

Ecuador
 Papel Comercial

Continental Tire Andina S.A.
(ERCO)

Calificación Inicial

Papel Comercial	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
1ra. Emisión USD 20 MM	AAA	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)	Dic-13	Oct-14
Activos	135.0	140.6
Ventas	189.0	156.6
Margen EBITDA (%)	14.8	19.6
ROA (%)	10.2	12.1
Deuda /Capitalización (%)	37.3	18.0
CFO / Deuda Fin CP	1.1	2.8
FCL / Deuda Fin CP	0.9	2.06
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.7	0.5

*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 otorgar la calificación de **AAA (Triple A)** a la emisión de papel comercial descrita en este estudio. La decisión del Comité se fundamenta en la sólida gestión operativa y situación financiera de la empresa, con una alta flexibilidad financiera, gracias a su nivel bajo 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.

Continental TA actualmente tiene una mejor posición financiera, 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 real en la composición de ventas de la compañía y no a un hecho coyuntural, además se favoreció de un precio más bajo de las materias primas. 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, aunque negativa pero en un monto bajo, significó un flujo operativo suficiente para cubrir las necesidades de inversión en CAPEX, y poder cancelar una parte importante de la deuda financiera.

Si bien en la actualidad, la empresa no requiere deuda adicional, según las proyecciones se consideran proyectos de inversión en CAPEX importantes, que la empresa requerirá financiar con el flujo propio del negocio y deuda adicional a la actual, pero que no compromete de forma importante su flexibilidad financiera en el mediano plazo.

La proyección sí considera un reparto de dividendos, que representará alrededor del 30% 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 Ratings 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: 28/Noviembre/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Octubre/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**

Primera Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.
Monto Autorizado:	USD 20.000.000
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón Cero
Pago de Capital:	Al vencimiento plazo de la emisión
Garantía:	General
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Metrovalores Casa de Valores S.A.
Agente Colocador:	Metrovalores Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	Continental Tire Andina S.A. a través de Decevale (Emisión Desmaterializada)
Rep. Obligacionistas:	Peña, Larrea, Torres & Asoc. Cía. Ltda.

Destino de la emisión:

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas y por el Directorio, el Presidente Ejecutivo determina que los recursos provenientes de la emisión serán utilizados en un 50% para el financiamiento de capital de trabajo principalmente para Inventarios y Cuentas por Cobrar Clientes que se originará por el crecimiento de las ventas y ampliación de la participación en los mercados de Exportación; adicionalmente un 50% será destinado para la reestructuración de préstamos que se mantiene con instituciones bancarias privadas y para reemplazar otras obligaciones con carácter financiero.

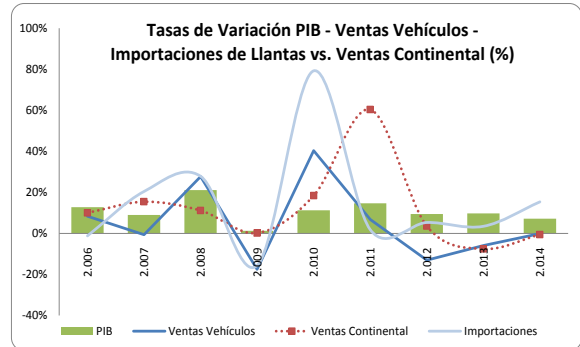
▪ **HECHO RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

- El día 13 de octubre fue publicado por la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) el hecho relevante donde se indicó la intención de la empresa Empronorte Overseas INC de vender el paquete accionario que tiene en Continental Tire Andina, el cual representa el 15% del total de la compañía. Actualmente, la empresa Royal Blue Bristol S.A. posee 7'588.481 acciones de Continental Tire Andina con un valor individual de USD 1, y que representa el 14.88% del nuevo capital de Continental TA.
- Según hecho relevante publicado por la Bolsa de Valores de Quito, con fecha 31 de octubre de 2014, se inscribió la escritura de aumento de capital y reforma del estatuto social de la compañía Continental Tire Andina S.A., en el Registro Mercantil del cantón Cuenca. Escritura pública otorgada ante el Notario Noveno de la ciudad de Cuenca Dr. Eduardo

Palacios Sacoto, en fecha 2 de octubre de 2014. Como consecuencia de lo anterior, el nuevo capital suscrito por la compañía es de US\$ 51,000,018.

