

Ecuador
Emisión de Obligaciones
y Papel Comercial

Continental Tire Andina S.A. (ERCO)

Seguimiento Calificación

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	Ago-15
Activos	140.4	162.8
Ventas	186.8	115.5
Margen EBITDA (%)	19.4	18.5
ROA (%)	12.2	10.2
Deuda /Capitalización (%)	20.4	29.7
Reserva +CFO / Deuda Fin CP	1.8	0.9
Reserva + FCL / Deuda Fin CP	1.07	-0.8
Deuda Financiera Total /FFO (x)	0.7	1.4

*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 entorno macroeconómico de menor crecimiento y a la desestimulación de la demanda interna.

Las proyecciones analizadas estiman que en los siguientes dos años la empresa no incrementará sus requerimientos de flujos para cubrir proyectos de inversión en CAPEX, como estuvo previsto hasta el seguimiento anterior, dada la coyuntura de menor demanda y al no tener actualmente el 100% de capacidad instalada de producción en funcionamiento. De esta manera, Continental necesitaría menor nivel de deuda al actual de forma que se espera que sus indicadores de endeudamiento se mantengan en un nivel menor a uno.

Continental AG (Alemania), accionista principal de la Empresa, cuenta con una calificación en escala internacional otorgada por Fitch Ratings de BBB con perspectiva positiva. El accionista ha soportado la operación local en el pasado y proporciona soporte operativo con políticas corporativas bien definidas y asistencia técnica. Además, de que puede otorgar financiamiento de ser requerido por la empresa.

Continental se estima es un buen sujeto de crédito por lo que tiene capacidad de refinanciar su deuda localmente, adicionalmente, al mantener una posición de bajo endeudamiento y flexibilidad financiera, tiene mayor fortaleza para enfrentar un entorno de desaceleración como es el esperado para el 2016.

FECHA COMITE: 29/Octubre/2015

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Agosto/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 2,400,000	USD 4,000,000
Plazo:	1.800 días (5 años)	1.800 días (5 años)
Cupón de Interés:	7,75% Anual Fija	7,75% Anual Fija
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Semestral	Semestral
Garantía:	General	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos e inversión de activos	Reestructuración de pasivos e inversión de activos

Primera Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.
Monto Autorizado:	USD 20,000,000
Monto en Circulación:	USD 18,217,980
No. Resolución:	SCVS.INMV.DNAR.15.0000541
Fecha Aprobación SIC:	28-feb-15
Fecha Vcto. programa:	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 de papel comercial 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 mantienen con instituciones bancarias privadas y para reemplazar otras obligaciones con carácter financiero.

HECHO RELEVANTES Y SUBSECUENTES

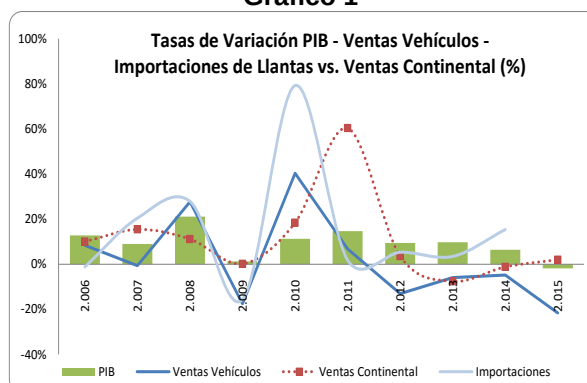
- La Junta General Ordinaria de Accionistas del Continental TA, en sesión del 20 de marzo 2015, resolvió que, después de destinar el 10% a la reserva legal de la Compañía, se realice un reparto de dividendos por la cantidad de USD 5,100,000 a todos los accionistas en proporción a

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. Al mes de agosto 2015, este dividendo pagado se refleja en el estado de flujo de efectivo.

