

Ecuador
Emisión Obligaciones

Continental Tire Andina S.A. (ERCO)

Calificación – Sexto Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	A+ "en observación"	Abril-10

Resumen Financiero

(Millones USD)	2007	2008	2009	2010
Activos	64.1	99.9	86.2	98.1
Ventas	93.4	103.8	104.1	123.2
Margen EBITDA (%)	8.1	7.8	9.2	0.2
ROA (%)	5.8	1.7	1.9	-7.5
Deuda /Capitalización (%)	32	38	27	50
Deuda Financiera Total /FFO (x)	2.2	3.9	2.1	-14.2

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.
Monto Original:	USD 8.000.000
Fecha Aprobación SIC:	08-sep-08
Fecha Colocación:	26-sep-08
Fecha Vencimiento:	sep-12
Monto Colocado:	USD 8.000.000
Monto en Circulación:	USD 3.212.000
Plazo:	1.440 días (4 años)
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial (BCE) más 1.75 puntos, reajustables cada 90 días.
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Pago de capital trimestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Inversión en Activos

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva, Ecuador
(593 2) 222 23 23
l.oliva@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados 2009 y 2010 según normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a Marzo 2011, de **Continental Tire Andina S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación en **"AA" (Doble A)** a la Emisión de Obligaciones Generales que se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de **"AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en**



positivas ya que la empresa está produciendo mayor volumen de llantas y el mercado está absorbiendo incremento de precios. La pérdida del año 2010 a marzo 2011 ha disminuido significativamente, y aunque en abril de este año se desembolsó otro valor por indemnización laboral se espera terminar el año con EBIDTA y utilidad neta positivos e importantes. No se esperan nuevos desembolsos por el tema laboral.

La calificación incorpora también otras fortalezas propias de la empresa que le permitieron refinanciar la deuda de corto plazo en un momento de estrés de liquidez. Una vez que se ha podido observar los efectos de la huelga en los balances auditados y las cifras presentadas a diciembre 2010 y marzo 2011 se ha ratificado el soporte de la casa matriz como principal accionista y proveedor, lo que le permitió a la empresa cubrir las necesidades inmediatas de liquidez.

Además, se ratifica el soporte externo al haberse aprobado proyectos de expansión de la planta en el país para este año. De acuerdo a las políticas de la casa matriz, dichos proyectos podrían ser financiados con sus recursos (de la casa matriz) o a través del mercado de valores local.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Cooperación estratégica, asistencia técnica internacional y soporte financiero de parte de su principal accionista (Continental AG).
- Buen Gobierno Corporativo.
- Experiencia y conocimiento del mercado de fabricación de llantas.
- Posicionamiento de la marca.
- Única productora de llantas en el país y primer productor de llantas de camión radial en el Región Andina.
- Red de comercialización organizada y distribuida a nivel nacional.
- La empresa exporta el 40% de la producción de la planta.

OPORTUNIDADES

- Sólido crecimiento del mercado automotor en los últimos años, que garantiza un amplio mercado de reposición.
- Nuevos mercados y acceso a sinergias con otras plantas del Grupo Continental como EE.UU., Brasil y México.
- Mercado actual con más demanda que oferta.
- Escasez mundial de caucho y llantas, como barrera de entrada de nuevos competidores.

DEBILIDADES

- Situación laboral volátil en el último año con paralizaciones de la planta de producción por extensos períodos.
- Impactos de la huelga en el EBITDA y los indicadores de liquidez.
- Alta dependencia de materias primas importadas y fluctuación de precios internacionales, que se

mitiga con los contratos con futuros de la Casa Matriz.

AMENAZAS

- Competencia en importación de llantas, en especial de origen asiático.
- Entorno macroeconómico vulnerable a cambios externos.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- Durante el 2010 un conflicto laboral desembocó en una nueva huelga y la respectiva paralización de la planta industrial desde el 1 de julio 2010 hasta el día 22 de septiembre 2010 (77 días).
- El 23 de septiembre del 2010, se firmó un acuerdo por el cual se dejó sin efecto todos los pliegos de peticiones presentados ante las autoridades del trabajo, incluido el pliego de abril del 2009, procediéndose a la entrega inmediata de la Planta Industrial. Se modificaron las cláusulas del contrato colectivo (reducción de tiempos perdidos para mejorar la productividad de la planta) y se acordó entregar un bono extraordinario de USD 1,700 a cada trabajador.
- A partir del día viernes 24 de septiembre del 2010, se reiniciaron las labores de la Planta Industrial de Continental Tire Andina S.A. en la ciudad de Cuenca, que han



Actualmente, luego de la fusión con Continental AG se realizó el cambio de nombre a Continental Tire Andina S.A., nombre que va de acuerdo a la política internacional del Grupo y vinculando a la compañía con la marca y el socio principal.

