

Ecuador
Emisión de Obligaciones
y Papel Comercial

Continental Tire Andina S.A. (ERCO)

Calificación Inicial

Emisión de Obligaciones / Papel Comercial	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
1ra. Emisión P/C 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-14	Feb-15
Activos	140.4	143.5
Ventas	186.8	27.0
Margen EBITDA (%)	19.4	11.6
ROA (%)	12.2	7.1
Deuda /Capitalización (%)	20.4	19.2
Reserva +CFO / Deuda Fin CP	1.8	0.6
Reserva + FCL / Deuda Fin CP	1.07	-0.8
Deuda Financiera Total /FFO (x)	0.7	1.3

*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 mantener la calificación de **AAA (Triple A)** a las emisiones de obligaciones y papel comercial, vigentes de Continental Tire Andina y descritas 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 e incremento del EBITDA.

Adicionalmente, la calificación incluye el soporte de Continental AG, su accionista mayoritario, quien ha otorgado a la empresa apoyo financiero, operativo y estratégico, desde que es socio mayoritario. 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 estructura de ventas de la compañía y no a un hecho coyuntural, además se favoreció de un precio más bajo de las materias primas, que se espera se mantenga en el corto plazo.

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, pero con mayores expectativas de incremento de ventas en mercados externos donde ya poseen oficinas como son Colombia y Chile.

En el 2014, el EBITDA generado fue suficiente para cubrir, los gastos financieros, gasto de impuestos, una variación negativa pero baja de capital de trabajo y cancelar el 44% de la deuda financiera vigente en 2013.

Las proyecciones analizadas estiman que en los siguientes dos años la empresa incrementará sus requerimientos de flujos para cubrir los proyectos de inversión en CAPEX de mayor volumen y un reparto de dividendos esperado del aproximadamente 30% del resultado neto. Aun considerando estas premisas, el flujo operativo, bajo las condiciones proyectadas, serviría para financiar parte de los proyectos y Continental necesitaría deuda adicional a la actual que no afectaría sus indicadores de endeudamiento, que seguirán en niveles acordes a la calificación actual del emisor.

Continental AG (Alemania), accionista principal de la Empresa, cuenta con una calificación en escala internacional otorgada por Fitch Ratings 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/Abril/2015

ESTADOS FINANCIEROS A: 28/Febrero/2015

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:	25-nov-16	28-dic-17
Monto Colocado:	USD 8,000,000	USD 8,000,000
Monto en Circulación:	USD 3,200,000	USD 4,800,000
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

Primera Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.
Monto Autorizado:	USD 20.000.000
No. Resolución:	SCVS.INMV.DNAR.15.0000540
Fecha Aprobación SIC:	28-feb-15
Fecha Vencimiento:	17-feb-17
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 & Aso. Cía. Ltda.

Destino de la emisión de Papel Comercial:

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

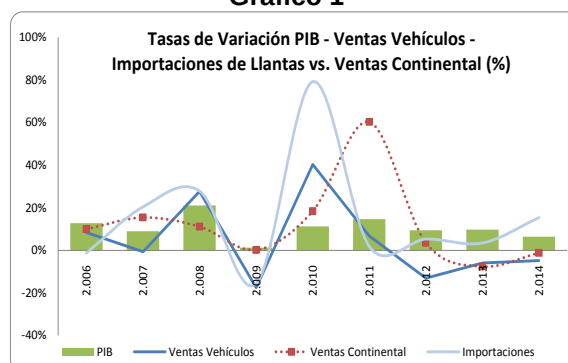
- Según hecho relevante publicado por la Bolsa de Valores de Quito, la Junta General Ordinaria de Accionistas en sesión del 20 de marzo 2015, resolvió que, después de destinar el 10% a la reserva legal de la Compañía, se realizará un reparto de dividendos por la

cantidad de USD 5,100,000 a todos los accionistas en proporción a su capital pagado; así como se aprobó, que sobre la diferencia, aumentar el capital suscrito de la Compañía, hasta por la suma de USD 10'005.088; se autorizó además a la Administración la negociación de fracciones excedentes que podrían existir.