- La Junta de Accionistas en marzo 2015 aprobó la designación del Sr. Ferdinand Hoyos como el nuevo Presidente Ejecutivo de Continental TA.
- 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 16 de marzo del 2015, y hasta la fecha de presentación de este informe se encuentra colocado papel comercial por valor nominal de USD 18.7 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.

La economía ecuatoriana se encuentra en un momento de desaceleración, principalmente influenciada por la caída del precio internacional del barril de petróleo, que ha significado una contracción inmediata de la liquidez durante todo el año 2015. A esto se ha sumado una continua apreciación del dólar frente a otras monedas, en particular, de las que corresponden a los mayores socios comerciales del país, encareciendo los productos ecuatorianos frente a los producidos en otras economías que devalúan sus monedas.

En el mes de marzo 2015, el Gobierno anunció la decisión de establecer una salvaguarda a alrededor 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.

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.

El mercado de neumáticos se ha desacelerado durante el 2015, tanto en el segmento de equipo original, que corresponde al ensamblaje, como en la reposición. Esto en línea con lo que sucede con el sector automotor en el país, el cual según datos de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE), la venta de vehículos nuevos al mes de agosto tuvo una caída de -21.6% con respecto al mismo período 2014.

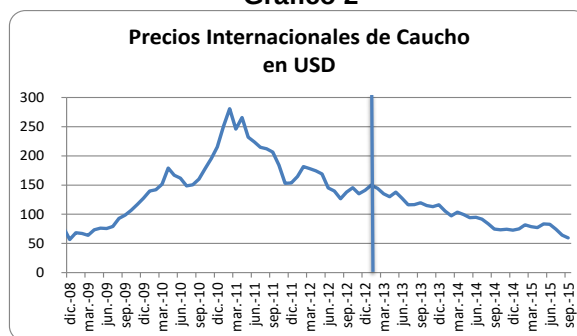
Si bien el mercado de reposición es amplio en el Ecuador debido al importante crecimiento del parque automotor de los últimos años, y la necesidad de renovación de los neumáticos en determinados períodos de tiempo, una menor liquidez en la economía desalentó la demanda interna durante este año.

En general, 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 este sentido, Continental TA mantiene 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 ha sido 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, además del efecto en la demanda por la situación macro, ha desalentado un incremento de precios en los últimos meses 2015.

Gráfico 2



Fuente: Indexmundi Elaboración: BWR

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, el cual ha mantenido una importante tendencia a la baja durante todo el año 2015, lo que ha beneficiado al margen de la compañía. La perspectiva indica que se espera que dicha tendencia siga al menos durante los primeros meses del 2016. 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

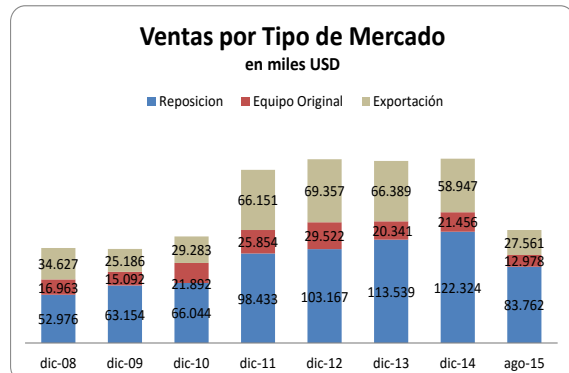


marcas, con la red de talleres ERCO Tires, CONTI Truck y TODA Llanta.

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, Continental Colombia y Continental Chile.

En los tres tipos de mercado, la empresa ha alcanzado un importante posicionamiento. 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 1126 empleados (dato a agosto 2015), 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.

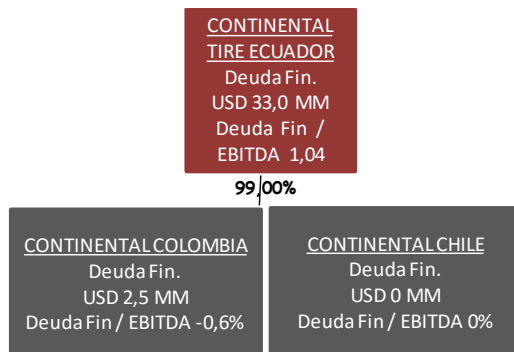
■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

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, además, debido al diferencial cambiario las ganancias y el crecimiento consolidado se licúa en la transformación a dólares. Continental Colombia tiene capacidad de apalancarse con deuda financiera local para el crecimiento del negocio.

