

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 | AAA- | 30-sep-14 |
| 5ta. Emisión USD 8 MM | AAA | AAA- | 30-sep-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) | Dic-13 | Jul-14 |
|---------------------------------|--------|--------|
| Activos | 135.0 | 135.8 |
| Ventas | 189.0 | 108.3 |
| Margen EBITDA (%) | 14.8 | 18.2 |
| ROA (%) | 10.2 | 11.9 |
| Deuda /Capitalización (%) | 37.3 | 24.5 |
| CFO / Deuda Fin CP | 1.1 | 6.5 |
| Cash + FCL / Deuda Fin CP | 0.9 | 6.6 |
| Deuda Financiera Total /FFO (x) | 1.7 | 0.8 |

*Cifras individuales de Continental TA no consolidadas con Continental Colombia

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

Contactos

Carlos Ordóñez, CFA, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 105
cordonez@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 subir la calificación de las emisiones descritas de **AAA- (Triple A menos)** a **AAA (Triple A)**. La decisión del Comité se fundamenta en el continuo fortalecimiento de la gestión operativa y de la situación financiera de la empresa, con un nivel menor de endeudamiento. Adicionalmente, la calificación incluye el soporte de Continental AG, su accionista mayoritario, quien ha otorgado a la empresa apoyo 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.

Al mes de julio 2014, Continental TA tiene una posición financiera mejor, por sobre las expectativas establecidas, gracias al continuo crecimiento del EBITDA, que se ha fortalecido a partir de un aumento sostenido del margen bruto y a la reducción del endeudamiento. Este margen responde a un cambio en la composición real de ventas de la compañía y no a un evento coyuntural. De esta forma, se espera que el nivel de generación operativa actual se pueda sostener en el corto y mediano plazo, pese a un crecimiento bajo de ventas locales. Las ventas a través de las sucursales de Colombia y Chile tendrían expectativas mayores de crecimiento en volumen; no obstante, este no es factor que influya significativamente en la proyección del EBITDA de Continental TA.

En el período analizado, la generación operativa sumada a una variación de capital de trabajo positiva significó un flujo operativo suficiente para cubrir las necesidades de inversión en CAPEX, y poder cancelar el 37% de la deuda financiera, que tenía vigente la empresa hasta el seguimiento anterior.

En las proyecciones actuales de Continental no consideran proyectos de inversión en CAPEX importantes, solamente montos de reposición y mantenimiento similares a los históricos. Esperamos que si en el futuro la Compañía decide realizar nuevas inversiones y financiarlo con nuevo endeudamiento, esta lo haga hasta niveles que no comprometan su flexibilidad financiera.

La proyección sí considera un reparto de dividendos, que representará entre 30 y 40% de la utilidad anual, pese a que históricamente no se han repartido dividendos, esto de acuerdo a la información de la Administración. Bajo los supuestos analizados, si se considera este flujo de salida, la generación operativa es suficiente para mantener indicadores de deuda y liquidez adecuados.

Continental AG (Alemania), accionista principal de la Empresa, está calificado a nivel internacional por Fitch con una calificación de BBB con tendencia estable, que fue reafirmada en abril 2014. El accionista ha soportado la operación local en el pasado y proporciona soporte operativo con políticas corporativas bien definidas y asistencia técnica.

FECHA COMITE: 30/Septiembre/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Julio/2014

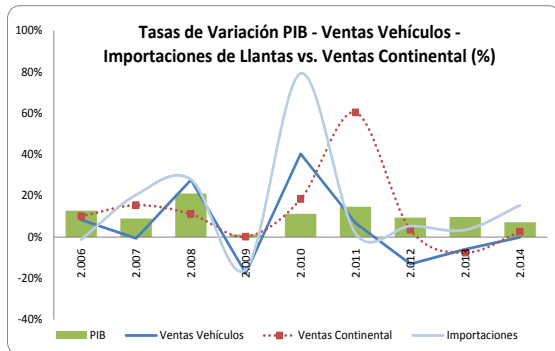
Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen 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: | 24-nov-11 | 28-dic-12 |
| Fecha Vencimiento: | nov-16 | dic-17 |
| Monto Colocado: | USD 8,000,000 | USD 8,000,000 |
| Monto en Circulación: | USD 4,000,000 | USD 5,600,000 |
| 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**