- La Superintendencia de Compañías, mediante Resolución No. SCVS.15.541, del 28 de febrero del 2015, aprobó la primera emisión de papel comercial de Continental Tire Andina, hasta por un monto de USD 20 millones. La primera negociación tuvo fecha 2 de abril del 2015, y hasta la fecha de presentación de este informe se han colocado USD 10 millones.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1

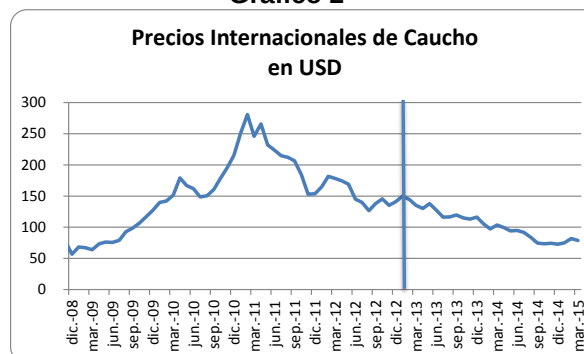


Fuente: BCE, AEADE y Continental Tire Andina

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 TA.

Gráfico 2



Fuente: Indexmundi

Elaboración: BWR

El mercado de neumáticos en el Ecuador tiene alta competencia y está compuesto por un solo productor que es Continental Tire Andina, y un número importante de empresas comercializadoras de productos importados.



En el mes de marzo 2015, el Gobierno anunció la decisión de establecer una salvaguarda a cerca de 6000 productos importados, entre los que se encontraban los neumáticos para vehículos livianos y pesados. Esta sobretasa para llantas se estableció inicialmente con el 25%, con el objetivo de contrarrestar la apreciación del dólar frente a las monedas de países con relación de comercio exterior con el Ecuador.

En el mes de abril 2015, el Comité de Comercio Exterior (COMEX) resuelve eliminar la salvaguarda para neumáticos de vehículos livianos y a una parte de neumáticos para vehículos pesados y de transporte público. No obstante, los productos importados continúan con cupos límites de importación y con aranceles.

En este sentido, Continental TA tiene una ventaja comparativa en la producción local, en relación a la actual política arancelaria para productos importados, es líder del mercado en Ecuador, con una participación que se ha mantenido estable históricamente. Además, la marca Continental es reconocida y tiene alta aceptación en el mercado.

Los productos de la competencia provienen especialmente de Asia, y han 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 2014.

La demanda es estable y relativamente inelástica, dado que es un producto necesario y sin sustitutos, con una rotación establecida, que es mayor en el transporte de tipo pesado. El movimiento de precios del sector por el esperado impacto de las medidas de salvaguardas, generó una demanda extraordinaria en el mes de marzo, cuando las ventas del sector se incrementaron.

Continental TA, como productor local, atiende a tres tipos de demanda, la que proviene de los ensambladores locales, la del mercado de reposición y las exportaciones. La demanda de los ensambladores locales es más estable y crece al ritmo del aumento de la producción de vehículos en el país, aunque es el menos significativo en el volumen de ventas de la empresa.

El mercado de reposición es amplio, ligado al fuerte crecimiento del parque automotor en el país en la última década. Este es un tipo de demanda estable y creciente, si bien los vehículos nuevos han desacelerado sus ventas en el último año, como consecuencia de los cupos y aranceles.

En el año 2014, existió un crecimiento de las ventas de vehículos en el país de 9.6%, superior a

las expectativas iniciales del sector, y a las previsiones en términos de crecimiento del PIB corriente para el 2014 publicadas por el BCE, que llegan al 6.4%, y similar a la importación de neumáticos que supera el 10% de incremento anual.

Un riesgo importante en la industria de neumáticos a nivel general ha sido la volatilidad del precio de la principal materia prima que es el caucho. En los últimos años, los precios han mantenido una clara tendencia a la baja, luego de un incremento fuerte de precios en el 2010. 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 por factores externos no controlables.

La industria de neumáticos es intensiva en uso de capital y tiene necesidades permanentes de inversión para mantenimiento y renovación, lo que genera importantes barreras de entrada para nuevos fabricantes locales.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Continental Tire Andina (Continental TA) es el único productor de neumáticos en Ecuador, y además cuenta con una amplia gama de productos importados de la misma marca, que complementan su presencia en el mercado local donde 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, que es 100% propiedad de Continental TA, y la sucursal en Chile, recién creada en el 2014, que inició sus operaciones en 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.