La actividad de la Compañía, de acuerdo a su objeto social, es la de fabricación de llantas y artículos conexos. En el 2004 se cambió la política comercial, aumentando la variedad de productos en base a una segmentación de mercado estructurada, creando una posición de marcas, canales de ventas y dando importancia a la inteligencia de mercado con estudios de participación y segmentación.

A partir de la adquisición de la mayoría de acciones de Continental Tire Andina S.A. por parte de Continental AG de Alemania, la empresa se ha beneficiado de asistencia técnica y apoyo en tecnología en productos y procesos.

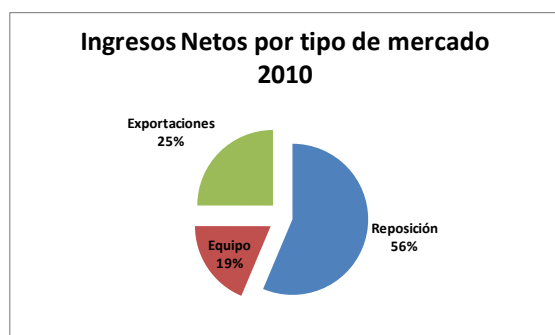
A través de su principal socio, la Compañía tiene acceso a marcas de neumáticos reconocidas a nivel mundial. Los diseños y especificaciones de los productos que se fabrican en la planta de Ecuador, son los mismos que usa Continental en las diferentes plantas alrededor del mundo.

La Compañía es reconocida en el mercado nacional y extranjero por la calidad de sus productos, la confiabilidad e integridad de la empresa y su valiosa contribución al desarrollo de la industria. Es la única empresa de producción de llantas en el país, compitiendo con productos importados.

Las ventas están dirigidas a tres mercados:

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

Al mes de diciembre 2010, el mercado de reposición representó el 56% de las ventas en dólares, mientras que equipo original fue el 19% y exportaciones el 25%. Actualmente, la Compañía exporta a los países de la Región Andina, México y Brasil.



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Continental ofrece alrededor de 360 artículos diferentes en siete familias de productos, de los cuales la mayor parte representa producción nacional. Se estima en el futuro aumenten las ventas de productos Continental en la Región Andina.

Sus productos cubren todos los sectores de mercado: autos livianos, camionetas y camiones, y en cada una de estas líneas comercializa las llantas convencionales y radiales.

Como un complemento a la producción de llantas, Continental Tire Andina mantiene una red comercial en las principales ciudades del país. Utiliza un sistema de distribución de acuerdo a sus diferentes productos y marcas, con la red de ERCO Tires; CONTI Truck y TODA Llanta.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Continental Tire Andina 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.

La empresa ecuatoriana tiene importancia para la casa matriz debido a que abastece llantas para el mercado de la Región Andina con la producción específica de ciertas llantas. Por otro lado la ubicación de la planta en Ecuador constituye una ubicación estratégica para sus mercados naturales de exportación.

La empresa no es miembro de ningún grupo económico local, sin embargo mantiene una relación comercial



- Acceso a repuestos para maquinaria
- Acceso a préstamos otorgados por la matriz
- Acceso a nuevos mercados (México, Chile)

El soporte de los accionistas de Continental Tire Andina se vio reflejado en el 2010 a través de un refinanciamiento de cuentas por pagar con un préstamo revolving de corto plazo. Esto le permitió a la Compañía cubrir las necesidades financieras de corto plazo luego de la paralización de la planta.

Continental AG está calificada a nivel internacional por Fitch con una calificación de B+ con tendencia positiva. Esta calificación está por sobre el riesgo soberano de Ecuador. Las calificaciones internacionales no son comparables con la calificación local.

■ ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La Compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Presidente del Directorio y el Presidente Ejecutivo. La representación legal de la Compañía corresponde al Presidente Ejecutivo. La Junta General de Socios actualmente está compuesta por diez directores principales y diez suplentes.

Los miembros del Directorio tienen experiencia en diferentes áreas siendo un apoyo para la toma de decisiones de la Compañía. Tres directores principales están directamente relacionados con los socios Continental AG y tienen experiencia técnica del negocio de llantas.