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

Gráfico 1

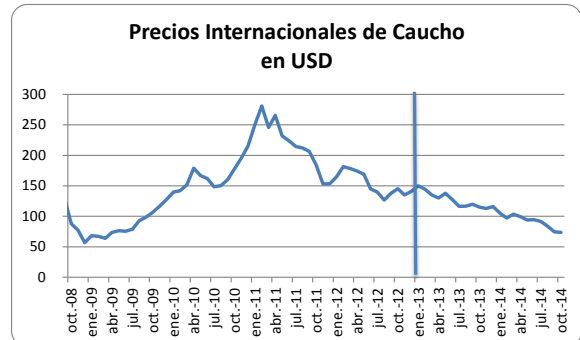


Fuente: BCE, AEADE y Continental Tire Andina

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

Continental Tire Andina se desenvuelve en el mercado de neumáticos, el cual está estrechamente relacionado al sector de vehículos, al ser uno de sus componentes principales. En el Ecuador, el sector automotor ha tenido un importante crecimiento tanto en la parte industrial, relacionado al ensamblaje local, como al comercial con un flujo alto de vehículos importados en la última década.

El dinamismo del sector automotor en el país ha estado vinculado a una mayor capacidad adquisitiva y más facilidades de financiamiento otorgadas por el sistema financiero hacia este segmento.

Como se puede observar en el Gráfico 1, el sector automotor ecuatoriano tuvo hasta el 2011 un comportamiento similar al del PIB y posteriormente su evolución se vio afectada por las

políticas públicas dirigidas a reducir la importación, principalmente a través de cupos, aranceles y normas técnicas. En el año 2014, se prevé que exista una contracción global de las ventas de vehículos en el país de -0.1%, en contraste con las previsiones de crecimiento del PIB para el 2014 publicadas por el BCE, que llegan al 7%.

Si bien la producción o ensamblaje corresponde a una parte de la demanda de neumáticos local, existe un amplio mercado en la demanda de llantas para reposición, en especial en el segmento de vehículos de transporte pesado, cuyo crecimiento está ligado al de la industria en general y a la obra pública. Esta condición hace que la demanda de neumáticos en el país sea relativamente estable y predecible.

En relación a la oferta, el emisor analizado es el único fabricante de neumáticos en Ecuador, lo cual le otorga ventajas diferenciales frente a la competencia importada; adicionalmente, Continental participa en el mercado local con productos importados de su misma marca.

En cuanto a los productos importados, en el mercado se puede encontrar diversidad de marcas, que compiten por precio y calidad, siendo Continental una marca bien posicionada. 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.

Esta presión de la competencia es uno de los factores que más influye en el movimiento de precios del mercado con una ligera tendencia a la baja en el último año.

Por otra parte, el costo de ventas está altamente influenciado por el movimiento del precio de la principal materia prima, que es el caucho, el cual se ha mantenido con una marcada tendencia a la baja durante el año 2014. De esta forma, los márgenes de la industria ahora son mayores en comparación a períodos anteriores.

No obstante, 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 para nuevos fabricantes.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Continental Tire Andina (Continental TA) es el único productor de neumáticos local, que además cuenta con una amplia gama de productos

importados de la misma marca, que complementan su presencia en el mercado ecuatoriano, en el cual es líder.

Continental AG de Alemania es el accionista mayoritario de Continental TA desde junio 2009, de esta forma, la empresa consolidó su posición en el Ecuador, y ha abierto las posibilidades de exportar a otros mercados en Latinoamérica. Desde el año 2013, Continental TA tiene una oficina sucursal en Colombia y se espera que la sucursal en Chile, recién creada en el 2014, inicie sus ventas desde enero del 2015.

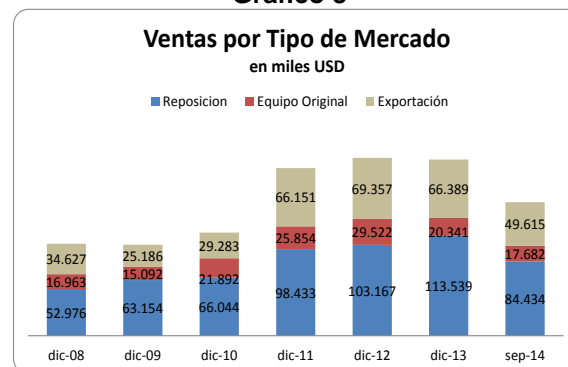
Además, la relación con Continental AG de Alemania le proporciona al emisor el acceso a soporte operativo con políticas corporativas bien definidas, asistencia técnica e incluso asistencia financiera en caso de requerirlo, como ocurrió en el año 2010.