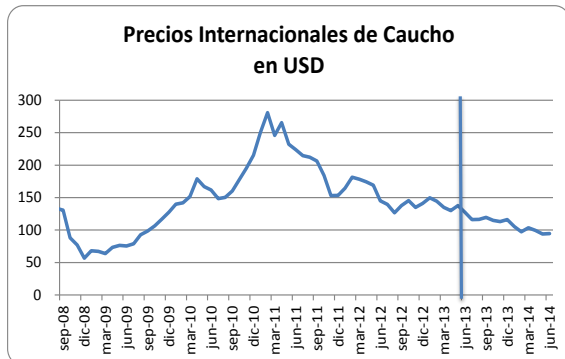
Gráfico 1



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

La industria automotriz es una de las que mayor dinamismo ha presentado en los últimos años en el Ecuador, tanto en la parte de producción y ensamblaje local, como en la importación; esta es una industria que genera una amplia cadena de productos y servicios conexos.

El sector automotor ecuatoriano, al cual está estrechamente relacionado el de neumáticos, en los últimos años ha tenido un comportamiento similar al del PIB. En el año 2014 se prevé que exista una contracción global de las ventas de vehículos en el país de -0.1%, esto responde a las limitaciones que afronta el sector, especialmente para la importación, a través de cupos y aranceles. El PIB tiene un crecimiento esperado en términos corrientes de 7%.

Si bien una porción de la venta de neumáticos proviene del ensamblaje de vehículos nuevos, existe un amplio mercado en la demanda de llantas para reposición, en especial en el segmento de vehículos de transporte pesado. Esta condición hace que la demanda de la industria de neumáticos sea en general estable y predecible.

En relación a la oferta, como producto elaborado localmente, existe una sola empresa fabricante en el país, que es el emisor analizado, el cual al ser único participante de la industria maneja ventajas diferenciales frente a la competencia importada, aunque el emisor también compite con productos importados de marca Continental.

En cuanto a los productos importados, en el mercado se puede encontrar diversidad de marcas que compiten por precio y calidad. La competencia proveniente especialmente de China ha presionado los precios locales en los últimos años, a pesar de las políticas de aranceles vigentes, pues entran al mercado con precios más bajos aunque con estándares de calidad menores.

La competencia es el factor que más influye en el movimiento de precios en el último año, con una ligera tendencia a la baja. Por otra parte, el precio de la principal materia prima, que es el caucho, se ha mantenido en el primer semestre 2014 con una tendencia a la baja. Esto ha influido en el comportamiento de los márgenes de la industria, que ahora son mayores en comparación a períodos anteriores.

El movimiento de precios del caucho, al ser un commodity, es impredecible y resulta un factor de riesgo para la industria cuando se presenta volatilidad como ocurrió en el 2010.

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.

▪ **PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

Continental Tire Andina (Continental TA) es el único productor local, además cuenta con una amplia gama de productos importados que complementan su presencia en el mercado, en el cual es líder.

Continental AG de Alemania es el accionista mayoritario de Continental TA desde junio 2009, de esta forma consolidó su posición en el Ecuador, y ha abierto las posibilidades de exportar a otros mercados en Latinoamérica. Desde el año 2013 tiene una oficina sucursal en Colombia y se espera que la sucursal en Chile inicie sus ventas desde enero del 2015.

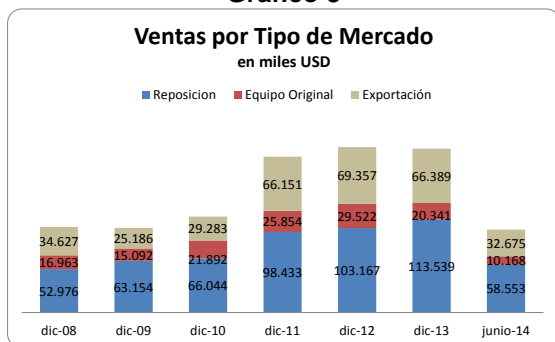
La relación con Continental AG de Alemania le proporciona además el acceso a soporte operativo con políticas corporativas bien definidas, asistencia técnica e incluso asistencia económica en caso de requerirlo, como ocurrió en el 2010.