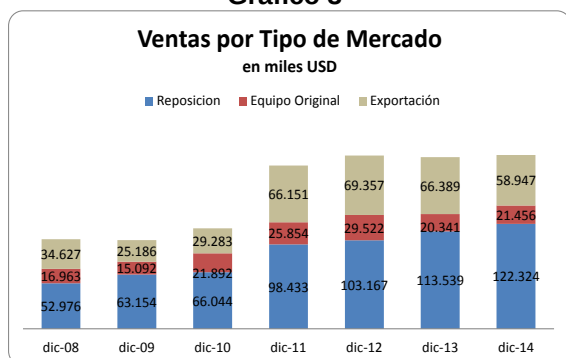
La empresa mantiene canales de distribución y servicio post venta, donde ofrece tanto productos de fabricación local como importados, en las principales ciudades del país; utiliza un sistema distribución y servicio de acuerdo a sus diferentes productos y marcas, con la red de talleres ERCO Tires, CONTI 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 consolidadas en miles de dólares a diciembre 2014, de Continental TA y Continental Colombia.

En los tres tipos de mercado, la empresa ha alcanzado un importante posicionamiento y ritmo de crecimiento. La participación en el segmento de vehículos livianos en Ecuador a diciembre 2014 fue de 39.8%, mientras que en Colombia tienen ya una participación de 8% en este segmento. En el de vehículos pesados, tienen el 21.9% de participación en Ecuador y 4.1% en Colombia.

Continental TA cuenta con una planta de producción que trabaja a cerca del 100% de su capacidad. En la empresa laboran 1106 empleados (dato a diciembre 2014), de ellos alrededor de 200 conforman el Comité de Empresa, con el cual la Administración mantiene buenas relaciones actualmente, se firmó el contrato colectivo hace un año, el cual estará vigente hasta marzo del 2016.

■ 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. Esta tendría capacidad de apalancarse con deuda financiera local para el crecimiento del negocio.

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

CONTINENTAL TIRE ECUADOR

Deuda Fin.
USD 18,0 MM
Deuda Fin /
EBITDA 0,95

99/00%

CONTINENTAL COLOMBIA

Deuda Fin.
USD 0 M
Deuda Fin / EBITDA 0

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

*Datos a febrero 2015.

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	31,66	
Continental Tire The Americas LLC	USA	19,38	
Royal Blue Bristol S.A.	CR	14,88	
Otros menos 10%		34,08	
TOTAL		100,00	

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 F2 en el corto plazo y BBB con perspectiva positiva, establecida en septiembre 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 revolviente, 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 octubre 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. En el 2015, se ha establecido un reparto de dividendos equivalente al 30% de la utilidad neta del 2014, el resto será utilizado en la reserva legal y se capitalizará.

Se espera que a partir del año 2015 la empresa realice un reparto de dividendos equivalente al 30% de las utilidades del año, en los siguientes períodos.

▪ **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 desde 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 2009-2014 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 febrero 2015.

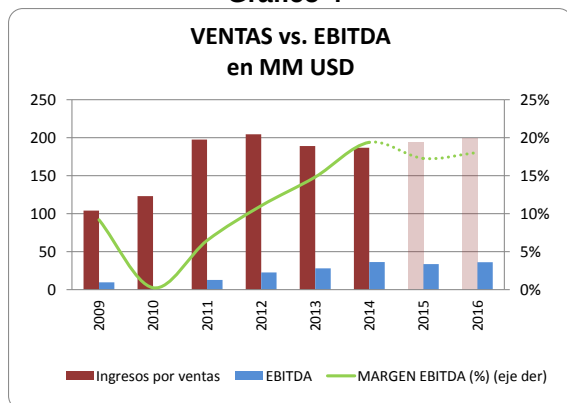
También se revisaron los estados financieros auditados consolidados del emisor con Continental Colombia al 31 de diciembre 2013 e interinos al 31 de octubre del 2014. Adicionalmente, se revisó información contable de Continental Colombia a diciembre 2014 y febrero 2015.