La empresa mantiene canales de distribución y servicio post venta, donde ofrece 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 en miles de dólares, no anualizadas a septiembre 2014, de Continental TA sin consolidar con Continental Colombia.

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 36%, 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. En la empresa laboran 1096 empleados (dato a septiembre 2014), 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 es el accionista principal de Continental Colombia, esta es una oficina comercial, que 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.

La empresa en Colombia fue recientemente creada y aún tiene una baja representación en las ventas consolidadas, sin embargo se espera que gane dinamismo en los siguientes períodos.

Además, Continental está incursionando en el mercado chileno, con una oficina propia, donde existe una amplia demanda y oportunidades de crecimiento.



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

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 Ecuador. Andujar también es el accionista principal de una plantación de caucho, de una empresa de reencauche y de una comercializadora de llantas importadas.

Continental Tire Andina tiene una relación administrativa con Globallantas 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. A la fecha, 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
Royal Blue Bristol S.A.	CR	15
Otros menos 10%		34
TOTAL		100

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

Continental AG es el mayor accionista de General Tire International Company, 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 Ratings, con una calificación de BBB con perspectiva 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 se registró como un préstamo a largo plazo, que se terminó de pagar con los flujos propios de la compañía en septiembre del 2014.

En relación a los dividendos, históricamente no se han realizado repartos importantes; 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 las proyecciones analizadas, se espera que a partir del año 2015 la empresa realice un reparto de

dividendos equivalente al 30% de las utilidades del año.

▪ **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, que se ha hecho más evidente durante el año 2014.

Para los siguientes períodos, el objetivo es mantener la participación de mercado en el Ecuador, pese a la presión que ejerce la competencia especialmente de marcas chinas, e impulsar la expansión hacia los mercados de exportación. Dado que Continental TA es líder de ventas en el mercado ecuatoriano, se espera un mínimo crecimiento en volumen en los siguientes períodos, aunque con un margen bruto más alto en comparación a lo histórico.

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

Las ventas de los productos importados desde otras empresas Continental hacia las oficinas de Colombia y Chile se 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 anualmente por montos entre USD 11 MM y USD 20 MM, del 2014 al 2016. Este plan de expansión de inversiones en activos sería financiado en parte con deuda financiera y en parte con el giro del negocio, cuyo fin será el aumento de la línea de camión y posiblemente maquinaria para reencauche.

Históricamente, las políticas de endeudamiento han sido conservadoras, y actualmente la deuda de la empresa tiene baja representatividad frente al EBITDA y a su nivel de capitalización.

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 financiera 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 octubre 2014.

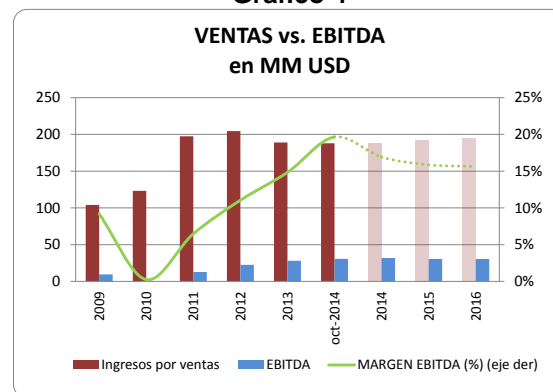
También se revisaron los estados financieros auditados consolidados del emisor con Continental Colombia al 31 de diciembre 2013 e interinos al 31 de octubre del 2014.

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

Las proyecciones de los distintos indicadores financieros del emisor parten de las expectativas del emisor, pero han sido ajustadas por la Calificadora para recoger nuestro criterio y en ciertos casos evaluarlo bajo condiciones conservadoras.