El Directorio se reúne de forma ordinaria cuatro veces al año. La Junta General de Accionistas elige a los miembros del Directorio.

Se reconoce en el personal gerencial una fortaleza por ser profesionales con experiencia y conocimiento del mercado en el que se desenvuelve la empresa.

Al mes de marzo 2011, la Compañía cuenta con 1.047 empleados directos. Continental Tire Andina, tiene un Comité de Empresa donde participan actualmente 208 trabajadores.

Internamente funcionan varios comités de trabajo para atender temas administrativos, de control, comercialización y técnicos. En casi todos los casos, se reúnen mensualmente para tratar y evaluar resultados en las diferentes áreas.

Como se ha mencionado en informes anteriores, la empresa ha tenido que enfrentar algunos procesos de paralización de la planta de producción, por huelga de los trabajadores a lo largo de su historia. Entre julio del 2009 y septiembre 2010, la empresa vivió dos procesos de huelga que en total tuvieron paralizada las operaciones por 150 días.

La última negociación y acuerdo firmado dejó como consecuencia el despido de 121 trabajadores miembros del Comité de Empresa, pero también, a través de los acuerdos firmados, se modificó el Contrato Colectivo en

lo referente a días feriados y a la jornada de trabajo. Por otra parte, la empresa tuvo un impacto de alrededor de USD 6 MM a los resultados y al EBITDA entre el 2010 y primer trimestre 2011, por concepto de liquidaciones, devolución de reservas de jubilación, incremento de sueldos y bonos.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA

El sector automotor en el Ecuador ha sido uno de los más dinamizadores de la economía en la última década y líder en el segmento de consumo. El fuerte encadenamiento que genera este sector con gran diversidad de productos y servicios relacionados hace que sea una importante fuente de empleo y generación de ingresos fiscales en la economía.

El parque automotor del Ecuador ha crecido de forma muy importante en los últimos años. La tasa de renovación del parque automotor en el Ecuador es del 10% anual. De esta manera existe un mercado potencialmente creciente en cuanto a reposición, independientemente del comportamiento del mercado de vehículos nuevos.

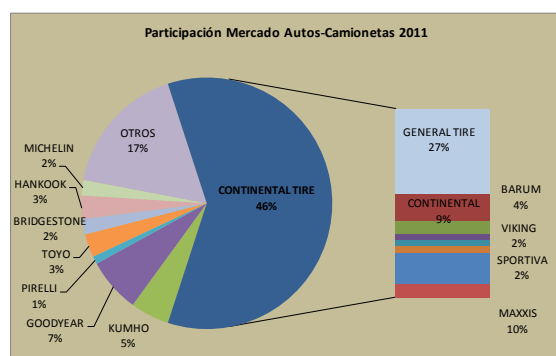


un soporte en momentos de iliquidez. No se observa un potencial riesgo de desdolarización de la economía en el corto plazo.

Por otra parte, se considera que existe un potencial riesgo de tipo de cambio y transferencia con los proveedores externos en el caso de que se produjera un cambio de la moneda en la economía ecuatoriana. Este riesgo se mitiga en el caso de Continental Tire con la relación con la casa matriz que le ha otorgado facilidades de financiamiento y representa un soporte en momentos de iliquidez. No se observa un potencial riesgo de desdolarización de la economía en el corto plazo.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

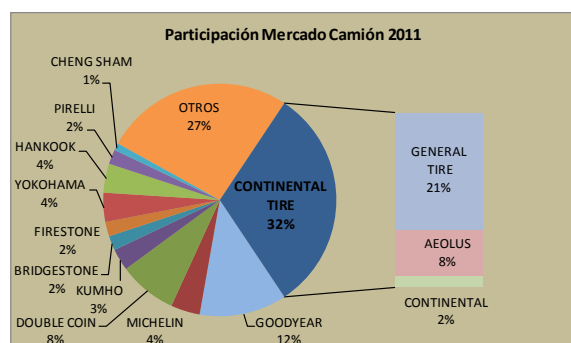
El mercado de llantas está dividido en dos grandes segmentos, el primero llamado PLT (Passenger and Light Truck) es decir llantas para auto y camioneta y el segundo segmento es el de vehículos pesados o comerciales llamado CVT (Commercial Vehicles Tires).



