente alto, que no se espera que se repita en los próximos 3 años. En el 2013, el monto de EBITDA alcanzado fue de USD 28 MM, con un crecimiento de 24% en relación al 2012, monto superior al esperado en las proyecciones analizadas.

El comportamiento del margen bruto, que creció en 7.8 puntos porcentuales en el 2013, obedeció principalmente al cambio en la composición de las ventas con mayor participación de neumáticos para vehículos pesados de tipo radial, además, contribuyó al margen el comportamiento a la baja del precio de las materias primas y el incremento de los precios en el mercado.

Durante el 2013, se registró un aumento en el peso relativo del gasto operativo frente a las ventas, que responde en especial a la implementación de la oficina en Colombia, lo que generó gastos extraordinarios. El gasto operativo absorbió el 8.3% de las ventas a diciembre 2013, y se espera según las proyecciones, que se mantenga esta relación en el corto plazo.

Las proyecciones analizadas y sensibilizadas para Continental Tire Andina estiman un crecimiento en ventas del 7% entre 2013 y 2014 asumiendo un monto de ventas similar al del año 2012. Además, se estima un margen bruto menor para fomentar el volumen de ventas durante este 2014 y los próximos años.

Gráfico 6



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

Bajo las premisas esperadas y asumiendo que el costo de ventas no sufrirá importantes variaciones negativas, considerando un precio del caucho estable, se esperaría que el EBITDA del 2014 alcance los niveles del 2012.



El EBITDA ha cubierto el gasto financiero en un promedio de 5 veces históricamente, que ha sido estable con excepción del año 2010 cuando la generación fue casi cero. La expectativa es que esta cobertura se incremente, en especial porque la empresa no tendría necesidad de nuevo financiamiento y se espera una reducción gradual del monto de deuda financiera en el corto plazo.

El resultado neto al finalizar el año 2013 fue USD 13.7 MM, que significa un monto 2 veces superior al de 2012. Los índices de rentabilidad mejoraron significativamente; la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) fue 27.42% y sobre activos (ROA) fue 10.24%, mostrando un retorno atractivo para los inversionistas. La perspectiva de generación se mantiene positiva en relación a lo histórico, aunque no igual a la del 2013.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Total Activo Corriente	60%	68%	65%	64%
Fondos Disponibles	3%	4%	5%	4%
CxC Comerciales	26%	34%	30%	30%
Inventarios Neto	25%	25%	24%	23%
Otras cuentas por cobrar	2%	1%	0%	0%
Gastos anticipados	2%	3%	7%	6%
Total Activo No Corriente	40%	32%	35%	36%
Propiedades	39%	31%	34%	35%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	1%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

PASIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Total Pasivo Corriente	34%	41%	36%	30%
Deuda Financiera CP	11%	10%	9%	8%
Deuda Comercial	18%	26%	20%	14%
Otros Pasivos CP	12%	16%	23%	23%
Total Pasivo LP	32%	30%	32%	27%
PATRIMONIO	34%	29%	32%	42%

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Flujo de Caja Libre (FCL) de Continental TA a diciembre 2013 fue positivo en un monto de USD 5.5 MM, monto que sirvió para disminuir la deuda financiera en USD 6.2 MM, y mantener una caja en el balance de USD 4.8 MM, nivel similar al de los últimos años.

Como muestra el gráfico 7, el FCL es soportado por el EBITDA generado en el período el cual en el 2013, fue suficiente para cubrir los gastos financieros e impuestos del período, y una variación de capital de trabajo negativa de USD 6.6 MM a más de las inversiones en CAPEX. Se puede observar también en el gráfico que, a partir del 2011, la empresa genera flujo de caja operativo (CFO) positivo y que en el 2011 y 2012, las inversiones importantes en activos fijos, requirieron de financiamiento con deuda.

Si se cumplen las expectativas en cuanto a la generación de EBITDA, lo cual en este momento y frente a las variables predecibles estimamos probable, la Compañía seguiría produciendo flujo de caja operativo positivo suficiente para cubrir las menores necesidades de inversión en CAPEX, generando flujo de caja libre positivo hasta el año 2016, que le permitiría ir disminuyendo su nivel de endeudamiento. Se espera que se mantenga la política de retención del 100% de las utilidades en la empresa en estos períodos.