▪ **Gestión Operativa y Tendencias**

Gráfico 4

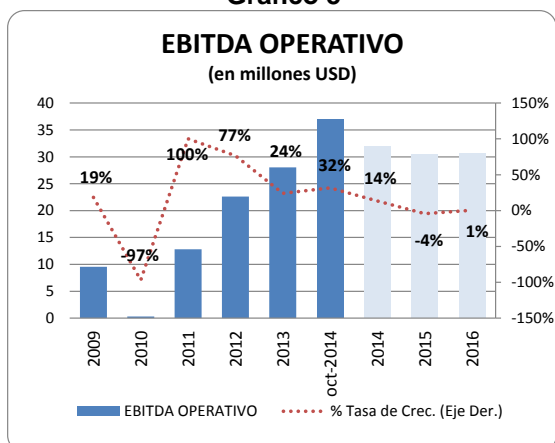


Fuente: Continental Tire Andina

Elaboración: BWR

*Ventas anualizadas sin considerar estacionalidad a octubre 2014.

Gráfico 5



Fuente: Continental Tire Andina. Elaboración: BWR

*EBITDA anualizado sin considerar estacionalidad a octubre 2014.

Las ventas de Continental TA al mes de octubre 2014 ascendieron a USD 156 MM y en cifras consolidadas con Colombia fueron de USD 170 MM. El volumen de ventas en los dos casos muestra una contracción de -0.5%, anualizando las ventas del mes de octubre y sin considerar ningún factor estacional para los dos últimos meses del año.

La principal razón por la desaceleración de ventas en este año han sido las restricciones en el mercado venezolano, el cual antes era uno de los nichos de exportación importante para Continental; sin embargo en el 2014 este se contrajo y no logró reponerse hasta el mes de octubre.

Las proyecciones sensibilizadas por BWR estiman que, bajo este escenario, la contracción del volumen de ventas se mantendría hasta finalizar el año 2014, de forma que las ventas consolidadas podrían disminuir en alrededor de 0.5%. En los siguientes dos años, se espera un crecimiento bajo de las ventas de Continental Ecuador, y a nivel de grupo sí se considera un comportamiento más dinámico de los mercados de Colombia y Chile. Las ventas del Grupo crecerían en 12% en el 2015 y 11% en el 2016, por sobre el 2% de crecimiento proyectado local.

Pese a que el volumen de ventas se contrae, el margen bruto continúa mejorando al mes de octubre, y esto se traduce en un incremento significativo del EBITDA en el 2014. El margen se ha beneficiado por un menor costo de ventas en este año, en especial por la caída de los precios del caucho a nivel internacional.

El EBITDA operativo al mes de octubre 2014 creció en 32% (anualizado), y alcanzó un monto de USD 30.7 MM. En cifras consolidadas, el margen bruto es muy similar al de la empresa local, y el EBITDA alcanza un monto que fue de 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 21% hasta finalizar el año 2014, y porcentajes algo más conservadores para los siguientes dos años. Debido a que el caucho es un *commodity*, existe un riesgo de volatilidad de precios, que es en parte mitigado por los contratos futuros a los que puede acceder Continental TA a través de su casa matriz en Alemania.

Con un aumento significativo del margen bruto al mes de octubre y un crecimiento moderado del gasto operativo (5.25% sin considerar el gasto de depreciación), el Margen EBITDA muestra una clara tendencia ascendente como se puede observar en el gráfico 4, y llega a 19.65%, el mayor histórico.

Las proyecciones analizadas y sensibilizadas para Continental Tire Andina estiman un crecimiento promedio del gasto operativo sin depreciación similar al del 2014, y se estima, tanto en cifras consolidadas como de la matriz, que se mantenga un peso relativo del gasto sobre ventas entre 9% y 11% en el 2015 y 2016.

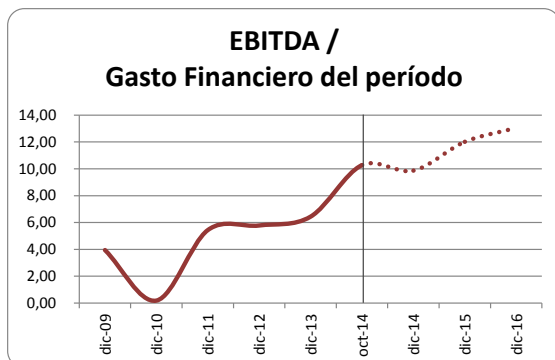
A partir de las premisas establecidas y asumiendo un margen bruto estable en los siguientes tres períodos, el EBITDA esperado del 2014 supera los USD 30 MM y cubre holgadamente los gastos financieros e impuestos.

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 10 veces el gasto financiero del período, y la proyección estima que esta flexibilidad mantendría en los dos años siguientes.