Continental Tire Andina

Además, Continental está incursionando en el mercado chileno, con una oficina propia, donde existe una amplia demanda y oportunidades de crecimiento. Al mes de agosto 2015, se reporta un total de ventas por USD 5 MM.



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

*Datos a agosto 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. 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 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 (USD 5.1 MM), el resto fue utilizado en la reserva legal y se capitalizará. Se espera que esta política se mantenga en los siguientes dos años.

▪ **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 hasta el 2015, y que en este período ha demostrado ser una estrategia efectiva para contrarrestar el impacto de la caída de la demanda.

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. También se impulsará el mercado en Venezuela siempre que existan condiciones adecuadas de recuperación de la cartera.

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, en un escenario de menor crecimiento e incertidumbre en el corto plazo, la empresa ha revisado la proyección de inversión, las cuales se harán solamente para mantenimiento. En concordancia, los requerimientos de endeudamiento que iban a financiar una mayor inversión estimada anteriormente, disminuyen en la proyección, he incluso la empresa podría pagar con el flujo una parte de la deuda actual.

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 directas con corte al mes de agosto del 2015.

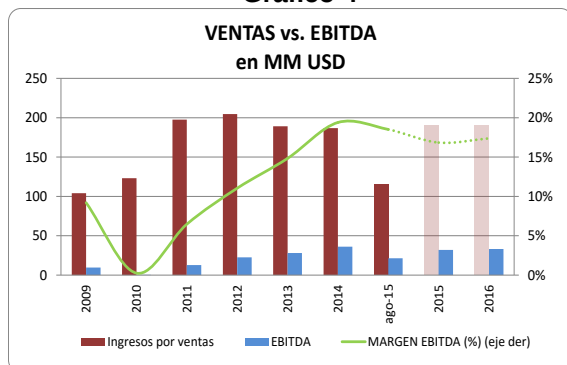
Se revisaron los estados financieros auditados consolidados del emisor con Continental Colombia de los períodos 2013 y 2014. Adicionalmente, se revisó información contable de Continental Colombia a diciembre 2014 y agosto 2015; y de Chile a agosto 2015.

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 han revisado y analizado cifras consolidadas hasta diciembre 2014.

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

*Ventas reales al mes de agosto 2015 no anualizadas solo Continental Ecuador.

En el año 2014 Continental TA mostró una reducción de 1.2% en comparación a las ventas del 2013 que 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 existió una contracción de ventas de un 1%, se espera que las ventas en Colombia se dinamicen a partir del 2015.

Al mes de agosto 2015, las ventas de Continental TA alcanzaron un monto de USD 115.5 MM, que al ser anualizadas muestran una caída del volumen de -7.2%. El impacto de la desaceleración de la economía, la falta de liquidez y una demanda más conservadora ha significado una sensible disminución de las ventas hasta agosto. No obstante, la proyección a diciembre 2015 indica un potencial crecimiento de 2% anual, con base en ventas esperadas en el mercado venezolano bajo el sistema SUCRE.

En términos consolidados con las filiales de Colombia y Chile, tampoco se cumplieron los objetivos especialmente por el efecto del diferencial cambiario en este año. Para el 2016, la visión es conservadora, se ha definido cero crecimiento en el monto de ventas de Continental TA, considerando un escenario más incierto.