La actividad principal de Continental TA es la fabricación de llantas y artículos conexos. La empresa mantiene canales de distribución y servicio post venta, donde ofrece tanto productos de fabricación local como importados, en las principales ciudades del país; utiliza un sistema distribución y servicio de acuerdo a sus diferentes productos y marcas, con la red de talleres 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
*Ventas reales no anualizadas a junio 2014.

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%, considerando los diferentes sub segmentos y las diversas marcas.

Continental TA cuenta con una planta de producción que trabaja a cerca del 100% de su capacidad. Al mes de junio 2014, laboran 1074 empleados en la Compañía, de ellos alrededor de 200 conforman el Comité de Empresa, con el cual la Administración mantiene buenas relaciones actualmente y en este año se firmó un nuevo contrato colectivo.

▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**

Continental TA 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. Las cifras de las dos compañías se consolidaron a partir de diciembre 2013.

CONTINENTAL TIRE ECUADOR
Deuda Fin.
USD 21,6 MM
Deuda Fin / EBITDA 0,61

99,00%

CONTINENTAL COLOMBIA
Deuda Fin.
USD 0M
Deuda Fin / EBITDA 0

Fuente: Continental Tire Andina. Elaboración: BWR

La empresa en Colombia fue recientemente creada y aún tiene una baja representación en ventas consolidadas, sin embargo, se espera que gane dinamismo en ventas en los siguientes períodos. Además, está planificado establecer una empresa en las mismas condiciones en Chile en el 2014, cuyas ventas empezarán el próximo año.

La empresa Andujar está relacionada a Continental TA porque comparten al accionista principal; en esta compañía Continental AG mantiene un 49.98% de participación. Andujar además es el accionista de varias empresas, entre las que están los distribuidores asociados, que realizan la comercialización de los productos de Continental TA en distintas ciudades del 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 Global llantas quienes brindan el servicio de comercialización.



ACCIONISTAS Y SOPORTE

La empresa mantiene una estructura accionarial abierta, tiene más de 400 accionistas y cotizan en las Bolsas de Valores locales, con un valor nominal 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 Andina, además maneja un canal de distribución regional bien establecido.

Continental TA 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.

Continental AG está calificado a nivel internacional por Fitch con una calificación de BBB con tendencia estable, que fue reafirmada en abril 2014. Esta calificación está por sobre el riesgo soberano de Ecuador. La calificación internacional no es comparable 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, el cual fue refinanciado a tres años y ahora se encuentra contabilizado como préstamo de largo plazo. Una vez que la empresa ha recuperado su gestión operativa y cuenta con flujos suficientes, espera cancelar este préstamo en el 2014.

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. El objetivo principal es abastecer en primer lugar el mercado local y luego los mercados de exportación.

En el 2013 se creó la filial en Colombia, de la que es 100% dueña Continental TA, y en el 2014 se constituirá una empresa filial en Chile. Las ventas de productos importados desde otras empresas Continental hacia las oficinas de Colombia y Chile se registrarán directamente en las empresas filiales. En Continental Ecuador se facturará solamente lo que corresponda a las exportaciones.

En cuanto a inversiones en CAPEX, está previsto que se realicen por montos que sumarían alrededor de USD 20 MM, entre el 2014 y 2015, cuyo fin sería la expansión de la línea de camión y posiblemente maquinaria para reencauche.

Las políticas de endeudamiento son conservadoras, y actualmente la deuda de la empresa tiene baja representatividad frente al EBITDA y a su nivel de capitalización. Está previsto que las inversiones mencionadas se financien a través de deuda con mercado de valores, con una emisión que saldría a circulación en el corto plazo.

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 intercompañías 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.

PERFIL FINANCIERO

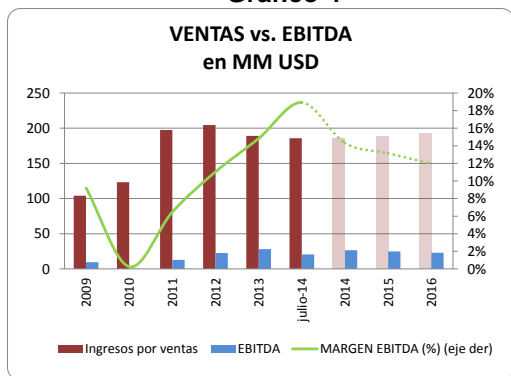
Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados de Continental Tire Andina S.A. del período 2009-2013 por la firma Delloite & Touche presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades. Además, se analizaron cifras interinas a julio 2014.