El costo financiero de Continental TA desde el 2012 ha sido alto, dado que se registraba no solo el costo de financiamiento, sino también el impuesto a la salida de divisas por el pago del préstamo del exterior, el cual se canceló en su totalidad en el mes de octubre 2014.

Además, en el gasto financiero se incluye también el costo del fondo de cesantía de los empleados. En el 2015 y 2016 el costo financiero proyectado es menor. Por esta razón, la expectativa es que esta cobertura del EBITDA al gasto financiero se incremente.

Gráfico 6



Fuente: Continental Tire Andina

Elaboración: BWR

*EBITDA anualizado sin considerar estacionalidad a octubre 2014.

El resultado neto a octubre 2014 alcanzó un monto de USD 13.9 MM en el caso de Continental Ecuador, y en cifras consolidadas fue USD 14.1 MM. La utilidad de la empresa ecuatoriana al mes de octubre representa el 101% de la utilidad del año 2013, si este monto se anualiza, el resultado neto tendría un crecimiento de 21% anual en el 2014.

El índice de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) fue 26.05% y sobre activos (ROA) fue 12.1%, 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	oct-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	oct-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), que al mes de octubre es uno de los más altos de los períodos analizados, se ha fortalecido por el crecimiento del EBITDA y por una variación de capital de trabajo, que aunque negativa fue de un monto bajo, en comparación a años anteriores.

Hasta finalizar el año 2014, se espera una variación de capital de trabajo positivo de forma que el flujo de caja operativo es suficiente para cubrir las necesidades de CAPEX del período y pagar parte de la deuda financiera.

En el año 2015, la variación de capital de trabajo se espera que sea negativa y en un monto mayor.

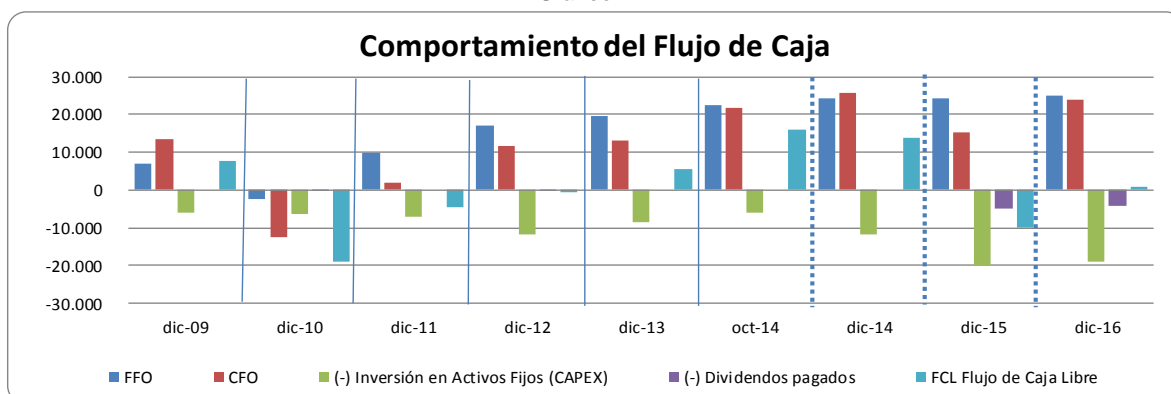
En el caso del balance consolidado, la variación de capital de trabajo negativa es más alta, lo que es consistente con el crecimiento de ventas esperado en las sucursales de Colombia y Chile.

En cuanto a la inversión en CAPEX, el emisor tiene previstos algunos planes de expansión e inversión en activos de su planta, por montos de USD 20 MM y USD 19 MM en los siguientes dos años.

Además, se estima realizar un reparto de dividendos equivalente al 30% de las utilidades del año en el período 2015 y 2016.

De esta forma, el FCL esperado a diciembre 2014 sería positivo y de un monto alto, con lo que se cancelaría cerca del 40% de la deuda financiera que

Gráfico 7



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

existente a diciembre 2013.

Para los siguientes dos años, bajo las premisas consideradas de generación de flujos operativos, inversión en CAPEX y pago de dividendos, Continental TA requerirá deuda financiera adicional en el 2015 por cerca de USD 10 MM y en el 2016, un monto bajo de USD 100 M.

En el balance consolidado, al tener un mayor crecimiento de ventas por la sucursal de Colombia, se espera un flujo de caja libre negativo más alto. Según información de la Administración, el crecimiento de las ventas de las sucursales será apalancado con deuda bancaria de los países donde están las oficinas filiales.