Para todos los casos en este informe, 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.

Las proyecciones de los distintos indicadores financieros 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

Gráfico 5



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

El volumen de ventas real de Continental TA a diciembre 2014 fue de USD 186 MM, que significó una reducción de 1.2% en comparación a las ventas del 2013 y 0.7% menor en relación a la proyección analizada. La contracción se explica, principalmente porque dejan de registrarse las ventas de Colombia en el balance de Continental TA, además por la desaceleración del mercado exportador, en especial por las ventas dirigidas a Venezuela. En cifras consolidadas, también existe una contracción de ventas de un 1%, se espera que las ventas en Colombia se dinamicen a partir del 2015.

Las proyecciones de ventas sensibilizadas por BWR estiman que, bajo un escenario conservador en el 2015, el volumen de ventas de la empresa en Ecuador podría crecer a un ritmo similar al de la economía de 4% anual, mientras que en cifras consolidadas se espera un crecimiento más

dinámico de 12% considerando que las ventas puedan crecer en las sucursales de Colombia y Chile, y algo menos acelerado en los siguientes dos años.

En relación al margen bruto, un incremento real de este en 1.6 puntos porcentuales en el 2014 compensó en alguna medida la contracción de las ventas. La utilidad bruta generada en el 2014 fue 7.2% superior a la esperada en la proyección. 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 y el cambio en el mix de ventas de la compañía.

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 21.5% en los períodos 2015 y 2016, estimando que los precios del caucho se mantengan estables en estos períodos.

Por otra parte, los gastos operativos tuvieron un crecimiento menos acelerado en comparación a lo esperado, debido a un estricto control del mismo por parte de la Administración, que además no han requerido egresos extraordinarios en el 2014. El peso del gasto sobre las ventas fue de 9.07% a diciembre 2014, y 9.4% a febrero 2015.

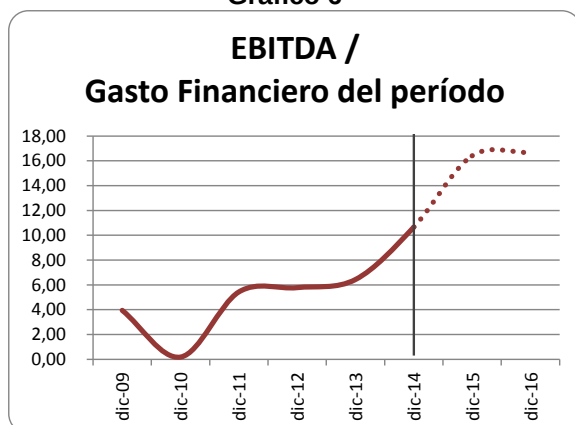
De esta forma, el EBITDA operativo alcanzó un monto de USD 36.2 MM que significó un crecimiento anual de 29%, superior al proyectado. Con el aumento del margen bruto y un crecimiento más bajo al esperado del gasto operativo, el Margen EBITDA del 2014 fue 19.4% frente al estimado de 16.69%. Las proyecciones analizadas y sensibilizadas consideran que el margen podría reducirse en un punto en los siguientes años, siendo conservadores, y esperando un crecimiento más acelerado del gasto operativo en estos períodos.

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. Con la reducción de la deuda financiera, y el incremento del EBITDA en los últimos años, esta flexibilidad se amplió, ahora la empresa está en capacidad de cubrir con su generación once veces el gasto financiero.

El gasto financiero de Continental incluye también el costo del fondo de empleados, lo cual se espera finalice en el año 2015 y ese fondo salga del balance de la empresa. 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

El resultado neto del 2014 alcanzó un monto de USD 16.8 MM en el caso de Continental Ecuador, y en Colombia, cuya operación aun es pequeña, tuvieron una utilidad de USD 315 M. La utilidad neta creció en 22% anual en el 2014, lo que es un aumento significativo en relación a un período moderado de crecimiento económico en Ecuador. En cifras proyectadas, esperamos una menor utilidad en el año 2015, en un escenario más conservador por una situación macro de menor expansión, y posiblemente con mayor inflación que podría afectar en alguna medida al gasto operativo.