Fuente: CTA; Elaborado: BWR

Continental Tire Andina mantiene un fuerte posicionamiento y es líder en el mercado, no solo por ser la única planta productora de llantas en el país sino porque ha sabido segmentar de forma adecuada su mercado con claras políticas de comercialización.

En el primer trimestre 2011 la participación de la empresa en el mercado PLT es del 46%, mientras que en la línea de vehículos pesados su participación es de 32%.



Fuente: CTA; Elaborado: BWR

De acuerdo a la estrategia de mercadeo de la empresa, cada uno de estos segmentos está dividido en sub segmentos de mercado. Las diferentes marcas comercializadas tienen un nicho específico de acuerdo a cuatro categorías (Premium, Value Best, Value Better, Budget) que se diferencian por características definidas

del consumidor. Su posicionamiento de precios está de acuerdo a estas cuatro categorías, utilizando como base a la categoría Value Best.

PARTICIPACIÓN DE MERCADO HISTÓRICA Y PROYECTADA

	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013
PLT (Auto y Camioneta)	39%	47%	43%	45%	48%	49%
MTB (Camión Bias)	49%	59%	40%	40%	42%	42%
MTR (Camión Radial)	12%	33%	26%	25%	24%	26%
TOTAL	33%	46%	41%	42%	45%	45%

Fuente: Continental Tire Andina; Elaborado: BWR

Continental TA se ha enfocado en mantener una amplia gama de productos que satisfaga todas las necesidades del mercado. La política establecida menciona que se deben importar todas aquellas medidas de neumáticos que no se producen en la planta.

Una de las estrategias más importantes de Continental Tire Andina es la consolidación como proveedores de las ensambladoras de vehículos de la Región Andina como son General Motors, Aymesa y Maresa, donde la participación es muy fuerte sobre todo en el Ecuador (77% GM, 100% Aymesa, 78% Maresa).

ANÁLISIS FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009 y 2010 por firma Delloitte & Touche presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades, e información interina a marzo 2011 también bajo normas NIIF.

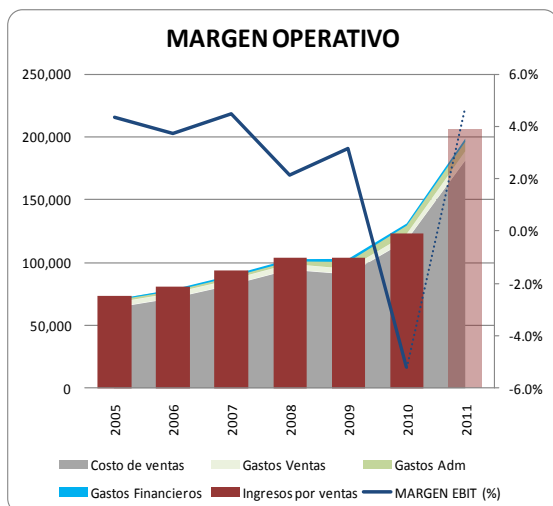
GESTION OPERATIVA

Las ventas netas de Continental Tire Andina a Dic-10 alcanzaron un monto de USD 123.1MM con un crecimiento anual de 18.3%. Históricamente desde el año 2005 las ventas de la empresa han tenido un crecimiento promedio de 25%. Pese a haber sufrido el cierre de la planta por un largo período la empresa pudo abastecer al mercado a través de producto importado, lo cual afectó el margen bruto pero mantuvo el crecimiento de las ventas. De todas formas el emisor estima que sí hubo un impacto de alrededor de USD 25 MM en las ventas por influencia de la paralización.

Las proyecciones estiman que las ventas se recuperarán y tendrán un crecimiento de 67%, primero por el efecto rebote luego de la desaceleración de ventas del 2010 y además por que se concretaría el proyecto de neumáticos radiales para camión, segmento que ya en el primer trimestre 2011 ha crecido de forma importante.

El margen bruto disminuyó en forma significativa en el 2010 pasando de un promedio de 11% a 4.45% a dic-10, por efecto de la absorción de la mayor parte de gastos de personal operativo como consecuencia de la huelga. Al mes de marzo 2011 se observa una ligera recuperación del margen. Se prevé que la empresa registre un gasto adicional por indemnizaciones hasta el mes de abril 2011.

El efecto de los gastos que la empresa debió asumir por la huelga se observa también en el crecimiento del gasto operativo en términos nominales y en relación a las ventas. Sin embargo, la proyección del período 2011 estima que volverán a una relación de gasto operativo sobre ventas de alrededor de 7%.