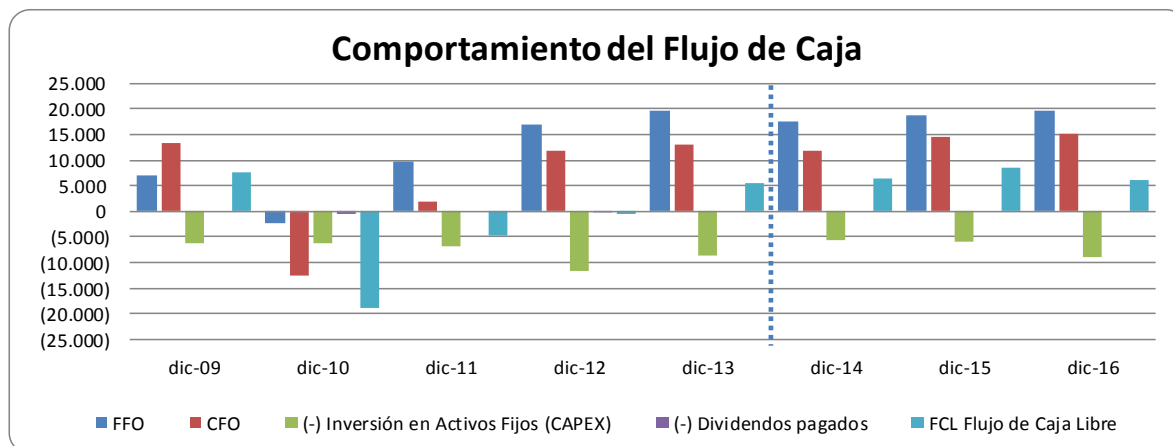
La deuda financiera de Continental TA está constituida por endeudamiento con su casa matriz, con el sistema financiero y el mercado de valores.

La deuda bancaria a diciembre 2013 pertenece a dos instituciones locales, las cuales le dan financiamiento con plazos de 20 a 60 meses; son créditos reprogramables y con líneas de crédito abiertas, con garantías reales. En general, la Empresa es considerada buen riesgo de crédito en el sistema financiero; los créditos son respaldados por activos a través de un fideicomiso.

En el mercado de valores, Continental ha participado con éxito en los procesos de colocación y con alta aceptación de los títulos emitidos. Las últimas emisiones de obligaciones han servido, en alguna medida, para el reemplazo de pasivos e inversión de activos, de forma que la estructura de endeudamiento se ha reprogramado al largo plazo. Las emisiones de obligaciones, objeto de esta calificación tienen plazos de vencimiento hasta el 2017.

Continental cuenta además con un préstamo de su casa matriz, Continental AG de Alemania, otorgado en un momento crítico causado por los conflictos laborales. Este préstamo fue reprogramado en el 2012 a 3 años plazo, de acuerdo a un contrato firmado con la matriz. Este préstamo es el único contratado fuera de país y por lo tanto contendría un eventual riesgo de tipo de cambio. Este riesgo estaría mitigado por los ingresos que provienen de las ventas al exterior.

Gráfico 7



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

Debido al costo financiero que representa el pago de interés de este préstamo sumado al impuesto de salida de capitales de 5%, en el corto y mediano plazo, y a medida que la generación de la Compañía lo facilite, este préstamo sería reemplazado con deuda local y cancelado hasta el 2015 según las proyecciones.

Otro pasivo de largo plazo importante lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Dada la trayectoria de la empresa y el número de empleados, este pasivo tiene un peso importante (18% del pasivo total) en comparación a otras empresas. Según información del Auditor y de la Administración, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos de forma que tiene cubierto el contingente.

Adicionalmente, de acuerdo el informe de auditoría existe un contingente tributario por concepto de impuesto a la renta, según observación del Servicio de Rentas Internas (SRI), proceso que está en etapa de impugnación. La Administración ha evaluado dicho contingente y considera que cuenta con el crédito tributario suficiente en caso de que en última instancia el fallo sea contrario y deban realizar un gasto de impuesto adicional, por lo que su pago no representaría una salida de flujo importante.