El índice de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) fue 25.67% y sobre activos (ROA) fue 12.23%, mostrando un retorno atractivo para los inversionistas. La perspectiva de generación se mantiene positiva en el corto y mediano plazo.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	feb-15
Total Activo Corriente	60%	68%	65%	64%	61%	60%
Fondos Disponibles	3%	4%	5%	4%	3%	2%
CxC Comerciales	26%	34%	30%	30%	27%	29%
Inventarios Neto	25%	25%	24%	23%	26%	24%
Otras cuentas por cobrar	2%	1%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	2%	3%	7%	6%	4%	5%
Total Activo No Corriente	40%	32%	35%	36%	39%	40%
Propiedades	39%	31%	34%	35%	38%	39%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	1%	1%	1%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

PASIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	feb-15
Total Pasivo Corriente	41%	36%	30%	31%	30%
Deuda Financiera CP	10%	9%	8%	10%	9%
Deuda Comercial	26%	20%	14%	12%	10%
Otros Pasivos CP	5%	8%	8%	8%	11%
Total Pasivo LP	30%	32%	27%	17%	17%
PATRIMONIO	29%	32%	42%	53%	53%

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Flujo de Caja Libre (FCL) 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.

De esta forma, el flujo de caja operativo del 2014 fue suficiente para cubrir las necesidades de CAPEX del período, que fue de USD 11 MM, y para pagar deuda financiera por USD 15 MM.

En el año 2015, la variación de capital de trabajo se espera que sea negativa y en un monto mayor, por un incremento en la cartera y en los inventarios. Además, se espera la salida del fondo de empleados del balance del Continental, el cual está considerado dentro del flujo operativo.

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 la sucursal de Colombia.

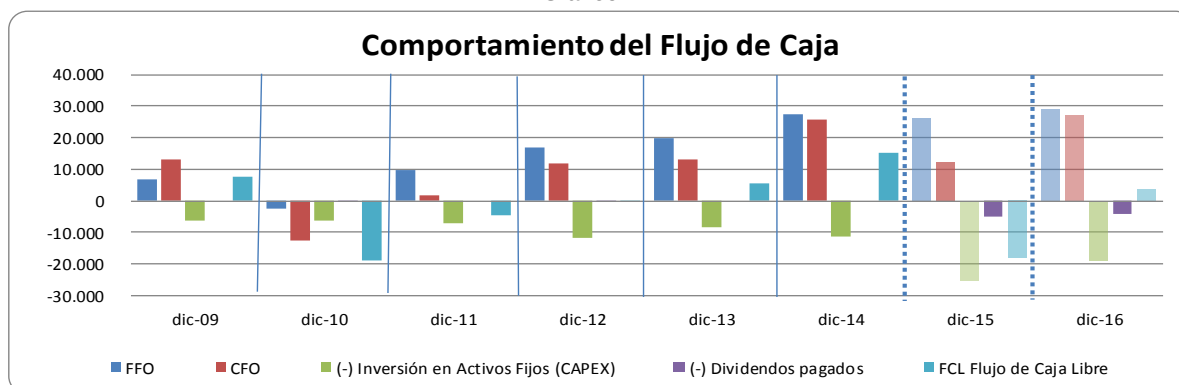
En cuanto a la inversión en CAPEX, el emisor tiene previstos algunos planes de expansión e inversión en activos de su planta, por montos de USD 20 MM y USD 19 MM en los siguientes dos años.

Además, otro aspecto que influye en el flujo operativo de los siguientes períodos es el reparto de dividendos estimado de las utilidades del año en el período 2015 y 2016.

De esta forma, el FCL a diciembre 2014 fue positivo y de un monto alto, con lo que se pudo cancelar el 100% de la deuda financiera de corto plazo. En el 2015, se espera un flujo de caja libre más ajustado considerando la inversión en CAPEX, una mayor variación de capital de trabajo y el pago de dividendos. Continental TA requerirá deuda financiera adicional en el 2015 por cerca de USD 10 MM y en el 2016, podría cancelar parte de la misma.



Gráfico 7



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

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.

La deuda financiera de Continental TA al mes de diciembre 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.