Deuda Financiera: Vencimientos

al 31 de octubre del 2014	Miles USD
Pagos Corrientes	7.600
Dos Años	3.200
Tres Años	3.200
Cuatro Años	1.600

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

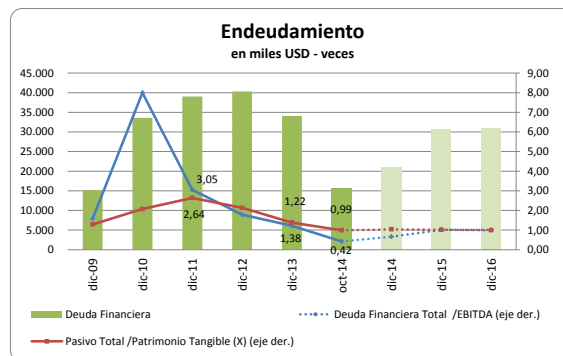
La deuda financiera de Continental TA al mes de octubre 2014, muestra una significativa disminución frente al monto de diciembre 2013, principalmente porque fue cancelado un préstamo que la empresa mantenía con su casa matriz y que representaba un costo financiero más alto.

Al mes de análisis, la empresa tiene un volumen de deuda financiera de USD 15.7 MM, que en un 60% está clasificada como de corto plazo. Esta está constituida por USD 9.6MM correspondientes a las dos emisiones de mercado de valores vigentes, y USD 6 MM a deuda bancaria local de corto plazo.

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. La nueva emisión de papel comercial prevista servirá para financiar los requerimientos de flujo en el 2015 y 2016.

Las proyecciones estiman que la deuda financiera alcanzaría un monto cercano a USD 30 MM en los siguientes dos años. Este monto sería menor a la generación de EBITDA, de forma que esperamos que la relación entre la deuda financiera y el EBITDA se mantenga por debajo de 1 en los años proyectados.

Gráfico 8

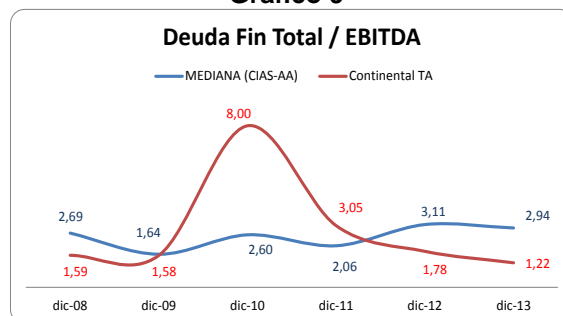


Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

En el gráfico anterior, se puede observar la importante caída del nivel de endeudamiento de Continental TA desde el año 2010, y aunque los siguientes años serían períodos de expansión, la generación propia haría que la empresa continúe con indicadores de deuda sobre EBITDA bajos. 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.

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. Con la capitalización de parte de las reservas en el 2014, el índice de deuda sobre capitalización bajó a 18%, indicador que es significativamente menor al de otras empresas.

Gráfico 9



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

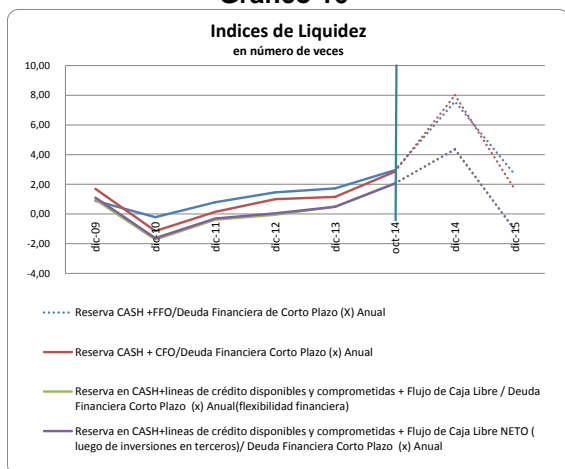
Un pasivo de largo plazo importante en el balance de Continental TA, lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Según información del Auditor y de la Administración, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos.

Adicionalmente, de acuerdo al informe de auditoría del 2013 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.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**

Gráfico 10



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

El nivel de liquidez de Continental TA en el mes de análisis es alto, con un flujo de caja libre positivo, que cubre en dos veces la deuda financiera de corto plazo.