También se revisaron los estados financieros consolidados auditados del emisor con Continental Colombia al 31 de diciembre 2013 e interinos al 31 de julio del 2014.

Para todos los casos, sino se indica lo contrario, se han considerado en los gráficos y cuadros las cifras solo del emisor Continental Tire Andina, aunque también se analizaron cifras consolidadas.

▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 4



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR
*Ventas anualizadas sin considerar estacionalidad a julio 2014.

Gráfico 5



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR
*EBITDA anualizado sin considerar estacionalidad a julio 2014.

En cifras consolidadas con Colombia, al mes de julio 2014 Continental TA presenta ventas que ascienden a USD 118 MM, mientras que el volumen de ventas solo de Continental fue de USD 108 MM. Es decir, las ventas que se facturan directamente en la sucursal de Colombia son de alrededor de USD 10 MM adicionales.

La proyección de Continental estima que las ventas a través de Colombia y Chile se expandirán desde el próximo año. En el caso de Colombia, se espera un incremento de alrededor de 12%. El mercado chileno tiene un alto potencial de crecimiento y maneja una importante rentabilidad.

En cuanto al mercado ecuatoriano, la proyección estima que se mantenga el volumen actual, que sería de alrededor de USD 185 MM, al finalizar el

año 2014. Como muestra el gráfico 4, para los siguientes períodos se espera un volumen estable de ventas del Continental TA de Ecuador con un mínimo crecimiento.

En relación a la generación, Continental ha mostrado 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.

Luego de ese año, el EBITDA operativo ha crecido de manera significativa como se puede ver en el gráfico 5, en promedio 42% anual en los últimos 3 años. Los incrementos del 2011 y 2012, incorporan el desempeño rezagado después de la caída de ventas del 2010. El 2013 fue un año de bajo crecimiento en ventas, aun si se suman las ventas de Colombia (0.4%); sin embargo, el incremento del margen bruto impulsa el aumento del EBITDA.

A julio del 2014, el margen bruto crece aún más y es de 22.8% (12.2% a dic-2012, 19.9% a dic-2013). Este incremento significativo del margen, debido a la mejora en el mix de productos, es el principal factor que influye en el crecimiento del EBITDA de 25% (anualizado el monto de julio 2014).

En cifras consolidadas, el margen bruto es muy similar al de Conti TA, y el EBITDA alcanza un monto algo mayor al de la matriz ecuatoriana, este fue USD 20.7 MM (sólo Ecuador USD 20.5 MM).

Según información de la Administración, se espera que el margen bruto se mantenga en niveles parecidos a los actuales. En las proyecciones sensibilizadas se consideró un margen de 20%, que es conservador pero que integra una potencial variación de costos de materia prima.

Los gastos operativos crecieron de forma más acelerada en el 2013, en parte por la absorción de gastos por la apertura de la empresa en Colombia, lo cual no es recurrente. A julio 2014, los gastos en el balance de Conti Ecuador crecen en 10.8% anual, y su peso relativo sobre ventas es de 9.3%.

En cifras consolidadas, el crecimiento fue de 11.2%, y el peso sobre ventas es similar (9.6%). Las proyecciones analizadas y sensibilizadas para Continental Tire Andina estiman un crecimiento promedio de gastos operativos de 16% anual.

A partir de las premisas establecidas y asumiendo un margen bruto estable en los siguientes tres períodos, el EBITDA esperado del 2014 supera los USD 20 MM y cubre holgadamente el resto los gastos financieros y de impuestos.

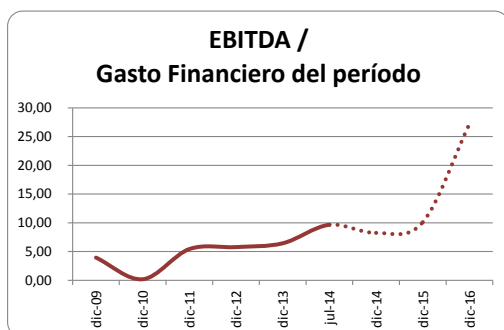
Continental TA ha tenido históricamente flexibilidad financiera al cubrir en más de cinco veces su gasto financiero anual, con excepción del año 2010, cuando el resultado operativo fue

negativo. En el mes de análisis, el EBITDA cubre en casi 10 veces el gasto financiero del período.