Deuda Financiera: Vencimientos

al 28 de febrero del 2015	Miles USD
Pagos Corrientes	13.227
Dos Años	3.200
Tres Años	1.600
Cuatro Años	0

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

Al mes de análisis, la empresa tiene un volumen de deuda financiera de USD 18 MM, que en un 73% está clasificada como de corto plazo. Esta está constituida por USD 8MM correspondientes a las dos emisiones de mercado de valores vigentes, y USD 10 MM a deuda bancaria local de corto plazo.

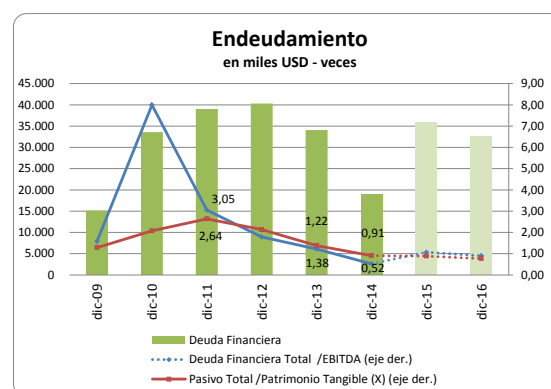
En el mercado de valores, Continental ha participado con éxito en los procesos de colocación y con alta aceptación de los títulos emitidos. Las últimas emisiones de obligaciones han servido, en alguna medida, para el reemplazo de pasivos e inversión de activos, de forma que la estructura de endeudamiento se ha reprogramado al largo plazo. La emisión de papel comercial servirá para financiar los requerimientos de flujo en el 2015 y 2016, y significa una línea libre de financiamiento por USD 20 MM para el 2015.

Las proyecciones estiman que la deuda financiera promedio que alcanzaría un monto de USD 34 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.

En el gráfico 8 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 en CAPEX, 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, con calificaciones menores.

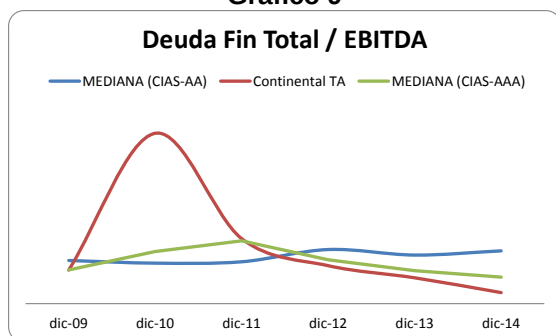
Gráfico 8



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: 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. 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



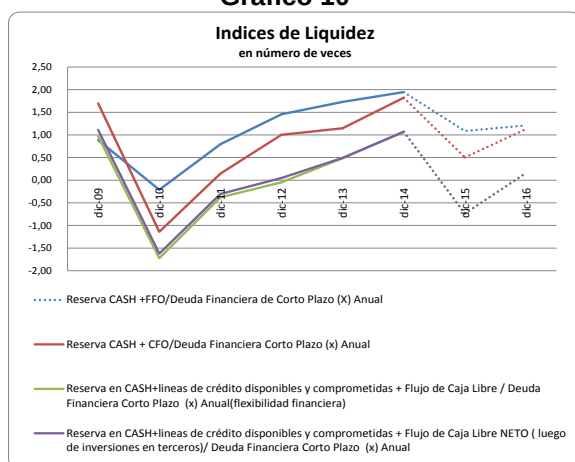
Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA y AAA 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. En el 2015, la Administración espera ejecutar la salida de un fondo de empleados y buscar un mecanismo sustitutivo que no afecte al balance de la empresa.

■ Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 10



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

El nivel de liquidez de Continental TA a diciembre 2014 es alto, con un flujo de caja libre positivo, que cubre en una vez la deuda financiera de corto plazo, a febrero 2015 este se presiona, pero existe un efecto estacional.

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.

En el 2015, 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.