En los períodos analizados, con excepción del año 2010, cuando la empresa requirió endeudamiento adicional para cubrir sus necesidades de inversión en activos fijos y capital de trabajo, Continental ha tenido flujos de fondos y de caja operativos positivos y suficientes para las inversiones, y además, cancelar parte de la deuda financiera, de forma que la empresa pudo disminuir su deuda financiera en 40% en los dos últimos años.

La liquidez puede verse presionada por mayores necesidades de capital de trabajo, como ocurrió en períodos anteriores, esto en caso de darse un movimiento volátil del precio del caucho, que podría incrementar el costo de los inventarios; no obstante, Continental al ser parte de un grupo internacional, mitiga en alguna medida el riesgo. En la actualidad, se prevé una tendencia estable de los precios de la materia prima, al menos en el corto plazo.

El financiamiento a clientes se maneja como estrategia de ventas, en general, la cartera de Continental TA es de buena calidad y no se esperan

aumentos importantes en el rubro. Tampoco se espera financiamiento adicional de proveedores para los próximos años.

Según las proyecciones, la empresa finalizaría el año 2014 con un nivel alto de liquidez, con el que podría cubrir el 100% de la deuda actual, y para los siguientes períodos, se espera que la liquidez se presione de darse el plan de inversión de activos fijos proyectado; no obstante, la empresa tendría toda la capacidad de refinanciar la deuda de corto plazo.

La emisión de papel comercial objeto de esta calificación, significaría una línea de financiamiento de corto plazo a la cual el emisor tendría acceso en caso de requerirlo.

Además, se estima que Continental es un buen sujeto de crédito en el sistema financiero con capacidad de refinanciar su deuda, y cuenta 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	oct-14
Activo Líquido (USD M)	2.169,29
Activo Ajustado (USD M)	139.863,05
Activo Total (USD M)	140.692,07

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	38.452,98	38.452,98	0,06	3,64
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	6.000,00	44.452,98	0,05	3,15
3era	Deuda sin garantía específica de balance	25.125,27	69.578,25	0,03	2,01
TOTAL		69.578,25	69.578,25	0,03	2,01

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

De acuerdo a la circular de oferta pública de la nueva emisión de papel comercial, se han establecido los siguientes resguardos:

- 1) Tomar las decisiones necesarias a fin de preservar el cumplimiento del objeto social de la Compañía y garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas;



2) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;

3) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo;

4) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora;

5) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores y demás normas pertinentes.

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

Al momento del análisis, el emisor cumple con los resguardos establecidos.

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.

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	oct-14
Resumen de Resultados						
Ventas	104.068	123.193	197.522	204.574	189.080	156.680
% crecimiento	0,2%	18,4%	60,3%	3,6%	-7,6%	-0,6%
MARGEN BRUTO (%)	12,9%	4,4%	10,8%	12,2%	19,9%	23,1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	30.795
MARGEN EBITDA (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	19,7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	30.795
MARGEN EBITDAR (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	19,7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.299	-6.418	5.279	12.398	21.895	22.108
MARGEN EBIT (%)	3,2%	-5,2%	2,7%	6,1%	11,6%	14,1%
Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-2.998
Impuestos a la renta	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-5.158
UTILIDAD NETA	1.793	-6.944	2.782	6.322	13.791	13.925
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	2.173	2.786	4.502	6.330	4.871	2.169
Capital de Trabajo	26.591	33.374	41.492	45.154	52.895	62.857
Cuentas por Cobrar Comerciales	18.801	25.831	43.028	39.785	39.888	42.921
Inventarios	19.735	24.888	32.166	31.860	31.694	35.213
Cuentas por Pagar Proveedores	11.945	17.345	33.702	26.491	18.688	15.277
Deuda Financiera Total	15.128	33.597	39.043	40.312	34.085	15.600
Otros Pasivos	18.272	13.382	17.334	24.001	25.109	38.702
Patrimonio	40.909	33.738	37.120	43.397	57.188	71.113
Patrimonio Tangible	35.291	31.043	34.112	42.579	56.330	70.284
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	9.572	313	12.792	22.596	28.042	30.795
(-) Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-2.998
(-) Impuesto a la renta del período	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-5.158
(-) 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	22.639
(-) Variación Capital de Trabajo	6.339	-10.242	-7.950	-5.293	-6.623	-747
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13.307	-12.564	1.801	11.687	13.056	21.892
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.677	427	543	337	328	151
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-579	0	0	-796	-69	-178
(+) (-) 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	-6.055
(-) 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	15.810
Margen de Flujo de Caja Libre %	7,3%	-15,4%	-2,4%	-0,3%	2,9%	10,1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-8.506	18.470	5.446	1.269	-6.227	-18.485
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1.088	1.101	926	1.101	50	-28
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	-2.702
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.978	2.173	2.786	4.502	6.330	4.871
Indicadores						
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	3,87	-0,35	5,14	5,34	5,52	8,55
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	10,27
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	10,27
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	1,58	107,34	3,05	1,78	1,22	0,42
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	1,35	98,44	2,70	1,50	1,04	0,36
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	27%	50%	51%	48%	37%	18%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1,16	0,04	1,16	2,00	2,16	3,19
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,69	(1,14)	0,15	1,00	1,15	2,86
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	0,97	(1,72)	(0,38)	(0,05)	0,49	2,06
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	1,11	(1,62)	(0,30)	0,05	0,49	2,06