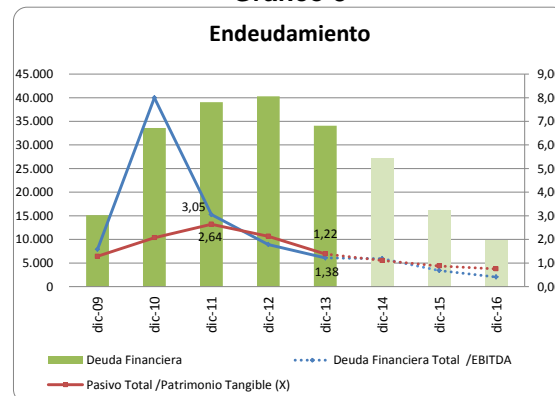
Deuda Financiera: Vencimientos

al 31 de diciembre del 2013	Miles USD
Pagos Corrientes	6.817
Dos Años	11.000
Tres Años	6.503
Cuatro Años	9.764

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

El gráfico 8, muestra el comportamiento y las tendencias de la deuda de Continental TA en relación al EBITDA y al patrimonio tangible. El pico del 2010 confirma tanto el incremento de deuda como la poca generación que afrontó en ese año por la paralización de la planta y los costos del conflicto laboral. Los indicadores a partir del 2011 reflejan la recuperación del EBITDA y a partir del 2013, incorporan una reducción gradual de la deuda gracias a los flujos de caja libres generados y esperados, y a menores inversiones en CAPEX realizadas en el 2013, y proyectadas para los próximos años.

Gráfico 8



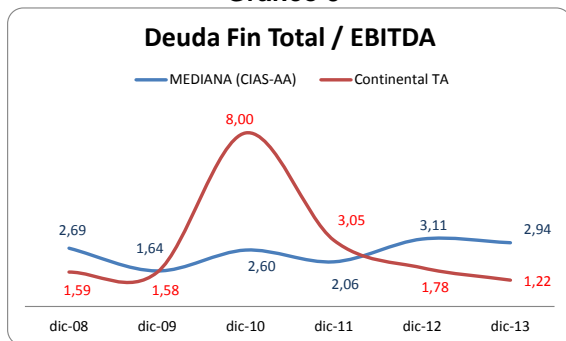
Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

La empresa ha mostrado su capacidad de generación, lo que le ha permitido disminuir la deuda y alcanzar una relación de deuda sobre EBITDA de 1.22 veces con tendencia a disminuir en los años proyectados.

Un menor endeudamiento, tanto en monto como en relación al EBITDA, le otorga a la empresa mayor flexibilidad financiera para cubrir los riesgos

propios del negocio y representa una fortaleza frente a otras empresas emisoras.

Gráfico 9

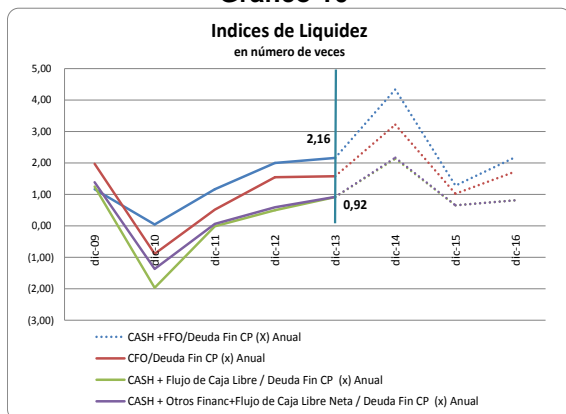


Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR
*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable, con una tendencia a decrecer a medida que el patrimonio se siga fortaleciendo con la incorporación del 100% de las utilidades generadas.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 10



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

Al finalizar el año 2013, Continental tiene un nivel de liquidez (FCL) suficiente para cubrir el 92% de la deuda de corto plazo, con generación propia del negocio. Con excepción del año 2010 y 2011 cuando la empresa requirió endeudamiento adicional para cubrir sus necesidades de inversión en activos fijos y capital de trabajo, Continental ha generado flujos de caja libres suficientes para cubrir entre el 40% y 90% de la deuda financiera.

El gráfico 10, muestra que todos los niveles de liquidez de la empresa en escenarios normales se mueven en la misma dirección, mostrando que los requerimientos de capital de trabajo son estables y que las inversiones se realizan en función de la generación. Las necesidades de capital de trabajo presionan la liquidez de la empresa cuando por

estrategia de ventas para abastecer el mercado oportunamente deciden mantener mayor volumen de inventario importado. El financiamiento a clientes también se maneja como estrategia de ventas, en general la cartera es de buena calidad y no se esperan aumentos importantes en el rubro. Tampoco se espera financiamiento adicional importante de proveedores para los próximos años.