Actualmente Continental tiene una amplia capacidad de financiamiento, con líneas locales abiertas. Además, la emisión de papel comercial significa 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	feb-15
Activo Líquido (USD M)	2.301,79
Activo Ajustado (USD M)	142.566,92
Activo Total (USD M)	143.515,09

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	30.845,08	30.845,08	0,07	4,62
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	10.200,85	41.045,93	0,06	3,47
3era	Deuda sin garantía específica de balance	26.760,70	67.806,63	0,03	2,10
TOTAL		67.806,63	67.806,63	0,03	2,10

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. La empresa cumple con los resguardos de Ley a la fecha analizada.

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. En la actualidad, el emisor cuenta únicamente con las emisiones descritas al inicio de este informe y que son calificadas por BankWatch Ratings.

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	dic-14	feb-15
Resumen de Resultados							
Ventas	104.068	123.193	197.522	204.574	189.080	186.810	27.057
% crecimiento	0,2%	18,4%	60,3%	3,6%	-7,6%	-1,2%	-13,1%
MARGEN BRUTO (%)	12,9%	4,4%	10,8%	12,2%	19,9%	22,7%	18,4%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	36.236	3.153
MARGEN EBITDA (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	19,4%	11,7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	36.236	3.154
MARGEN EBITDAR (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	19,4%	11,7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.299	-6.418	5.279	12.398	21.895	25.431	2.434
MARGEN EBIT (%)	3,2%	-5,2%	2,7%	6,1%	11,6%	13,6%	9,0%
Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-3.399	-363
Impuestos a la renta	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-5.214	-577
UTILIDAD NETA	1.793	-6.944	2.782	6.322	13.791	16.844	1.677
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	2.173	2.786	4.502	6.330	4.871	4.962	2.302
Capital de Trabajo	26.591	33.374	41.492	45.154	52.895	56.724	60.137
Cuentas por Cobrar Comerciales	18.801	25.831	43.028	39.785	39.888	37.904	41.081
Inventarios	19.735	24.888	32.166	31.860	31.694	36.157	33.997
Cuentas por Pagar Proveedores	11.945	17.345	33.702	26.491	18.688	17.338	14.941
Deuda Financiera Total	15.128	33.597	39.043	40.312	34.085	19.000	18.027
Otros Pasivos	18.272	13.382	17.334	24.001	25.109	30.048	34.839
Patrimonio	40.909	33.738	37.120	43.397	57.188	74.032	75.709
Patrimonio Tangible	35.291	31.043	34.112	42.579	56.330	73.084	74.761
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	9.572	313	12.792	22.596	28.042	36.236	3.153
(-) Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-3.399	-363
(-) Impuesto a la renta del período	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-5.214	-577
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando	0	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	27.623	2.213
(-) Variación Capital de Trabajo	6.339	-10.242	-7.950	-5.293	-6.623	-1.766	-852
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13.307	-12.564	1.801	11.687	13.056	25.856	1.361
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.677	427	543	337	328	183	183
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-579	0	0	-796	-69	-156	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-686	-179	0	-31	732	618	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-380	0	-46	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6.098	-6.262	-6.952	-11.678	-8.510	-11.237	-3.424
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-48	-13	0	-80	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	7.621	-18.958	-4.656	-541	5.537	15.184	-1.880
Margen de Flujo de Caja Libre %	7,3%	-15,4%	-2,4%	-0,3%	2,9%	8,1%	-6,9%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-8.506	18.470	5.446	1.269	-6.227	-15.085	-973
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1.088	1.101	926	1.101	50	2	193
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	0	0	-820	-10	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	204	612	1.716	1.830	-1.460	92	-2.660
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.978	2.173	2.786	4.502	6.330	4.871	4.962
Indicadores							
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (x)	0,24	0,13	0,16	0,25	0,28	0,19	0,14
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	10,66	8,67
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	10,66	8,69
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	1,58	107,34	3,05	1,78	1,22	0,52	0,95
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	1,35	98,44	2,70	1,50	1,04	0,39	0,83
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	27%	50%	51%	48%	37%	20%	19%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0,89	(0,21)	0,80	1,46	1,73	1,95	1,00
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,69	(1,14)	0,15	1,00	1,15	1,82	0,62
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	0,97	(1,72)	(0,38)	(0,05)	0,49	1,07	(0,85)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre	1,11	(1,62)	(0,30)	0,05	0,49	1,07	(0,84)



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 afirmo 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.