CONTINENTAL TIRE ANDINA Y SUBSIDIARIA

(Miles de USD)	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	oct-14
Resumen de Resultados						
Ventas	104.068	123.193	197.522	204.574	205.292	169.969
% crecimiento	0,2%	18,4%	60,3%	3,6%	0,4%	-0,6%
MARGEN BRUTO (%)	12,9%	4,4%	10,8%	12,2%	20,0%	22,7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	29.597	30.291
MARGEN EBITDA (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,4%	17,8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	29.597	30.291
MARGEN EBITDAR (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,4%	17,8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.299	-6.418	5.279	12.398	23.450	22.725
MARGEN EBIT (%)	0	-0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.422	-3.025
Impuestos a la renta	-179	-921	-686	-1.706	-4.288	-5.263
UTILIDAD NETA	1.793	-6.944	2.782	6.322	14.333	14.149
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	2.173	2.786	4.502	6.330	5.788	2.723
Capital de Trabajo	26.591	33.374	41.492	45.154	53.464	63.549
Cuentas por Cobrar Comerciales	18.801	25.831	43.028	39.785	41.792	45.920
Inventarios	19.735	24.888	32.166	31.860	31.741	35.277
Cuentas por Pagar Proveedores	11.945	17.345	33.702	26.491	20.069	17.648
Deuda Financiera Total	15.128	33.597	39.043	40.312	34.085	15.726
Patrimonio	40.909	33.738	37.120	43.397	57.652	71.721
Patrimonio Tangible	35.291	31.043	34.112	42.579	57.614	71.673
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	9.572	313	12.792	22.596	29.597	30.291
(-) Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.422	-3.025
(-) Impuesto a la renta del período	-179	-921	-686	-1.706	-4.288	-5.263
(-) Dividendos * preferentes * pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pag)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6.968	-2.322	9.752	16.980	20.886	22.004
(-) Variación Capital de Trabajo	6.339	-10.242	-7.950	-5.293	-6.989	-304
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13.307	-12.564	1.801	11.687	13.897	21.700
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.677	427	543	337	550	151
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-579	0	0	-796	-956	-439
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-686	-179	0	-31	654	-109
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-380	0	-46	0	29
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6.098	-6.262	-6.952	-11.678	-8.510	-6.055
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-48	-13	0	-10
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	7.621	-18.958	-4.656	-541	5.635	15.267
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-8.506	18.470	5.446	1.269	-6.227	-18.359
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1.088	1.101	926	1.101	50	26
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	-0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	204	613	1.716	1.830	-543	-3.065
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.978	2.173	2.786	4.502	6.330	5.788
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	2.182	2.786	4.502	6.331	5.787	2.723
Indicadores						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,58	107,34	3,05	1,78	1,15	0,43
FFO/Intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	3,87	-0,35	5,14	5,34	5,72	8,27
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1,43	-3,47	2,48	2,79	4,77	8,01
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0,27	0,50	0,51	0,48	0,37	0,18
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,16	0,14	0,25	0,19	0,25	0,24
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1,28	2,07	2,64	2,13	1,38	1,01
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,97	-1,72	-0,38	-0,05	0,50	1,96
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,11	-1,62	-0,30	0,05	0,50	1,97
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera	0,97	-1,72	-0,38	-0,05	0,50	1,96
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego	1,11	-1,62	-0,30	0,05	0,50	1,97



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.