Históricamente los ingresos y egresos no operativos no han sido representativos. Otros ingresos provienen principalmente de comisiones por contratos de asistencia técnica, intereses ganados, ventas de desperdicio y otras ventas brutas. Al mes de marzo 2011 existe un rubro importante de otros ingresos que responden en parte a los contratos de asistencia técnica, pero en su mayoría son por reverso de valoración de inventarios por efecto de la adopción de NIIF, y no representan flujo.

El peso del gasto financiero sobre las ventas se incrementó ligeramente en el 2009, sin embargo el costo financiero en relación a la deuda financiera ha disminuido y se mantiene en el promedio de la tasa de mercado del segmento corporativo.

El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento estable de flujos históricos antes de los efectos de la huelga. En el 2010, el EBITDA fue apenas de USD 276M, y en el primer trimestre hubo un EBITDA operativo negativo de USD-786M.



La empresa se encuentra bien posicionada y tiene importantes ventajas competitivas en un mercado creciente no solo local sino de exportaciones. El soporte

del principal accionista se ha visto pese a la pérdida neta de USD 6.9MM en el 2010. Pese a que al mes de marzo 2011 aun no se observa la recuperación de la gestión por efectos adicionales de la huelga, se estima que el crecimiento de ventas y en condiciones normales de producción la empresa podría alcanzar las proyecciones y volver a la generación de resultados al menos a niveles históricos.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

A mar-11, el monto de activos totales de Continental ascendió a USD 110,314 M. Los activos líquidos representan el 65% del balance, de los cuales los más importantes por participación son las Cuentas por cobrar y los inventarios.

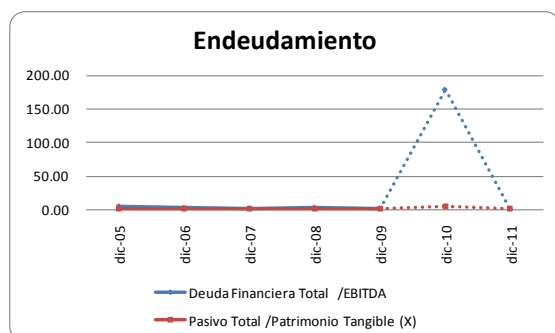
Las cuentas por cobrar son el 33% del activo, en su mayor parte son cuentas a terceros y una pequeña fracción corresponde a cuentas con relacionadas. La cartera es diversificada, el mayor cliente representa el 10% de la cartera total. Los días de rotación promedio de la cartera comercial a marzo 2011 fue de 72 días, ligeramente menor al promedio histórico por efecto estacional de ese mes. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas por tipo de producto y si las ventas son locales o exportaciones. En llantas de vehículos livianos la política de crédito es de 30 a 90 días, en llantas de camión se extiende hasta 120 días y en exportaciones es hasta 90 días.

Los inventarios representan el 23% del activo. El 43% corresponde a materia prima, principalmente caucho natural. El producto terminado representa el 34% del inventario a diciembre 2010 según el informe auditado. De acuerdo a información del emisor los inventarios de producto terminado son de rápida realización y se han mantenido sin crecer debido a la alta demanda del producto en el mercado y el crecimiento de las ventas en el último trimestre. La rotación de inventarios promedio histórica ha sido alrededor de 70 días, al mes de marzo 2011 los inventarios rotan más rápidamente en promedio 53 días.

El activo no corriente está conformado principalmente por la Propiedad, Planta y Equipo que a mar-11 ascendió a USD 37 MM y corresponde al 34% del activo. La planta de producción se encuentra en una fase de expansión ya ha sido adecuada para la producción de llantas de camión radial y ahora se está incrementando la producción. El proyecto de expansión lleva dos años y se retrasó por la huelga, sin embargo la empresa espera que avance en este año.

El proyecto está respaldado por la Casa Matriz, durante este año esperan realizar una inversión de cerca a USD 9MM para lo cual podrían levantar financiamiento a través de mercado de valores. Actualmente la capacidad de producción se encuentra en 6.500 llantas por día, esperan llegar a una producción de 7.600 llantas diarias hasta septiembre del 2011.