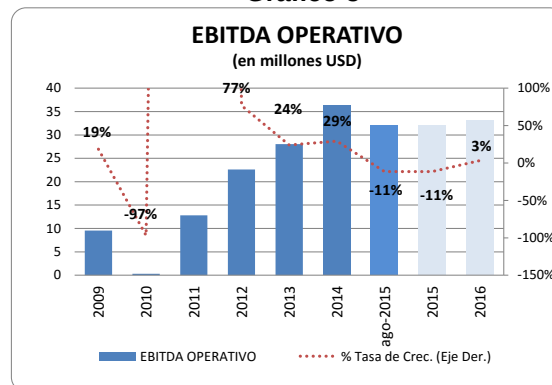
En relación al margen bruto, esta mostró un incremento real de este en 1.2 puntos porcentuales al mes de agosto 2015 frente al de dic-2014. El margen beneficia por un menor costo de ventas en este año, en especial por la caída de los precios del caucho a nivel internacional y el cambio en el mix de ventas de la compañía. Si bien se estima que la tendencia de precios de la materia prima se mantendría al menos en

los primeros meses del 2016, la proyección del margen se ha ajustado hacia abajo, siendo conservadores. El margen esperado en 2015 y 2016 es de 21.5%.

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 este año. El peso del gasto sobre las ventas fue de 9.07% a diciembre 2014, y 10.3% a agosto 2015. En términos nominales el monto del gasto operativo se desaceleró, sin embargo en la comparación frente a ventas en este mes sube el porcentaje debido a la caída de las mismas.

A pesar de la mejora del margen en términos relativos y del control del gasto operativo, la desaceleración del volumen de ventas tiene un efecto en el EBITDA operativo en este año. Este alcanzó un monto de USD 21.3 MM que significó un decrecimiento anual de -11%. El margen EBITDA del 2014 fue 19.4% y el de agosto 2015 fue 18.51%. Las proyecciones analizadas y sensibilizadas consideran que la empresa podría llegar a un EBITDA de USD 32 MM, con un margen de 16.84% estimado, considerando que las ventas podrían recuperarse en el último trimestre del año.

Gráfico 5



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

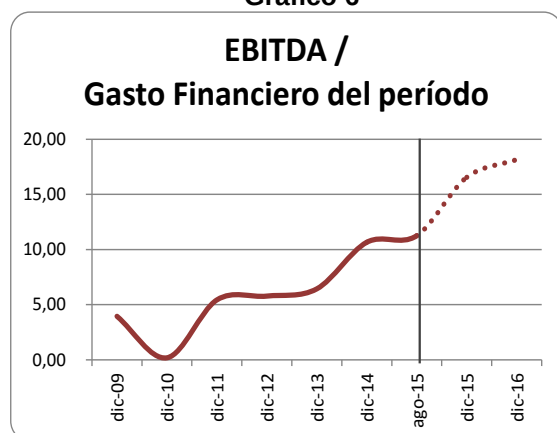
Continental TA ha tenido históricamente flexibilidad financiera al cubrir en más de cinco veces su gasto financiero anual, con excepción del año 2010, cuando el resultado operativo fue negativo. Con la reducción de la deuda financiera, y el incremento del EBITDA en los últimos años, esta flexibilidad 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 que se mantiene en una parte en el balance de la empresa. Al mes de agosto 2015, Continental TA tiene una cobertura de 11.25 veces del EBITDA al gasto financiero, y en los siguientes años se espera que se amplíe en función de



una menor necesidad de endeudamiento de la empresa.

Gráfico 6



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Continental TA genera retornos atractivos, al mes de agosto 2015 la rentabilidad sobre activos (ROA) fue de 10.22% y sobre patrimonio (ROE) 20.2%. En cifras proyectadas se estima que estos indicadores podrían desacelerarse en el 2016, en un escenario más conservador por una situación macro de menor expansión.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-12	dic-13	dic-14	ago-15
Total Activo Corriente	65%	64%	61%	63%
Fondos Disponibles	5%	4%	3%	3%
CxC Comerciales	30%	30%	27%	29%
Inventarios Neto	24%	23%	26%	25%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	7%	6%	4%	5%
Total Activo No Corriente	35%	36%	39%	37%
Propiedades	34%	35%	38%	37%
Inversiones Emp. Relac.	0%	1%	1%	1%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

PASIVOS

	dic-12	dic-13	dic-14	ago-15
Total Pasivo Corriente	36%	30%	31%	37%
Deuda Financiera CP	9%	8%	10%	16%
Deuda Comercial	20%	14%	12%	9%
Otros Pasivos CP	8%	8%	8%	12%
Total Pasivo LP	32%	27%	17%	15%
PATRIMONIO	32%	42%	53%	49%

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Históricamente, Continental TA ha generado flujos de fondos y operativos positivos, a partir de un crecimiento constante del EBITDA desde el año 2011. El Flujo de Caja Libre (FCL) al final del período 2014 fue positivo, con una variación de capital de trabajo, que aunque negativa fue de un monto bajo, en comparación a años anteriores.

Al mes de agosto 2015, el FCL es negativo, por una parte porque absorbe una variación de capital de trabajo negativa más alta, efecto de un mayor financiamiento a clientes en esta época de menor liquidez en el mercado, y además, porque los inventarios han rotado más lentamente. También hubo una salida de un porcentaje del fondo de empleados del balance del Continental, el cual está considerado dentro del flujo operativo.

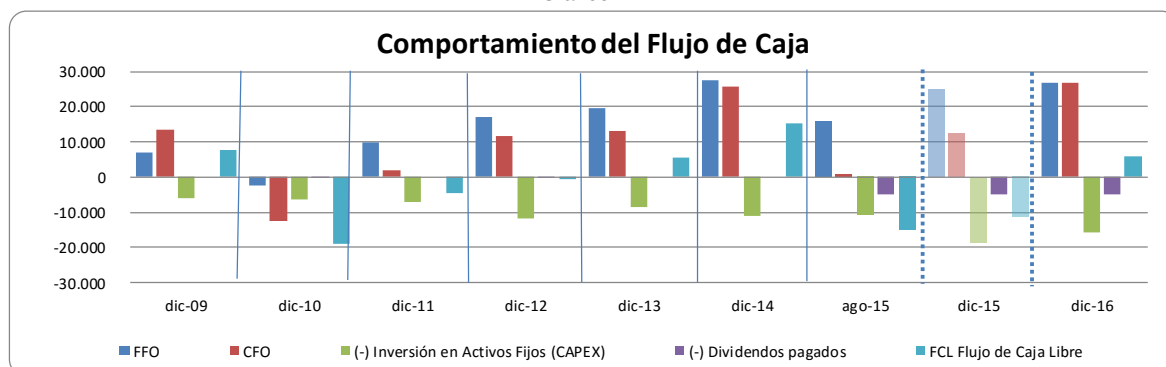
De esta forma, el flujo de caja operativo (CFO) del período no fue suficiente para cubrir las necesidades de CAPEX del período, que fue de USD 10.6 MM, y el pago de dividendos por USD 5.1 MM.

Continental TA requirió deuda financiera adicional en el 2015 por USD 14.4 MM y en el 2016 según la proyección, se estima que podría cancelar parte de la misma, al haber disminuido el monto previsto de inversiones en CAPEX.

En el balance consolidado, a futuro 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.



Gráfico 7



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

La deuda financiera de Continental TA al mes de agosto 2015, ascendió a USD 33.4 MM, la cual se encuentra en un 80% en el corto plazo y corresponde principalmente a la colocación del papel comercial, y el otro 20% es la emisión de obligaciones y préstamos de entidades bancarias locales públicas y privadas.

Deuda Financiera: Vencimientos

al 31 de agosto del 2015	Miles USD
Pagos Corrientes	26.344
Dos Años	1.600
Tres Años	1.600
Cuatro Años	3.906

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

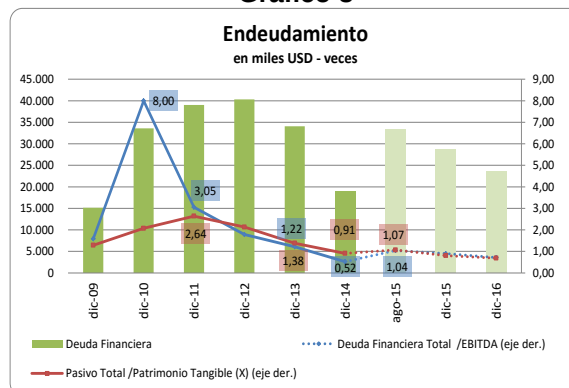
En el mercado de valores, Continental ha participado con éxito en los procesos de colocación y con alta aceptación de los títulos emitidos. Las últimas emisiones de obligaciones han servido, en alguna medida, para el reemplazo de pasivos e inversión de activos, de forma que la estructura de endeudamiento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

Las proyecciones estiman que la deuda financiera promedio que alcanzaría un monto entre USD 23 y USD 28 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 más incertidumbre en relación a la generación del EBITDA, se estima que la empresa ya ha alcanzado un nivel de flexibilidad financiera que le permite tener una mejor posición frente a otros emisores, lo que está reflejado en la categoría de calificación otorgada.

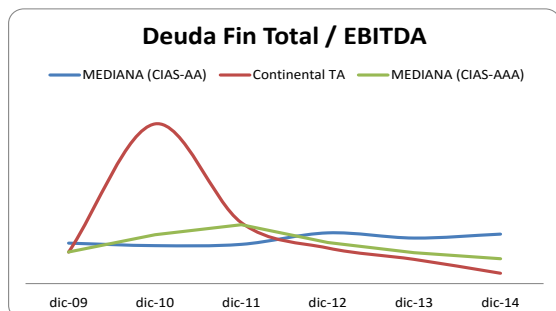
Un menor endeudamiento, tanto en monto como en relación al EBITDA, le otorga a la empresa capacidad para cubrir los riesgos propios del negocio y representa una fortaleza en períodos de desaceleración económica como el previsto para el 2016.

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. El índice de deuda sobre capitalización al mes de agosto 2015 fue de 29.7%, lo que indica que la empresa mantiene un mayor apalancamiento en su patrimonio.

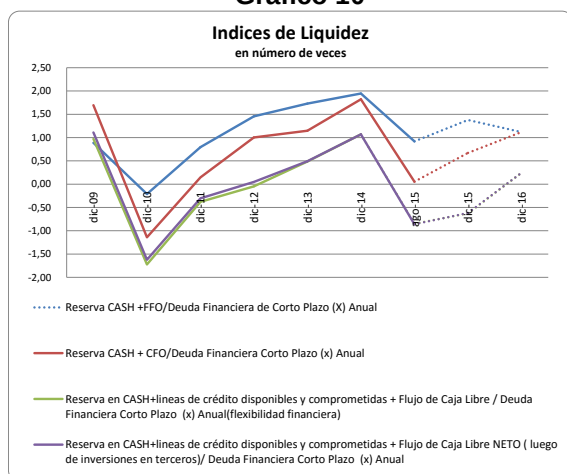
Un pasivo de largo plazo importante en el balance de Continental TA, lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio. Según información del Auditor y de la Administración, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos.



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

■ Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 10



Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

El nivel de liquidez de Continental TA se contrae al mes de agosto 2015 por la menor generación del EBITDA y la mayor absorción de la variación de capital de trabajo, lo que estaba ya previsto por la Administración. Hasta finalizar el año se estima que la empresa tenga que seguir refinanciando la deuda de corto plazo, bajo el escenario de que continúe el mismo comportamiento del EBITDA.

La proyección del 2016 es más optimista, con menor volumen de endeudamiento y una posición de liquidez más holgada.

Históricamente, Continental TA ha tenido capacidad de refinanciar su deuda, con líneas locales abiertas, al ser considerado un buen sujeto de crédito. Además, de ser el caso, la empresa cuenta con el soporte financiero de su Casa Matriz.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS DE SER LIQUIDADOS

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.

Fecha de corte	ago-15
Activo Líquido (USD M)	4.220,05
Activo Ajustado (USD M)	161.936,77
Activo Total (USD M)	162.866,45

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	29.619,96	29.619,96	0,14	5,47
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	8.994,57	38.614,53	0,11	4,19
3era	Deuda sin garantía específica de balance	44.991,54	83.606,07	0,05	1,94
TOTAL		83.606,07	83.606,07	0,05	1,94

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 63% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 37% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

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	ago-15
Resumen de Resultados							
Ventas	104.068	123.193	197.522	204.574	189.080	186.810	115.533
% crecimiento	0,2%	18,4%	60,3%	3,6%	-7,6%	-1,2%	-7,2%
MARGEN BRUTO (%)	12,9%	4,4%	10,8%	12,2%	19,9%	22,7%	23,9%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	36.236	21.384
MARGEN EBITDA (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	19,4%	18,5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.572	313	12.792	22.596	28.042	36.236	21.384
MARGEN EBITDAR (%)	9,2%	0,3%	6,5%	11,0%	14,8%	19,4%	18,5%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.299	-6.418	5.279	12.398	21.895	25.431	15.682
MARGEN EBIT (%)	3,2%	-5,2%	2,7%	6,1%	11,6%	13,6%	13,6%
Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-3.399	-1.900
Impuestos a la renta	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-5.214	-3.339
UTILIDAD NETA	1.793	-6.944	2.782	6.322	13.791	16.844	10.328
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	2.173	2.786	4.502	6.330	4.871	4.962	4.220
Capital de Trabajo	26.591	33.374	41.492	45.154	52.895	56.724	73.225
Cuentas por Cobrar Comerciales	18.801	25.831	43.028	39.785	39.888	37.904	46.500
Inventarios	19.735	24.888	32.166	31.860	31.694	36.157	40.588
Cuentas por Pagar Proveedores	11.945	17.345	33.702	26.491	18.688	17.338	13.863
Deuda Financiera Total	15.128	33.597	39.043	40.312	34.085	19.000	33.450
Otros Pasivos	18.272	13.382	17.334	24.001	25.109	30.048	36.293
Patrimonio	40.909	33.738	37.120	43.397	57.188	74.032	79.260
Patrimonio Tangible	35.291	31.043	34.112	42.579	56.330	73.084	78.330
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	9.572	313	12.792	22.596	28.042	36.236	21.384
(-) Gasto Financiero del período	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910	-4.357	-3.399	-1.900
(-) Impuesto a la renta del período	-179	-921	-686	-1.706	-4.005	-5.214	-3.339
(-) 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	16.145
(-) Variación Capital de Trabajo	6.339	-10.242	-7.950	-5.293	-6.623	-1.766	-15.198
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13.307	-12.564	1.801	11.687	13.056	25.856	947
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.677	427	543	337	328	183	230
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-579	0	0	-796	-69	-156	-345
(+) (-) 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	-5.100
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-6.098	-6.262	-6.952	-11.678	-8.510	-11.237	-10.618
(-) 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	-14.886
Margen de Flujo de Caja Libre %	7,3%	-15,4%	-2,4%	-0,3%	2,9%	8,1%	-12,9%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-8.506	18.470	5.446	1.269	-6.227	-15.085	14.450
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	1.088	1.101	926	1.101	50	2	-307
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	-743
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	0,10
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	10,66	11,25
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3,95	0,18	5,43	5,78	6,44	10,66	11,25
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	1,58	107,34	3,05	1,78	1,22	0,52	1,04
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fle	1,35	98,44	2,70	1,50	1,04	0,39	0,91
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	27%	50%	51%	48%	37%	20%	30%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0,89	(0,21)	0,80	1,46	1,73	1,95	0,92
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1,69	(1,14)	0,15	1,00	1,15	1,82	0,05
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	(0,86)



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 2015.