El costo financiero de Continental TA es alto, dado que se registra no solo el costo de financiamiento, sino también el impuesto a la salida de divisas por el pago del préstamo del exterior. Además, en el gasto financiero se incluye también el costo del fondo de cesantía de los empleados.

La expectativa es que esta cobertura del EBITDA al gasto financiero se incremente, en especial porque la empresa no tendría necesidad de nuevo financiamiento en el corto plazo, y de esta forma se espera una reducción gradual del monto de deuda financiera en el corto plazo.

Gráfico 6



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR
*EBITDA anualizado sin considerar estacionalidad a julio 2014.

El resultado neto a julio 2014 fue de USD 9.4 MM, lo que significa un resultado anualizado con un crecimiento de 17.1%.

El índice de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) fue 26.1% y sobre activos (ROA) fue 11.93%, mostrando un retorno atractivo para los inversionistas. La perspectiva de generación se mantiene positiva y se espera que el año 2014 la empresa obtenga un resultado superior al 2013, que fuera el mejor año histórico.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

| | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | jul-14 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Activo Corriente | 60% | 68% | 65% | 64% | 65% |
| Fondos Disponibles | 3% | 4% | 5% | 4% | 4% |
| CxC Comerciales | 26% | 34% | 30% | 30% | 29% |
| Inventarios Neto | 25% | 25% | 24% | 23% | 25% |
| Otras cuentas por cobrar | 2% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| Gastos anticipados | 2% | 3% | 7% | 6% | 7% |
| Total Activo No Corriente | 40% | 32% | 35% | 36% | 35% |
| Propiedades | 39% | 31% | 34% | 35% | 34% |
| Inversiones Emp. Relac. | 0% | 0% | 0% | 1% | 1% |
| Activos Diferidos | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Total Activo | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

PASIVOS

| | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | jul-14 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Total Pasivo Corriente | 34% | 41% | 36% | 30% | 26% |
| Deuda Financiera CP | 11% | 10% | 9% | 8% | 3% |
| Deuda Comercial | 18% | 26% | 20% | 14% | 10% |
| Otros Pasivos CP | 5% | 5% | 8% | 8% | 13% |
| Total Pasivo LP | 32% | 30% | 32% | 27% | 25% |
| PATRIMONIO | 34% | 29% | 32% | 42% | 49% |

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Flujo de Caja Libre (FCL) de Continental TA en julio 2014 alcanzó un valor de USD 12.2 MM, que es históricamente el monto más alto de los años analizados. Este incremento responde por una parte al monto del EBITDA, que superó los USD 20 MM, pero también aporta una variación de capital de trabajo positiva, cuando en años pasados ha sido negativa y de montos altos.

Tanto en el balance consolidado como en el individual Continental TA, la variación de capital de trabajo es pequeña y positiva, y el Flujo de Caja Operativo (CFO), muestra un monto alto en los dos casos.

La desaceleración en el crecimiento de las ventas y la utilización de inventarios hace que el capital de trabajo tenga un bajo requerimiento en este período. No obstante, al ser un análisis de medio año siempre existen factores estacionales.

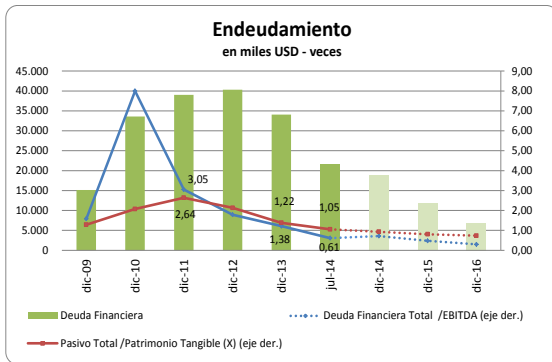
Se espera que hasta diciembre 2014, la variación sea algo más parecida a lo observado históricamente.

Hasta julio 2014, la inversión en CAPEX del año ha sido baja, en comparación a años anteriores, esta ascendió a USD 2.6 MM, que fueron cubiertos por el CFO.

Hasta diciembre 2014, se han proyectado inversiones por USD 5.5 MM, que serían igualmente cubiertas de forma holgada por el flujo operativo.

Si el emisor concreta los planes de expansión e inversión en activos de su planta podría requerir de endeudamiento adicional, pero esta premisa no está considerada en las proyecciones analizadas, dado que la Compañía no ha confirmado la decisión de inversión.

Gráfico 8

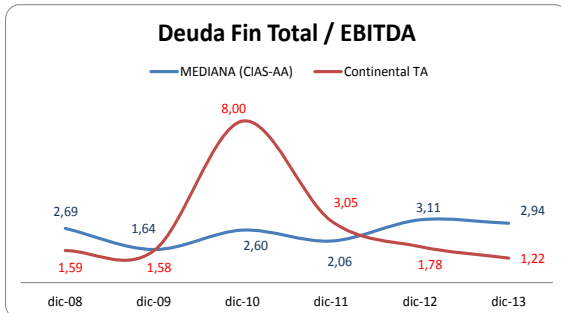


Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

En el gráfico anterior, se puede observar la tendencia a disminuir del nivel de endeudamiento de Continental TA, así como la disminución de los indicadores de deuda frente al EBITDA y al patrimonio tangible. La empresa ha mostrado su capacidad de generación, lo que le ha permitido disminuir la deuda y alcanzar una relación de deuda sobre EBITDA menor a 1 (0.61 veces) al mes de julio 2014, 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

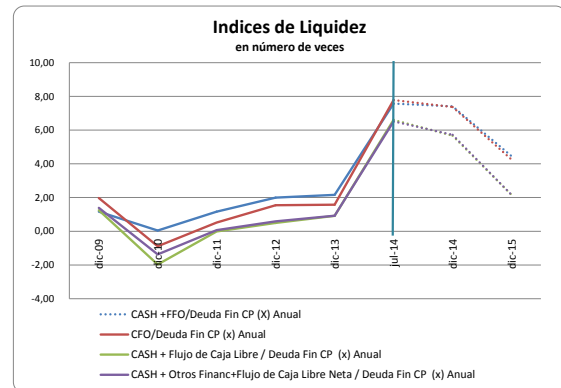


Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR
 *Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

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 fortalece con la incorporación de la mayor parte de las utilidades generadas.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 10



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

En el mes de análisis, tanto Continental TA individual como consolidado, presentan un nivel de liquidez excedentario que cubre en 6 veces la deuda financiera de corto plazo con el flujo de caja libre neto más la caja.

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, y en el último período ha tenido flujo suficiente para cancelar parte de la deuda.

En períodos anteriores, las necesidades de capital de trabajo presionaron la liquidez de la empresa cuando por estrategia de ventas para abastecer el mercado oportunamente decidieron mantener mayor volumen de inventario importado; a julio 2014, el requerimiento de capital de trabajo fue positivo.

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.

Si bien los indicadores a julio 2014 pueden ser coyunturales, y en el corto plazo el nivel de liquidez dependería de que exista mayor crecimiento de ventas o hubiera alguna variación más importante en el requerimiento de capital de trabajo, a futuro la perspectiva es positiva, y se espera que se mantenga una liquidez alta.



La empresa estaría en capacidad de continuar cancelando parte de la deuda, a menos que decidiera incurrir en proyectos específicos de inversión para lo que requieran un financiamiento específico.

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 | jul-14 |
| Activo Líquido (USD M) | 5.165,10 |
| Activo Ajustado (USD M) | 134.952,20 |
| Activo Total (USD M) | 135.825,94 |

| 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 | 29.462,68 | 29.462,68 | 0,18 | 4,58 |
| 2nda | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 1.000,00 | 30.462,68 | 0,17 | 4,43 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance | 38.752,78 | 69.215,46 | 0,07 | 1,95 |
| TOTAL | | 69.215,46 | 69.215,46 | 0,07 | 1,95 |

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 en el mercado de valores, adicionales a las analizadas en este estudio.

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 | jul-14 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Resumen de Resultados | | | | | | |
| Ventas | 104.068 | 123.193 | 197.522 | 204.574 | 189.080 | 108.338 |
| % crecimiento | 0,2% | 18,4% | 60,3% | 3,6% | -7,6% | -1,8% |
| MARGEN BRUTO (%) | 12,9% | 4,4% | 10,8% | 12,2% | 19,9% | 22,8% |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 9.572 | 313 | 12.792 | 22.596 | 28.042 | 20.502 |
| MARGEN EBITDA (%) | 9,2% | 0,3% | 6,5% | 11,0% | 14,8% | 18,9% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 9.572 | 313 | 12.792 | 22.596 | 28.042 | 20.502 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 9,2% | 0,3% | 6,5% | 11,0% | 14,8% | 18,9% |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 3.299 | -6.418 | 5.279 | 12.398 | 21.895 | 14.561 |
| MARGEN EBIT (%) | 3,2% | -5,2% | 2,7% | 6,1% | 11,6% | 13,4% |
| Gasto Financiero del período | -2.425 | -1.714 | -2.354 | -3.910 | -4.357 | -2.123 |
| Impuestos a la renta | -179 | -921 | -686 | -1.706 | -4.005 | -2.834 |
| UTILIDAD NETA | 1.793 | -6.944 | 2.782 | 6.322 | 13.791 | 9.423 |
| Resumen Balance | | | | | | |
| Caja y Equivalentes de Caja | 2.173 | 2.786 | 4.502 | 6.330 | 4.871 | 5.165 |
| Capital de Trabajo | 26.591 | 33.374 | 41.492 | 45.154 | 52.895 | 59.099 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | 18.801 | 25.831 | 43.028 | 39.785 | 39.888 | 39.082 |
| Inventarios | 19.735 | 24.888 | 32.166 | 31.860 | 31.694 | 33.319 |
| Cuentas por Pagar Proveedores | 11.945 | 17.345 | 33.702 | 26.491 | 18.688 | 13.302 |
| Deuda Financiera Total | 15.128 | 33.597 | 39.043 | 40.312 | 34.085 | 21.600 |
| Otros Pasivos | 18.272 | 13.382 | 17.334 | 24.001 | 25.109 | 34.313 |
| Patrimonio | 40.909 | 33.738 | 37.120 | 43.397 | 57.188 | 66.611 |
| Patrimonio Tangible | 35.291 | 31.043 | 34.112 | 42.579 | 56.330 | 65.737 |
| Resumen Flujo de Caja | | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 9.572 | 313 | 12.792 | 22.596 | 28.042 | 20.502 |
| (-) Gasto Financiero del período | -2.425 | -1.714 | -2.354 | -3.910 | -4.357 | -2.123 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -179 | -921 | -686 | -1.706 | -4.005 | -2.834 |
| (-) 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 | 15.545 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | 6.339 | -10.242 | -7.950 | -5.293 | -6.623 | 508 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | 13.307 | -12.564 | 1.801 | 11.687 | 13.056 | 16.053 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 1.677 | 427 | 543 | 337 | 328 | 89 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | -579 | 0 | 0 | -796 | -69 | -270 |
| (+) (-) 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 | -2.674 |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros | 0 | 0 | -48 | -13 | 0 | -15 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | 7.621 | -18.958 | -4.656 | -541 | 5.537 | 13.184 |
| Margen de Flujo de Caja Libre % | 7,3% | -15,4% | -2,4% | -0,3% | 2,9% | 12,2% |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | -8.506 | 18.470 | 5.446 | 1.269 | -6.227 | -12.485 |
| OTROS FINANCIAMIENTO NETO | 1.088 | 1.101 | 926 | 1.101 | 50 | -403 |
| 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 | 296 |
| 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 | 8,32 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x) | 3,95 | 0,18 | 5,43 | 5,78 | 6,44 | 9,66 |
| EBITDA/ Gasto Financiero del período (x) | 3,95 | 0,18 | 5,43 | 5,78 | 6,44 | 9,66 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad | 1,58 | 107,34 | 3,05 | 1,78 | 1,22 | 0,61 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle | 1,35 | 98,44 | 2,70 | 1,50 | 1,04 | 0,47 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%) | 27% | 50% | 51% | 48% | 37% | 24% |
| CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 1,16 | 0,04 | 1,16 | 2,00 | 2,16 | 7,57 |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual | 1,69 | (1,14) | 0,15 | 1,00 | 1,15 | 6,55 |
| CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 1,25 | (1,97) | (0,01) | 0,50 | 0,91 | 6,61 |
| CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 1,39 | (1,37) | 0,06 | 0,59 | 0,92 | 6,51 |



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2014.