ENDEUDAMIENTO



Al mes de marzo 2011 el pasivo de Continental Tire Andina financia el 70% del activo. El 83% del pasivo es de corto plazo. El pasivo principal es otorgado por proveedores con quienes la empresa maneja una relación de varios años, además el 44% de los proveedores corresponde a cuentas con sus relacionadas, al mes de marzo 2011. El pasivo financiero es el 41% del pasivo total, incluyendo USD 18.2 MM del crédito revolving de la casa matriz que tiene un costo financiero alrededor del 3%. El pasivo bancario se ha incrementado en el último semestre, la empresa mantuvo líneas abiertas de crédito pese a la paralización de la planta por la huelga.

El pasivo de largo plazo se compone principalmente por las reservas para jubilación y desahucio, por un crédito de largo plazo y por porción de largo plazo de la deuda con mercado de valores.

Los niveles de endeudamiento observados a diciembre 2010 y al mes de corte marzo 2011 muestran el efecto de la huelga en el balance y sus repercusiones. En condiciones normales Continental Andina ha manejado niveles de apalancamiento históricos en promedio 2.3 de pasivos sobre patrimonio tangible (patrimonio restados activos que no son disponibles para el pago de deuda).

Al mes de diciembre-10 y marzo-11 estos indicadores subieron significativamente en comparación a seguimientos anteriores, por las necesidades de nuevo financiamiento para cubrir por una parte los gastos extraordinarios generados por la huelga y por otra las necesidades normales de capital de trabajo una vez que se normalizó el funcionamiento de la planta de producción.

Los niveles de deuda en función del EBITDA suben también como consecuencia del efecto de la huelga dado que la generación se vio afectada en el período analizado.

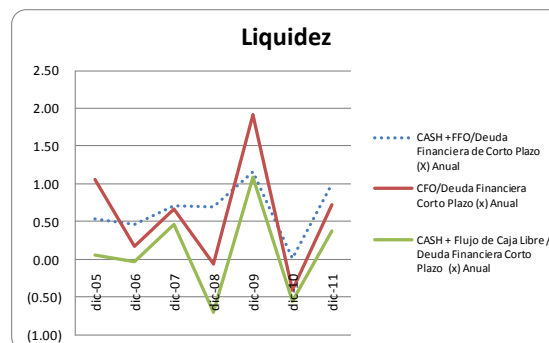
Las fortalezas propias de la empresa se han ratificado en el período posterior a la finalización de la huelga, principalmente por el soporte del mayor accionista que es también uno de los principales proveedores, el adecuado nivel de solvencia patrimonial histórico que ha manejado la Compañía y la disponibilidad de líneas de crédito en el sistema financiero.

Se estima que el nivel de endeudamiento actual de la empresa es coyuntural a la situación de paralización que vivió la Compañía, y se esperaría que la propia

generación del negocio permita fortalecer los niveles patrimoniales en el corto y mediano plazo.

Las proyecciones de endeudamiento presentadas estiman que la empresa continuará con los planes de expansión de la planta para poder cubrir la alta demanda del mercado. Las nuevas inversiones podrían ser financiadas a través de mercado de valores durante el segundo semestre 2011.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



Continental al ser una empresa industrial depende de varios factores externos que pueden afectar los niveles de liquidez en los momentos en que éstos inciden en la variación de capital de trabajo. De acuerdo al gráfico la alta volatilidad de los índices de liquidez ha dependido del comportamiento de los inventarios, los precios de la materia prima y las paralizaciones de la planta de producción.

Al mes de diciembre 2010 y marzo 2011 los flujos generados no son suficientes para cubrir la variación de capital de trabajo, los incrementos en CAPEX, ni el reparto de dividendos. La empresa pudo refinanciar la deuda de corto plazo, principalmente por el refinanciamiento otorgado por la Casa Matriz.

Si las proyecciones de ventas y resultados se cumplen de acuerdo a lo presentado, la empresa podría mejorar su posición de liquidez en el corto plazo, y recuperar su capacidad de generación de flujos.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, intangibles, pignorados, en litigio, derechos fiduciarios en garantía y fondo de liquidez.

A mar-11 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 110,314 M. De este valor, USD 24,497 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 777M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 88,640 M. La emisión fue de USD 8.000 M y el monto en circulación al mes de marzo 2011



fue USD 3,212M, con lo cual existiría una cobertura de 27.6 veces sobre el monto en circulación de la emisión.