A futuro la perspectiva es positiva, en relación a la generación de resultados operativos que cubrirían de manera más holgada los requerimientos de la empresa sin necesidad de deuda adicional, de forma que se espera niveles de liquidez al menos similares a los observados en el 2013.

Históricamente el Emisor ha demostrado su capacidad de refinanciar la deuda en el sistema financiero al ser considerado sujeto de crédito, además de contar con el apoyo financiero de la Casa Matriz.

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

Fecha de corte	dic-13
Activo Líquido (USD M)	4.871,09
Activo Ajustado (USD M)	134.211,85
Activo Total (USD M)	135.069,82

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtía General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	22.347,78	22.347,78	0,22	6,01
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	5.885,00	28.232,78	0,17	4,75
3era	Deuda sin garantía específica de balance	49.649,01	77.881,79	0,06	1,72
TOTAL		77.881,79	77.881,79	0,06	1,72

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

Resguardos

A más de los resguardos de Ley, las emisiones analizadas en circulación, no cuentan con resguardos adicionales.

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

Continental TA 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. Actualmente, Continental no tiene emisiones vigentes, adicionales a las analizadas en este estudio, en el mercado de valores.

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.

CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	ene-14
Resumen de Resultados						
Ventas	104.068	123.193	197.522	204.574	189.080	13.826
% crecimiento	0,2%	18,4%	60,3%	3,6%	-7,6%	-12,3%
MARGEN BRUTO (%)	12,9%	4,4%	10,8%	12,2%	19,9%	12,2%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	1.039
MARGEN EBITDA (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	7,5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	1.039
MARGEN EBITDAR (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	7,5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.299	-6.418	5.279	12.398	21.895	630
MARGEN EBIT (%)	3,2%	-5,2%	2,7%	6,1%	11,6%	4,6%
Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-279
Impuestos a la renta	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-81
UTILIDAD NETA	1.793	-6.944	2.782	6.322	13.791	414
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	86.254	98.062	127.200	134.199	135.070	134.035
Capital de Trabajo	26.591	33.374	41.492	45.154	52.895	56.081
Cuentas por Cobrar Comerciales	18.801	25.831	43.028	39.785	39.888	41.987
Inventarios	19.735	24.888	32.166	31.860	31.694	31.627
Cuentas por Pagar Proveedores	11.945	17.345	33.702	26.491	18.688	17.533
Deuda Financiera Total	15.128	33.597	39.043	32.310	34.085	33.101
Otros Pasivos	18.272	13.382	17.334	24.001	25.109	25.799
Patrimonio	40.909	33.738	37.120	43.397	57.188	57.602
Patrimonio Tangible	35.291	31.043	34.112	42.579	56.330	56.756
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	9.572	313	12.792	22.596	28.042	1.039
(-) Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-279
(-) Impuesto a la renta del período	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-81
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6.968	-2.322	9.752	16.980	19.679	679
(-) Variación Capital de Trabajo	6.339	-10.242	-7.950	-5.293	-6.623	-1.610
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13.307	-12.564	1.801	11.687	13.056	-931
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.677	427	543	337	328	144
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-579	0	0	-796	-69	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-686	-179	0	-31	732	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-380	0	-46	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6.098	-6.262	-6.952	-11.678	-8.510	0
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-48	-13	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	7.621	-18.958	-4.656	-541	5.537	-787
Margen de Flujo de Caja Libre %	7,3%	-15,4%	-2,4%	-0,3%	2,9%	-5,7%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-8.506	18.470	5.446	1.269	-6.227	-984
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1.088	1.101	926	1.101	50	197
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	-820	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	204	612	1.716	1.830	-1.460	-1.574
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.978	2.173	2.786	4.502	6.330	4.871
Indicadores						
FFO/cargos fijos (intereses período+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3,87	-0,35	5,14	5,34	5,52	3,43
EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)(x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	3,72
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	3,72
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	1,58	107,34	3,05	1,78	1,22	2,65
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	1,35	98,44	2,70	1,50	1,04	2,39
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	27%	50%	51%	48%	37%	36%
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1,16	0,04	1,16	2,00	2,16	1,08
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,69	(1,14)	0,15	1,00	1,15	(1,06)
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,25	(1,97)	(0,01)	0,50	0,91	-0,58
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,60	(5,77)	(0,03)	2,75	3,25	(1,92)