ACTIVOS	Activos Mar-2011	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	3,746		3,746		3,746
Cuentas por Cobrar	36,284		36,284		36,284
Inversiones Largo Plazo	0		0		0
Inventarios	25,395	7,670	17,725		17,725
Impuestos Anticipados	2,866		2,866		2,866
Pagos Anticipados	1,110		1,110		1,110
Propiedades	37,229	16,827	20,402		20,402
Otras Cuentas por Cobrar	2,330		2,330		2,330
Derechos Fiduciarios	0		0		0
Activos Intangibles	207		207	207	0
Impuestos Diferidos	570		570	570	0
Otros Activos	579		579		579
					0
ACTIVO TOTAL	110,314	24,497	85,817	777	88,640
Monto de la Emisión Colocado	8,000				
Monto Emisión en Circulación	3,212				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	3,212				
Garantía General / Monto Emisión Oblig. en Circulación					27.60
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					27.60

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la Compañía ha establecido para la emisión de obligaciones los resguardos de ley. Adicionalmente, la Compañía estableció el siguiente resguardo:

Índice de endeudamiento/patrimonio tangible máximo:
1.90 : 1

Para el cálculo de este índice se considerará todos los pasivos en el numerador y en el denominador el patrimonio menos activos intangibles y diferidos.

Este compromiso, consta expresamente recogido dentro de la Escritura Pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública.

Al mes de marzo 2011 este indicador se encuentra en 2.39:1, superior al índice del resguardo, influenciado principalmente por efectos de la huelga. Es importante señalar que después de la reclasificación contable por la aplicación de normas NIIF los activos diferidos e intangibles muestran valores superiores a los históricos únicamente por reclasificación contable. Pese a que la empresa estaría incumpliendo el resguardo al mes de marzo 2011, de acuerdo a las proyecciones se esperaba que se regularice en el corto plazo hasta el próximo seguimiento.

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

La compañía ha realizado tres emisiones generales desde el año 1996, las mismas que han tenido buena demanda y han sido colocadas fácilmente. La última emisión a la

cual se refiere este análisis (USD 8.000M), fue colocada en su totalidad en los meses de septiembre y octubre del 2008. Los inversionistas principales de esta emisión fueron el Seguro Social, la CFN y Casas de Valores. El emisor ha cumplido sus obligaciones en tiempo y forma y la experiencia en el Mercado de Valores ha sido satisfactoria.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.



EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11
RESULTADOS					
Ventas	93,446	103,875	104,068	123,193	46,716
% crecimiento	15.4%	11.2%	0.2%	18.4%	51.7%
Costos	-82,114	-94,296	-90,594	-117,712	-43,625
% crecimiento	14.7%	14.8%	-3.9%	29.9%	48.2%
MARGEN BRUTO (%)	12.1%	9.2%	12.9%	4.4%	6.6%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,607	8,077	9,572	276	-786
MARGEN EBITDA (%)	8.1%	7.8%	9.2%	0.2%	-1.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,607	8,077	9,572	276	-786
MARGEN EBITDAR (%)	8.1%	7.8%	9.2%	0.2%	-1.7%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativo)	3,439	5,876	6,273	6,694	1,384
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,168	2,201	3,299	-6,418	-2,171
MARGEN EBIT (%)	4.5%	2.1%	3.2%	-5.2%	-4.6%
Gasto Financiero del período	-1,535	-1,730	-2,425	-1,714	-588
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.6%	1.7%	2.3%	1.4%	1.3%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11.1%	9.0%	12.5%	7.0%	7.1%
Impuestos a la renta	-573	-368	-179	-921	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	14.0%	20.1%	9.1%	-12.0%	0.0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	30.9%	60.1%	85.0%	-5.5%	-171.7%
UTILIDAD NETA	3,516	1,461	1,793	-6,944	-627
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3.8%	1.4%	1.7%	-5.6%	-1.3%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	14.4%	4.5%	4.5%	-18.6%	-7.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	5.8%	1.7%	1.9%	-7.5%	-2.4%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	6,955	7,337	7,380	-2,111	437
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1,388	-7,992	6,339	-10,242	1,451
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	3,412	-9,341	7,621	-18,615	1,889
Inversión en Activos Fijos	-2,155	-8,111	-6,098	-6,262	0
Otras Inversiones, Neto	0	-575	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	3,412	-9,341	7,621	-18,615	1,889
Variación Neta de Deuda Financiera	-3,600	11,516	-8,506	18,508	-873
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	-790	0	-381	1
Otros Financiamientos, Neto	-412	182	1,088	1,101	-57
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-600	1,567	204	613	960
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH					
EBITDA OPERATIVO	7,607	8,077	9,572	276	-786
(-) Gasto Financiero del período	-1,535	-1,730	-2,425	-1,714	-588
(-) Impuesto a la renta del período	-573	-368	-179	-921	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5,499	5,979	6,968	-2,359	-1,374
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,388	-7,992	6,339	-10,242	1,451
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,111	-2,013	13,307	-12,601	77
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,456	1,358	1,677	427	1,771
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-579	0	-45
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-790	0	-381	1
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2,155	-8,111	-6,098	-6,262	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3,412	-10,131	7,621	-18,996	1,890
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3,600	11,516	-8,506	18,508	-873
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-412	182	1,088	1,101	-57
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-600	1,567	204	613	960
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	5.88%	5.76%	6.70%	-1.91%	-2.94%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	7,607	8,077	9,572	276	-786
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	410	1,978	2,173	2,786	3,746
Activos Totales	64,121	99,944	86,254	98,062	110,314
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8,316	11,572	7,852	29,269	28,880
Pasivo financiero Largo Plazo	3,763	12,117	7,276	4,328	3,844
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	15,768	15,210
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	12,079	23,689	15,128	49,365	47,934
Pasivos con Proveedores	13,987	20,329	11,945	17,345	27,416
Otros Pasivos	11,869	16,809	18,272	(2,386)	1,853
Pasivos Totales	37,935	60,827	45,345	64,324	77,203
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	26,186	39,117	40,909	33,738	33,112
Patrimonio Tangible	18,343	27,943	34,462	13,008	10,820
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	7,843	11,174	6,447	36,498	37,502
Capitalización ****	38,265	62,806	56,037	83,103	81,047
Pasivos contingente	0	0	0	3,417	233
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	0	9,261	7,934	25,083	24,497
Activos diferidos	0	0	0	0	0
Inventarios percibibles	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	64,121	90,683	78,320	72,979	85,817
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	64,121	90,683	78,320	72,979	85,817
Emisión de Obligaciones en Circulación	5,358	11,402	7,485	4,627	3,212
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	10	16	27
Límite Legal para Emitir Obligaciones	51,297	72,546	62,656	58,383	68,654



EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.96	4.67	3.95	0.16	-1.34
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.55	-0.02	1.43	-3.49	-1.34
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.96	4.67	3.95	0.16	-1.34
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4.58	4.46	3.87	-0.38	-1.34
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	3.68	-0.16	6.49	-6.35	1.13
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.58	4.46	3.87	-0.38	-1.34
CFO/cargos fijos	2.68	-1.16	5.49	-7.35	0.13
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.59	2.93	1.58	178.86	-15.24
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1.53	2.69	1.35	168.76	-14.05
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2.20	3.96	2.17	-20.93	-8.72
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	32%	38%	27%	59%	59%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8.2%	8.3%	16.4%	42.3%	39.3%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0.32	0.39	0.33	0.77	0.62
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2.07	2.18	1.32	4.94	7.13
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2.07	2.18	1.32	4.94	7.13
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.66	0.85	0.44	3.79	4.43
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0%	54%	-87%	21%	0%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.69	0.49	0.52	0.59	0.60
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.66	0.52	0.89	-0.08	-0.19
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	(1.00)	1.04	1.85	(0.84)	(1.56)
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.71	0.69	1.16	0.01	-0.06
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.49	(0.17)	1.69	(0.43)	0.01
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-1.00	-0.35	3.53	-4.49	0.09
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.46	(0.70)	1.25	(0.55)	0.39
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1.00	-1.41	2.60	-5.78	3.21
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	18,973	23,927	21,289	7,689	7,493
Liquidez Acida (x)	105%	100%	106%	66%	72%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	80%	72%	82%	56%	63%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	132%	101%	103%	92%	93%
Patrimonio / Activo Total (x)	41%	39%	47%	34%	30%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	5	5	5
Días de cuentas por cobrar	101	95	69	79	72
Rotación de inventarios (x)	5	4	5	5	7
Días de inventarios	77	92	79	77	53
Rotación de cuentas por pagar (x)	6	5	8	7	6
Días de cuentas por pagar	61	78	47	53	57
Rotación Capital de Trabajo	4	4	4	15	23
Días de Capital de Trabajo	83	91	85	24	15
Días de Ciclo de Operación	(33)	(18)	(17)	(79)	(53)
Activo corriente / Pasivo corriente	161%	164%	184%	115%	112%

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran destabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD M III 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (M III.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB %	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.6	prov 3.71
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-1.50
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinería de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITCH	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el Gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio

del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100.00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR