

Ecuador
Emisión Obligaciones
Quinto Seguimiento

**Corporación Ecuatoriana
De Aluminio S.A. – CEDAL**

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último cambio
Emisión de Obligaciones	"AA" Perspectiva Negativa	"AA"	NR

NR: No Registra

Resumen Financiero

USD Millones	dic-09	dic-10	mar-11	dic-11	mar-12
Activos	37,71	42,11	45,45	46,78	48,79
Ventas*	37,48	42,25	42,48	48,20	52,74
Margen EBITDA (%)	17,02	11,10	14,59	9,62	12,43
ROA (%)*	8,40	5,32	3,12	2,91	6,30
Capitalización (%)	41,30	45,00	48,96	47,64	45,59
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	3,08	5,87	4,96	7,77	4,46

*Indicador anualizado a Marzo;

(x) Indicador en Número de veces

Características de la Emisión

Séptima Emisión de Obligaciones	
Monto Emitido:	USD 8,000,000
Monto en Circulación:	USD 3,975,000
Fecha de Emisión:	29-Ene-2010
Fecha de Vencimiento:	29-Ene-2014
Plazo:	1440 días (4 años)
Amortización:	Semestral
Fecha último pago de capital:	29-Enero-2012
Cupón de Interés:	TPR + 1,5%
Pago de Interés:	Trimestral
Periodicidad del Reajuste:	Cada 90 días
Modalidad Cálculo Pago:	Base 30/360
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos Capital de trabajo
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Picaval
Agente Colocador:	Picaval
Agente Pagador :	Banco Pichincha S.A.
Representante Obligacionistas:	Pólit & Pólit Abogados S.C.C.

Actividad del Emisor: Producir y comercializar perfiles de aluminio estructurales y arquitectónicos, otros artículos metálicos no ferrosos y en vidrio.

Contactos

(593-2) 269-767; (593-2) 922-426

Patricia Pinto: ppinto@bwratings.com Ext. 103

Ana Zurita R: azurita@bwratings.com Ext. 113

FECHA COMITE: Mayo 31, 2012

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 31, 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros auditados al 31 de diciembre del 2011 e interinos al 31 de marzo del 2012, y demás información presentada por el emisor, el Comité de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de la séptima emisión de obligaciones de "Corporación Ecuatoriana de Aluminio - CEDAL S.A." en "AA" (Doble A); y adicionalmente conservar la perspectiva negativa que fue incorporada el seguimiento anterior. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores la calificación otorgada:

"Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena 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 pertenecen y en la economía en general."

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

La "perspectiva negativa" no indica una reducción de categoría de calificación sino una probabilidad razonable de que la calificación asignada podría ser cambiada en el corto plazo, en la dirección en la que indica la perspectiva, si la Compañía no revierte su tendencia actual de endeudamiento y liquidez.

Los indicadores tanto de liquidez como de endeudamiento han mantenido una tendencia a presionarse durante los últimos años y al momento se encuentran más apretados que los de otras instituciones calificadas en la misma categoría. Esta situación limita la flexibilidad financiera de la empresa para reaccionar frente a los riesgos propios de su industria. Del análisis realizado se podría esperar que las relaciones de endeudamiento y liquidez se vayan aflojando, dependiendo de decisiones y políticas a nivel de Grupo.

A pesar de la inestabilidad de su industria en relación al precio del aluminio, CEDAL ha podido mantener sus

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. *La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.*

márgenes operativos con crecimientos permanentes pero también volátiles a lo largo del tiempo. El EBITDA generado por la empresa ha sido suficiente para sostener el negocio en marcha pero no ha crecido en la misma proporción que la deuda financiera presionando los indicadores de apalancamiento, capitalización y liquidez. El crecimiento del EBITDA en los dos últimos años ha estado muy por debajo de lo histórico y se esperaría que este crecimiento en adelante sea todavía menor. El costo del aluminio se traslada al precio comercial sólo parcialmente en un contexto de mercado cada vez más competitivo.

En el 2011 la Compañía decidió adquirir un volumen importante de inventario a fin de prevenir futuros desabastecimientos de producto terminado y principalmente para aprovechar la coyuntura de reducción del precio del aluminio en el mercado internacional, lo cual ayudó a proteger el margen pero generó un alto requerimiento de capital de trabajo. Esta situación, combinada con la necesidad de financiar cartera de clientes y relacionadas e inversiones en CAPEX provocó que la necesidad de financiamiento de la empresa sea mayor, debiendo incurrir en deuda bancaria adicional.

Por otro lado, contribuye a la presión en los indicadores de apalancamiento y liquidez el hecho de que la Compañía haya financiado generalmente con pasivos de corto plazo, las cuentas por cobrar a relacionadas y las inversiones en CAPEX que son de mediano y largo plazo. CEDAL apalanca otros negocios del Grupo, sin que estos fondos regresen a la empresa al menos en el corto plazo.

De acuerdo a la planificación de la empresa se esperaba que los índices de endeudamiento alcanzados a fines del 2011 sean menores. No obstante, los índices mejoran en el primer trimestre del 2012, tendencia que esperamos no sea coyuntural y se mantenga a la mejora en el corto plazo. De igual manera, se tiene la expectativa de que los índices de liquidez mejoren en el futuro gracias a la sustitución y reprogramación del pasivo a largo plazo. Cabe indicar que estas perspectivas se incorporan en la calificación actualmente asignada.

En los próximos años se prevé un crecimiento estable del negocio que según las proyecciones podrá ser cubierto con la misma generación operativa. Si bien se espera que los retornos sean menores frente a los históricos, consideramos que la Compañía podrá mantener resultados suficientes para honrar sus obligaciones y garantizar la sostenibilidad del negocio en el tiempo. El comportamiento de la empresa en los próximos años dependerá de la capacidad que tenga CEDAL para continuar generando un ahorro en costos, del comportamiento del precio del aluminio en los mercados internacionales y de su facultad para incrementar precios.

■ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

- El 21 de diciembre del 2010 se inscribió en el Registro Mercantil la fusión por absorción de CEDAL con Tandilsa, una de las empresas del Grupo que pertenecía a la Holding CORPESA. Mediante la fusión, CEDAL, como entidad

absorbente asumió todos los activos, pasivos, obligaciones y contingentes de Tandilsa. El registro contable de la fusión se perfeccionó el 28 de febrero del 2011.

- CEDAL realizó un aumento de capital por USD 1MM, el mismo que fue aprobado por la Superintendencia de Compañías con fecha 29 de Agosto del 2011.

■ **ENTORNO MACROECONÓMICO**

(Por favor remitirse al Anexo 2)

■ **RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Al ser proveedor de materias primas, el sector metalmecánico del Ecuador depende de otras actividades económicas como la construcción y el transporte para incrementar la demanda; sectores que a su vez son sensibles al entorno macroeconómico.

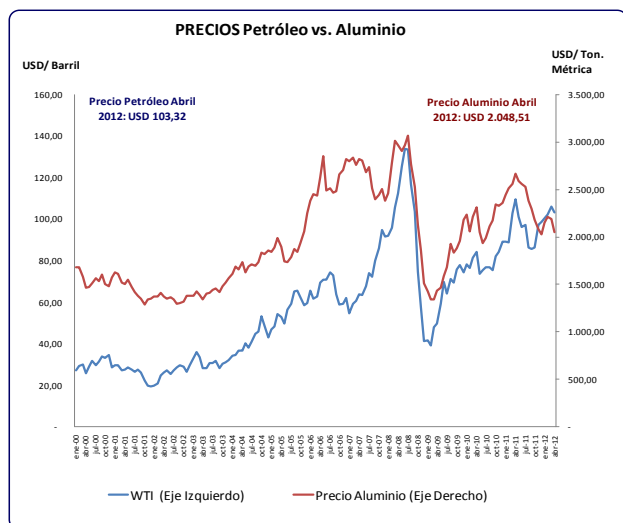
En el 2011 el sector de la construcción tuvo un comportamiento dinámico gracias a la expansión del crédito de vivienda proveniente principalmente del BIESS y al impulso generado por el Gobierno para la construcción de obra vial y vivienda popular. De acuerdo a datos publicados por el BCE en el 2011 el sector de la construcción presentó un crecimiento del 20.98% en términos reales frente al 6.65% del año anterior. Este crecimiento superó las expectativas para este año (10.15%) y ha sido el más importante de la última década.

El comportamiento del sector de la construcción en los próximos años dependerá de la liquidez que exista en la economía, de las fuentes de crédito para vivienda y del dinamismo del gasto público que dependerá a su vez de la estabilidad del precio del petróleo y del acceso que el Gobierno tenga a fuentes de financiamiento tanto internas como externas. El crecimiento del sector de transporte y almacenamiento estará supeditado al desempeño de la industria automotriz cuyo entorno se muestra recesivo en el 2012 tras las nuevas regulaciones en materia de comercio exterior.

En el mercado colombiano, el sector de la construcción creció en 5.7% en el 2011, impulsado por el crecimiento económico, el descenso de las tasas de interés y la inversión pública en obra civil y edificación residencial. Las perspectivas de crecimiento son positivas en el mediano plazo; se prevé que a partir del año 2013 con la firma del tratado de libre comercio aumentará la demanda por edificaciones de uso no residencial.

El principal riesgo asociado a esta industria constituye la volatilidad del precio de las materias primas, en particular del precio del aluminio que está determinado por el mercado internacional e influenciado directamente por el precio del petróleo. Además de la influencia del precio del petróleo, el incremento del precio del aluminio en el 2011 se relacionó con la devaluación del dólar estadounidense. El

comportamiento futuro de los precios es incierto y está ligado a los ciclos económicos.



Fuente: BCE, Hidrocarburos; EIA; Indexmundi
 Elaboración: BWR

El aluminio es vulnerable a la competencia de otros metales que pueden reemplazarlo, especialmente en el sector de la construcción; sin embargo es un metal que cuenta con propiedades favorables para la actividad constructora pues es resistente a la corrosión, su vida útil excede el de cualquier otro metal exceptuando el acero y puede ser reciclado en varias ocasiones preservando su calidad, además de que el costo de reciclaje es bajo y por tanto conveniente para el control de costos del sector.

El aluminio está ganando participación en el segmento de transporte, principalmente en la rama de automóviles y camiones debido a que es un metal ligero y fácil de moldear; además de que contribuye a un uso más eficiente de gasolina. Las aplicaciones del aluminio son variadas, mitigando el riesgo de sustitución.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A., CEDAL, es una compañía madura que cuenta con 38 años de experiencia en la producción y comercialización de perfiles de aluminio, líder en el mercado ecuatoriano y con presencia en el mercado colombiano. CEDAL abarca el 49.16% de las ventas nacionales y tiene una participación del 10% en Colombia.

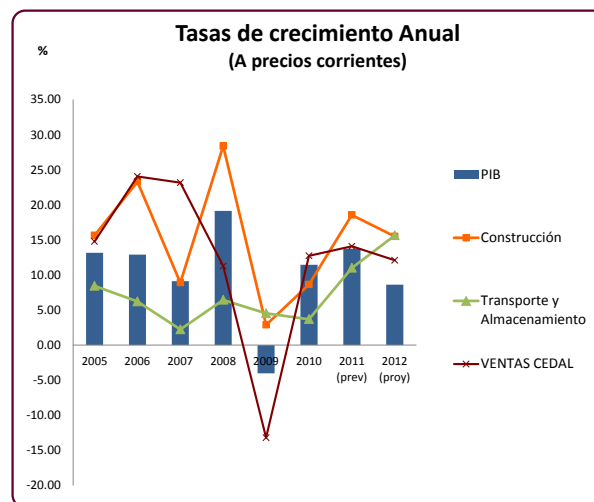
El 82.55% de las ventas de CEDAL se origina de la distribución de perfiles de aluminio, colocados principalmente en el mercado nacional (62.25%). El 20.3% de las ventas se exporta, en su totalidad al mercado colombiano a través de la compañía relacionada VITRAL que posee centros de distribución en las ciudades de Bogotá y Cali.

A partir del año 2006, CEDAL diversificó sus líneas de negocio ofreciendo al mercado productos complementarios a la perfilería de aluminio, que representan actualmente el 17.37% de las ventas

totales, siendo los de mayor impulso el vidrio y la línea de decoración arquitectónica.

La empresa fue constituida en Latacunga (Cotopaxi) en donde se encuentra localizada actualmente su planta productiva. CEDAL cuenta con una amplia red de distribución compuesta por más de 60 puntos de venta y 48 distribuidores exclusivos en 33 ciudades del país. Su red comercial constituye una de las principales ventajas competitivas frente a los demás participantes del mercado.

CEDAL forma parte de una industria de base que se encuentra en plena etapa de expansión y crecimiento; la Compañía tiene todavía la posibilidad de crecer en el mercado local y en el colombiano e incluso podría cubrir nuevos mercados como el de Perú y Alemania dado que sostiene una asociación con empresas ubicadas en estos países. Ambas plazas constituyen mercados potenciales, especialmente Perú en donde existe una demanda insatisfecha. En Alemania CEDAL podría crecer primordialmente en la industria automotriz y en el segmento de acabados en el sector de la construcción.

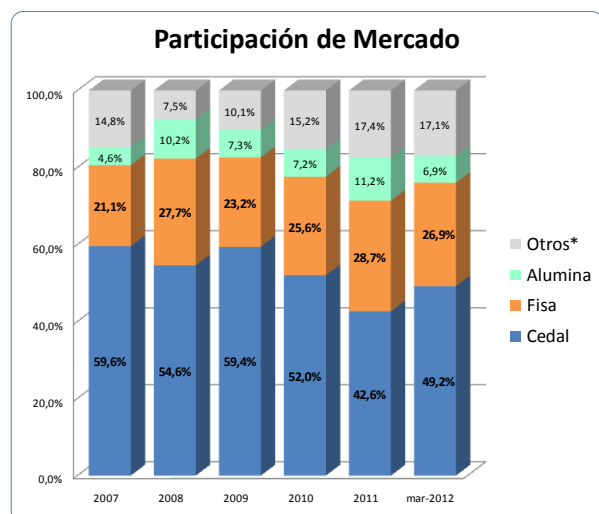


Fuente: BCE; PIB por industria; Previsiones Macroeconómicas.
 Elaboración: BWR

Las ventas de CEDAL han estado históricamente relacionadas con el comportamiento del sector de la construcción, no sólo ecuatoriano sino también colombiano en vista de su relación comercial con VITRAL; situación que genera a su vez un riesgo por exposición de tipo cambiario.

CEDAL ha podido tener estabilidad en sus márgenes a pesar de la volatilidad del precio de la materia prima que impacta directamente al costo de los inventarios y al costo de ventas. La empresa ha adquirido mayor experiencia en el proceso de fundición y reciclaje del aluminio, herramienta que le permite reducir considerablemente el costo protegiendo los márgenes. Esta estrategia constituye el principal mitigante frente a los riesgos del mercado.

La Compañía demostró en el 2008 que tuvo capacidad para transferir parcialmente sus costos al mercado. No obstante, el incremento de precios podría verse limitado por la alta competencia del mercado, pues si bien CEDAL continúa manteniendo el liderazgo en ventas, se observa una competencia más agresiva en calidad y precios. La incursión de nuevos integrantes de menor tamaño ha hecho de este un mercado altamente competitivo, restándole participación a CEDAL como se observa a continuación.



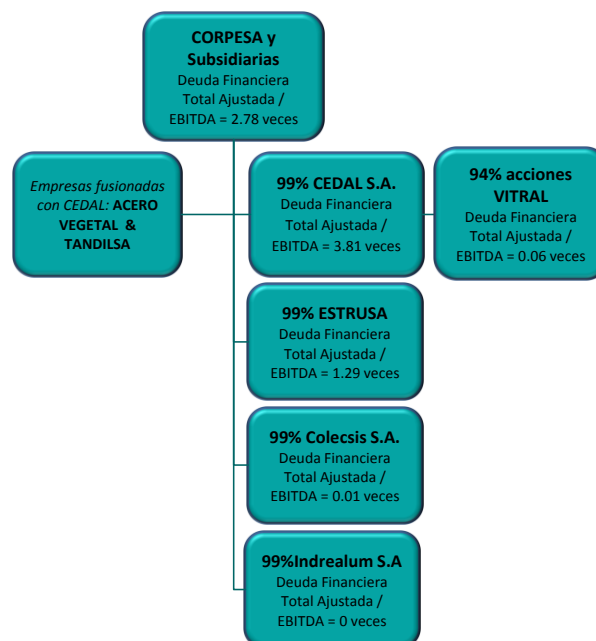
Fuente: CEDAL
 Elaboración: BWR

La empresa cuenta con poder de negociación con proveedores, especialmente desde que se encarga de producir directamente una de las materias primas empleadas en el negocio de perfilería. CEDAL importa sus insumos estratégicos (lingotes de aluminio y chatarra) de 18 proveedores, en especial de países latinoamericanos.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Desde 1992 CEDAL pasó a formar parte de la Corporación Empresarial S.A. CORPESA que es la Holding y propietaria de la mayoría de las empresas que conforman el Grupo, a excepción de Vitral. CORPESA es la cabeza del Grupo Empresarial y posee el 99.98% de las acciones de CEDAL y el mismo porcentaje de participación sobre las acciones de Estrusa, Indrealum S.A. y Colecsis S.A.

Acero Vegetal y Tandilsa pertenecían a CORPESA, sin embargo en el 2009 y 2010 respectivamente la Corporación decidió ceder su participación accionaria en estas empresas a favor de CEDAL con el fin de que se fusionen. El 94% de las acciones de Vitral pertenecen a CEDAL.



- VITRAL, empresa colombiana que se encarga de la comercialización de productos de aluminio con especialidad en perfiles de uso arquitectónico.
- ESTRUSA, empresa ecuatoriana que se dedica a la fabricación de productos de carpintería de aluminio¹, soluciones estructurales² y productos para exteriores³.
- Asesoramiento Empresarial Colecsis S.A., empresa ecuatoriana que se dedica a la tercerización de servicios complementarios.
- Industria de Reciclaje de Aluminio Indrealum S.A., empresa ecuatoriana que recolecta, procesa, empaca y comercializa la chatarra del aluminio.
- Acero Vegetal fue constituida como una compañía ecuatoriana ubicada en la ciudad de Durán, Provincia del Guayas, dedicada a la fabricación y comercialización de pisos de madera sólida tropical para el mercado local e internacional bajo la marca registrada TLM (Tropical Lumber Millworks).
- Tandilsa se encargó desde su constitución a la producción, cosecha, distribución e industrialización de caña guadua.

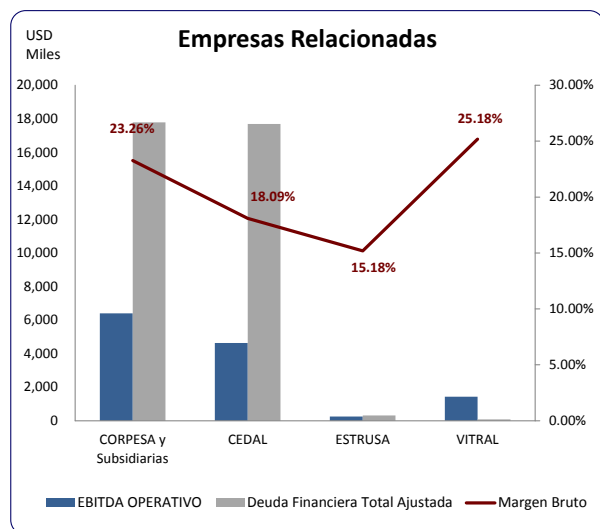
¹ **Carpintería:** muros cortina, ventanas, puertas, louvers, mamparas, fachadas, revestimientos, graderíos.

² **Soluciones Estructurales:** estructuras espaciales tridimensionales, estructuras de cubiertas, membranas tensadas, marquesinas, punto fijo, hangares.

³ **Para Exteriores:** toldos para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables.



CEDAL es la empresa más grande pues administra alrededor del 82% de los activos consolidados del Grupo, seguida de Vitral y Estrusa. Si bien las ventas de CEDAL superan en más de dos veces las de su subsidiaria, Vitral se beneficia de márgenes porcentuales y rentabilidades superiores. El 100% del inventario de Vitral es suministrado por CEDAL, es decir que al ser únicamente comercializadora, Vitral no asume los costos de producción en los que sí incurre CEDAL; aunque los márgenes de Vitral también obedecen a una política de Grupo. Por otro lado, CEDAL se encuentra más endeudada que el resto debido a que financia parcialmente las operaciones de las otras compañías del Grupo.



CEDAL transfiere sus flujos a VITRAL a través de inversiones y a ESTRUSA y CORPESA a través de garantías y cuentas por cobrar. En el caso de VITRAL y ESTRUSA, parte de las cuentas por cobrar han surgido de la relación comercial que CEDAL sostiene con dichas compañías, sin embargo una porción corresponde a préstamos de mutuo acuerdo que no tienen plazo específico de pago ni costo financiero.

Cabe indicar que la inversión en acciones de su empresa relacionada VITRAL disminuyó por efecto de la valoración NIIF, factor que dota de mayor transparencia al activo. Las cuentas por cobrar a ESTRUSA se reducen en el 2011 y según las proyecciones se espera que se mantengan en niveles similares en los próximos años. Adicionalmente, existe el compromiso de los Administradores para que desde mediados de este año 2012 CEDAL deje de garantizar las operaciones comerciales de ESTRUSA.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

CEDAL pertenece en un 99.98% a CORPESA y el 0.02% restante corresponde a la participación de Juan Carlos Gómez Calisto. La máxima autoridad de CORPESA es la Presidencia, que la ejerce Bernardo Gómez Calisto, quien es a su vez el accionista mayoritario. CORPESA cuenta con un Consejo Consultivo que asesora a los directivos en la toma de decisiones.

La estructura accionarial de CORPESA está conformada por 29 accionistas, entre personas naturales y jurídicas. El 68.75% de las acciones se concentra en los cuatro accionistas principales y el resto de la propiedad está diversificada en pequeñas participaciones menores al 6%.

• ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN, GOBIERNO CORPORATIVO Y PROYECCIONES

Al pertenecer a una industria que requiere de fuertes y constantes inversiones de capital, la posición de deuda financiera/ capitalización de CEDAL S.A. ha sido más agresiva en comparación a otras empresas que están en mercado de valores. Esta relación se ubica en 48% en promedio en el período comprendido entre los años 2005 al 2011. Es posible que esta relación se reduzca en los próximos años conforme el endeudamiento se vaya liberando en función de la generación esperada.

Pese a que no se observa un reparto directo de dividendos en el 2011 y si bien las proyecciones contemplan que el reparto de los próximos años será de máximo un 20% de las utilidades generadas, se debe considerar que actualmente la compañía transfiere sus flujos a CORPESA, su principal accionista a través de cuentas por cobrar. Esta cuenta por cobrar de largo plazo disminuye pero se mantiene en las proyecciones.

El reparto de dividendos fue cauto en el 2010 (25.28% de la utilidad), a diferencia de los años 2006 y 2009 en los que la empresa decidió repartir más del 90% de las utilidades. Cabe indicar que el pago de dividendos en el 2009 fue factible gracias a que la Compañía mantuvo una posición más líquida que se vio favorecida por la coyuntura del mercado.

La Administración proyecta un comportamiento estable del margen bruto (19% para los próximos años), a excepción del año 2012 en el que se espera que el margen borde el 20% gracias al desarrollo del mercado colombiano cuyo crecimiento se prevé que será del 18%. El crecimiento esperado en inventarios y cuentas por cobrar será cubierto con la misma generación operativa del negocio, que incluso será suficiente para pagar los dividendos del período y las nuevas inversiones en activo fijo.

CEDAL se ha planteado como objetivo principal fortalecer las ventas locales atendiendo la demanda insatisfecha de sus clientes. La Compañía estima que deja de atender al 20% de la demanda debido a que los niveles de producción actuales en la planta de Latacunga se encuentran al límite de su capacidad instalada. Como solución de mediano plazo a este problema, CEDAL realizó una alianza estratégica con una empresa multinacional que le provee de ciertos productos hasta por 780 TM en el año, dependiendo de las necesidades reales de la coyuntura del mercado. Esta alianza le permite además protegerse de excesos en costos de inventarios de

CORPORATIVO

materia prima si el mercado no crece como lo ha venido haciendo.

Para poder manejar los volúmenes que el mercado está necesitando, CEDAL se ha planteado la construcción de una nueva planta productiva en Durán, en el terreno donde antes funcionaba Acerovegetal, una de las empresas del Grupo que fue absorbida por CEDAL en el 2009. Por el momento, la Compañía decidió en el 2010 trasladar el centro logístico de Guayaquil a las instalaciones de Durán, y está haciendo una nueva inversión en adecuaciones y activos fijos.

En el 2011 la Compañía decidió comprar un terreno cercano al centro logístico (inversión de aproximadamente USD1.2MM), con la finalidad de iniciar en el 2012 con la primera etapa de construcción de la nueva planta productiva. CEDAL invirtió alrededor de USD 500M adicionales en la planta de Latacunga en busca de una mejora en la calidad del producto terminado, que pretende dar uniformidad a los acabados generando una ventaja competitiva frente a su competencia directa.

La estrategia comercial de la empresa para los próximos años será crecer en la rama de mercadería que en el 2011 le aportó con USD 8.2MM y que es en su mayoría a base de vidrio. CEDAL pretende aprovechar el crecimiento que está teniendo VITRAL en Colombia abriendo dos nuevos mercados en Medellín y Barranquilla.

Gobierno Corporativo

A pesar de que estructuralmente existe una desvinculación de la plana gerencial y los accionistas, las decisiones se concentran principalmente en la Presidencia y en los accionistas principales. Al ser parte de un grupo empresarial y al tener como principal accionista a la Holding, CEDAL está sujeta a la administración corporativa que centraliza las funciones de sistemas, finanzas, contabilidad, recursos humanos, mercadeo y adquisiciones. Estas funciones son provistas por Colecsis S.A. que pertenece al Grupo y da servicios a todas las compañías que lo conforman.

BWR considera que los accionistas y principales administradores de la empresa son profesionales de prestigio en los círculos financieros, que cuentan con experiencia en el mercado y administran el negocio técnicamente.

CEDAL está integrada por 343 empleados conformados especialmente por personal de planta. Las áreas, productiva, de comercialización y ventas son las que más se han expandido en el último año en concordancia con las nuevas necesidades de crecimiento de la empresa.

Desde 1982 los empleados de la planta conformaron un Comité de Empresa, el cual ha mantenido una relación estable con la Administración, pues no se ha reportado ningún tipo de conflicto laboral. En el 2010 se firmó el décimo cuarto contrato colectivo.

La provisión para jubilación patronal se encuentra al día y se la realiza en base a un estudio actuarial practicado por un profesional independiente.

• PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

El presente reporte se realizó en base a los estados financieros individuales de CEDAL S.A. auditados al 31 de diciembre del 2011 e interinos al 31 de marzo del 2012. A pesar de que los estados financieros a Marzo 2012 no son auditados, basamos nuestro criterio en balances firmados por el Representante Legal de la empresa. En este seguimiento y por primera vez se recibieron los estados financieros consolidados de CORPESA y sus subsidiarias, auditados al 31 de diciembre del 2011.

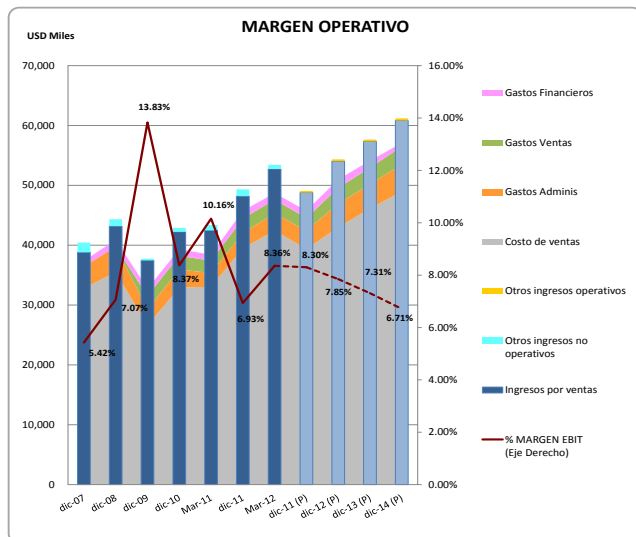
Los estados financieros en mención, tanto individuales como consolidados están presentados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's), fueron auditados por la firma Grant Thornton D'Brag Ecuador Cía. Ltda. y no presentan salvedades respecto de la situación financiera que reflejan.

En el 2011 los estados financieros recogen el proceso de fusión por absorción de CEDAL con Tandilsa. No se aprecia una incidencia significativa de la fusión sobre los estados financieros de CEDAL, en vista de que la venta del principal activo de Tandilsa proporcionó recursos suficientes para cubrir las pérdidas que dicha empresa generaba mensualmente y permitió saldar las cuentas por cobrar y por pagar que se mantenía en balance. La venta del activo fijo de Tandilsa generó flujo por USD 1,050M que se destinaron a absorber la pérdida del ejercicio de USD 246M y a liquidar los pasivos de esta empresa por USD 422M. CEDAL recibió adicionalmente crédito tributario por USD 28.93M y un aporte para futuras capitalizaciones de USD 712M.

Los estados financieros del 2009 incorporan la consolidación de activos, pasivos y patrimonio de CEDAL y Acero Vegetal, como consecuencia del proceso de fusión por absorción concluido en Nov-09. De igual manera, la fusión con Acero Vegetal no tuvo mayor incidencia en los estados financieros de CEDAL debido a que la participación de esta empresa en las cifras consolidadas fue marginal en todos los rubros.



■ GESTIÓN OPERATIVA



La contracción del sector de la construcción incidió directamente en el descenso de las ventas de CEDAL en el 2009, que si bien se recuperan en el 2010 no alcanzan la dinámica observada en el 2008. El 2011 fue el año de mayor dinamismo para el sector de la construcción, lo cual fue aprovechado por CEDAL para incrementar sus ventas en un 14.09% y 11.61% en relación al 2010 y 2008 respectivamente. Este crecimiento está sustentado en la reincorporación de uno de sus distribuidores principales y en el descenso del precio del aluminio en el mercado internacional, el mismo que es menor al considerado en el presupuesto de la empresa para el último trimestre del año.

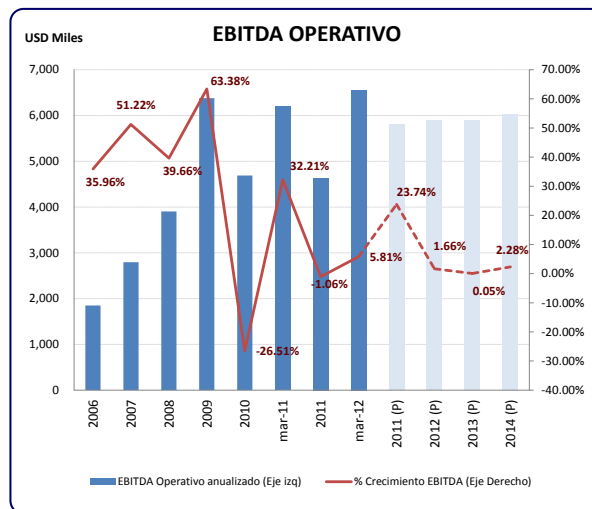
El margen bruto alcanzado a Dic.11 (18.09%) y Mar.12 (19.56%) es superior al promedio histórico (16.67%), sin considerar los años 2009 y 2010 que estuvieron influenciados por factores coyunturales. La Administración espera que el margen bruto se sostenga en 19% en los próximos años, observándose un ligero incremento en el 2012 en el que se espera que exista un repunte mayor de ventas en el mercado colombiano y en la línea comercial de vidrio y decoración arquitectónica. De momento se observa que tanto las exportaciones a Colombia como la línea de mercadería comercial están ganando participación dentro de las ventas totales de CEDAL.

El margen bruto alcanzó su mayor crecimiento en el 2009 debido a la reducción del precio de la materia prima que incidió directamente en el descenso del costo de ventas de la compañía y gracias a que CEDAL se quedó con un inventario cuyo precio no se redujo a la misma velocidad ni en la misma proporción en la que disminuyó el precio del aluminio en el mercado internacional. Adicionalmente, a partir del 2009 la Compañía optó por sustituir parte de la materia prima importada por productos hechos de la fundición de aluminio reciclado, factor que ha contribuido a disminuir considerablemente el costo permitiendo que la empresa proteja sus márgenes. El proceso de reciclaje y fundición del

aluminio se realiza en su propia planta de fundición, factor que además le permite tener un mayor control de costos.

En el período comprendido entre los años 2005 al 2011, el gasto operativo ha representado en promedio el 11.36% de los ingresos, evidenciándose una mayor participación del gasto administrativo generalmente. De acuerdo a las proyecciones la compañía mantendrá una carga operativa controlada en relación a la generación de sus ingresos (12.10% de las ventas en promedio). El gasto financiero ha tenido una tendencia estable en los últimos años representando entre el 2% y 3% de las ventas de la empresa y su costo financiero aproximado a Dic.11 es del 8.13%.

Los indicadores de rentabilidad sobre activos y patrimonio muestran una tendencia histórica decreciente por las presiones que existen sobre el margen bruto que están relacionadas al precio del aluminio en el mercado internacional y debido a que bajo NIIF la utilidad ya no puede estar influenciada por el rendimiento de las inversiones que CEDAL ha mantenido en otras empresas del Grupo, ingresos que no constituían flujo sino un aumento en el valor patrimonial proporcional (VPP) de las inversiones. De acuerdo a las proyecciones se espera un escenario de menores retornos para la Compañía; la rentabilidad sobre activos se mantendrá en niveles del 3% al 4% en los próximos años. Los ingresos extraordinarios y no operativos que se generaron en el 2011 por USD 750M provinieron de dividendos pagados a CEDAL al ser accionista de Vitral.



*EBITDA Operativo anualizado a Marzo.

Los márgenes EBITDA y EBIT son superiores a los históricos quitando los efectos de años coyunturales. La proyección contempla un crecimiento menor de los flujos operativos para los próximos años, especialmente para el 2013 dado que bajo un escenario conservador no se estiman incrementos significativos del margen.

BWR considera que la variación del precio del aluminio, junto con el cambio en la composición de las materias primas (con un mayor porcentaje de aluminio reciclado) y la facultad de la Compañía para transferir sus costos al mercado constituyen los principales factores que podrían influenciar el comportamiento de los márgenes y flujos operativos de CEDAL a futuro.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los rubros más representativos en balance constituyen el activo fijo (36.04%), los inventarios (30.2%) y la cartera comercial (15.64%).

El activo fijo comprende la propiedad, planta y equipo que CEDAL mantiene en Latacunga, las instalaciones en Quito y Guayaquil y las nuevas oficinas en Durán. El activo fijo fue valorado por un perito independiente como consecuencia del proceso de adopción de las NIIF, ocasionando un incremento en su valor contable a partir del año 2008.

En el 2011 CEDAL invirtió USD 1.83MM en CAPEX, de los cuales la inversión más representativa fue la compra de un nuevo terreno en Durán (USD 1.2MM) en donde se localizará la nueva planta productiva de la empresa y cuya construcción iniciará en el 2012. Los USD 627M restantes se invirtieron en la planta de Latacunga con el fin de mejorar la calidad del producto terminado y se terminó de pagar el software que la Compañía adquirió para obtener información a tiempo real.

En el 2011 el inventario absorbió un mayor volumen de capital de trabajo para ser financiado, lo cual fue consistente con el crecimiento de las ventas pero también obedeció a un cambio realizado en el sistema de planificación de la producción que requiere de mayores niveles de inventario para prevenir futuros desabastecimientos o variaciones al alza en el precio del aluminio. Como consecuencia de esta estrategia, los días de rotación aumentaron en el 2011; los inventarios rotan alrededor de cuatro veces en el año con una duración promedio de 106 días. El inventario más representativo y de mayor crecimiento anual fue el de materiales y suministros, el mismo que creció fundamentalmente por el stock de billet, que ahora CEDAL se encarga de producir directamente y que constituye materia prima esencial para la elaboración de perfiles de aluminio.

El inventario de materia prima (lingotes de aluminio y chatarra) se abastece principalmente de proveedores del exterior, especialmente de países latinoamericanos. El cambio en la composición de la materia prima que incorpora más chatarra y menos lingotes para su procesamiento ha contribuido a disminuir el costo de los inventarios, sin embargo la necesidad de financiar los inventarios continúa dependiendo de la variación en los costos del aluminio. Actualmente el 67% del inventario de materia prima es recuperable (chatarra) y el 33% constituyen lingotes de aluminio.

La cartera comercial ascendió a USD 6.81MM a Dic.11 y está conformada principalmente por clientes localizados en las ciudades de Quito y Guayaquil. La cartera está desconcentrada dado que el riesgo se encuentra diversificado en alrededor de 183 clientes activos (226 clientes en el año 2010) que han demostrado

solvencia y han tenido un buen comportamiento de pago. Las cuentas por cobrar que mantiene la Compañía provienen en su mayoría de operaciones comerciales con terceros que se originan de las ventas de perfilería a distribuidores y cuentan con garantía sobre prenda industrial o hipotecas⁴.

Alrededor del 14.36% de la cartera está vencida, sin embargo corresponde en su mayoría a operaciones que se encuentran vencidas menos de 30 días y que podrían recuperarse en el corto plazo; es decir que se estima un índice de morosidad de alrededor del 6.13% (cartera vencida + de 31 días). Cabe indicar que CEDAL dispone de un dispositivo en su sistema por medio del cual, una vez vencido el plazo de pago, se bloquea al distribuidor y no se puede generar nuevas facturas a su cargo, de esta manera se controlan los niveles de morosidad.

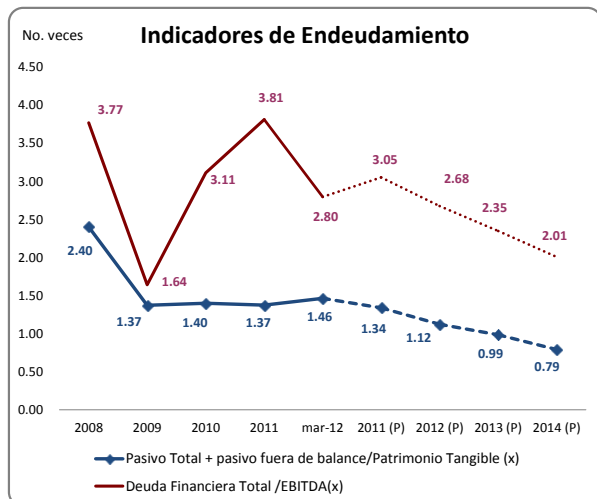
CEDAL otorga un plazo de crédito de 30 días a distribuidores y de 60 a 90 días a los clientes de la línea comercial de vidrio. La recuperación histórica de la cartera comercial ha sido de aproximadamente 40 días en promedio en el período (2005-2011). Actualmente la cartera muestra una menor rotación frente al histórico (53 días a Dic.11 y 54 días a Mar.12) debido a que la Compañía decidió extender el plazo de pago de algunos de sus clientes estratégicos, especialmente en la línea comercial que es uno de los segmentos que más está creciendo y que debe ser financiado a mayores plazos. La rotación también disminuyó a partir del 2009 como consecuencia de la fusión con Acero Vegetal, pues la cartera de la empresa absorbida es de más lenta recuperación.

El descenso en la rotación de las cuentas por cobrar no implica un deterioro en la calidad de la cartera, sin embargo demanda mayor financiamiento generando presión en los indicadores de endeudamiento y especialmente en los índices de liquidez de la Compañía, que ya se han mantenido estrechos en los últimos períodos de análisis.

⁴ Para distribuidores y clientes no relacionados.



■ ENDEUDAMIENTO



*Contrario a lo realizado en seguimientos anteriores, los índices presentados en este gráfico no están incluyendo las garantías a favor de Estrusa como deuda financiera y/o pasivo fuera de balance.

CEDAL tiene un endeudamiento alto respecto de su generación operativa pero un apalancamiento moderado en relación a su patrimonio tangible⁵. El endeudamiento se incrementó de manera importante en el 2011 para financiar el crecimiento de los inventarios y las cuentas por cobrar y además realizar las inversiones en activo fijo por USD 1.83MM.

En el 2011 la compañía decidió adquirir un mayor stock de inventario a fin de prevenir futuros desabastecimientos de producto terminado y principalmente para aprovechar la reducción del precio del aluminio que empezó a decrecer desde el mes de mayo hasta diciembre del 2011. Esta fue una estrategia acertada de la Administración en la medida en que permitió proteger los márgenes, sin embargo generó un alto requerimiento de capital de trabajo que debió ser financiado mediante deuda bancaria; el pasivo con instituciones financieras aumentó un 98.05%.

El stock de inventario que la compañía acumuló hasta sep.11 fue suficiente para cubrir las ventas del último trimestre del año e incluso para satisfacer una porción menor de las ventas generadas en el primer trimestre del 2012. Cabe indicar que el crecimiento de la deuda financiera ha sido directamente proporcional al incremento de los inventarios debido a que la materia prima generalmente ha sido financiada mediante documentos bancarios.

Por otro lado, CEDAL está financiando un mayor volumen de cartera a clientes y especialmente a sus compañías relacionadas

⁵ El índice de apalancamiento considera el pasivo total + las garantías entregadas a ESTRUSA/ patrimonio tangible.

*Patrimonio Tangible: Se restan del patrimonio las cuentas por cobrar de corto y largo plazo a relacionadas u accionistas, anticipos a proveedores, gastos pagados por anticipado, inversiones en empresas relacionadas, activos intangibles, activos diferidos y en general otros activos corrientes y no corrientes que sean de incierta recuperación.

Estrusa y Vitral. La cartera comercial crece en 43.13% en relación al año anterior y obedece a un incremento del crédito en montos y plazos, pues el número de beneficiarios de esta cartera pasa de 226 clientes en el 2010 a 183 clientes en el 2011. Como se mencionó anteriormente, la disminución en la rotación de la cartera obedece a la estrategia comercial de la Compañía de potencializar las ventas en la línea comercial que se financian a mayores plazos.

A pesar de que el ciclo del negocio de la Compañía es de corto plazo, al igual que las necesidades de financiar su capital de trabajo, generalmente se ha financiado con pasivos de corto plazo: la transferencia de fondos, las cuentas por cobrar a relacionadas que se recuperarán en el largo plazo y la inversión en activos fijos. CEDAL apalanca otros negocios del Grupo a través de inversiones y cuentas por cobrar a relacionadas u accionistas, sin que estos fondos hayan regresado a la empresa al menos en corto plazo. De acuerdo a las proyecciones la transferencia de flujos a relacionadas se mantendrá en los niveles actuales, es decir que representará entre el 5% y 7% del activo.

Al cierre del año 2011 la empresa muestra índices de apalancamiento superiores a los planificados por la Administración. Estos indicadores disminuyen en el primer trimestre del 2012, sin embargo BWR espera que este descenso no sea coyuntural y que se mantenga a la mejora en el mediano plazo.

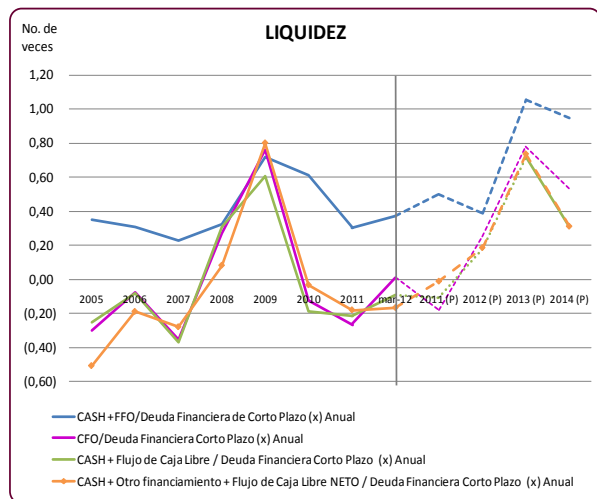
Dado que la emisión en circulación (séptima en el mercado) termina de amortizarse por completo en enero del 2014, la compañía deberá reemplazar esta deuda mediante financiamiento bancario o una nueva emisión de obligaciones que le permita sustituir y reprogramar pasivos a largo plazo y cumplir con sus estrategias de crecimiento en ventas y especialmente en CAPEX; se estima que la inversión en activo fijo será de USD 2.5MM en el 2012 y de USD 2MM en el 2013 y 2014 respectivamente. Es decir que la necesidad de financiamiento persiste en el mediano y largo plazo.

En relación al patrimonio tangible, el endeudamiento se redujo a niveles razonables en el 2009 gracias a la generación operativa extraordinaria que permitió pagar dividendos por el 100% de la utilidad del 2008, hacer inversiones en CAPEX y adicionalmente reducir deuda. En el 2010 el índice conserva el mismo patrón gracias a que se retuvo en la empresa casi el 75% de la utilidad del 2009 y se capitalizó parte de ella (37.44%), situación que vuelve a repetirse en el 2011 observándose una capitalización del 52.32% de las utilidades del año anterior.

El futuro fortalecimiento del patrimonio depende de la generación de resultados operativos, de las políticas de dividendos que se adopten cada año y de las políticas del Grupo en cuanto a la transferencia de fondos de CEDAL a otras empresas y/o negocios relacionados.



■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



CEDAL ha tenido generalmente un alto requerimiento de capital de trabajo que se relaciona principalmente a la necesidad de financiar los inventarios y las cuentas por cobrar. Esta necesidad depende del crecimiento en ventas y del comportamiento de los precios del aluminio a nivel mundial.

La compañía ha mantenido históricamente índices de liquidez presionados, a excepción de los años 2008 y 2009 en donde existieron factores coyunturales que beneficiaron el margen. El flujo de fondos operativo no ha sido suficiente para cubrir el requerimiento de capital de trabajo, por lo que la empresa ha debido financiar su crecimiento a través de deuda financiera que generalmente ha sido de corto plazo. El flujo de caja libre es negativo en prácticamente todos los períodos de análisis y se presiona aun más por el reparto de dividendos, las inversiones en CAPEX e inversiones en activos diferidos que son de mediano y largo plazo.

Los índices de liquidez se mantienen estrechos en el 2011 y a Marzo del 2012 poniendo en evidencia que persiste el riesgo de refinanciamiento de la totalidad de la deuda de corto plazo. Este riesgo se mitiga parcialmente por el acceso que la empresa ha demostrado tener a líneas de crédito bancarias y al mercado de valores.

Dado que se prevé un crecimiento estable del negocio en los próximos años (período 2012 – 2014), se esperaría según las proyecciones que la misma generación operativa proporcione recursos suficientes para cubrir el requerimiento de capital de trabajo, los dividendos del período e inclusive las inversiones en CAPEX. No obstante, es posible que persista el riesgo de refinanciamiento de la deuda financiera de corto plazo por lo menos en un 40%. Se espera mayor holgura en la liquidez a partir del año 2013 debido a la sustitución y reprogramación de deuda financiera a largo plazo y gracias a que la compañía prevé recibir mejores condiciones de financiamiento por parte de sus proveedores.

■ ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ACTIVOS USD Miles	mar-12	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1,250		1,250		1,250
Cuentas por Cobrar Comerciales	7,629		7,629		7,629
Cuentas por Cobrar Relac C/P	1,060		1,060		1,060
Inversiones Temporales	-		-		-
Inventarios	14,735	2,961	11,774		11,774
Impuestos y pagos anticipados	1,724		1,724		1,724
Propiedades	17,583	2,630	14,953		14,953
Inversiones Empresas Relac.	895		895		895
Activo Diferido	1,033		1,033	1,033	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	921		921		921
Otros Activos	1,958		1,958		1,958
Activos en Litigio	-		-		-
ACTIVO TOTAL	48,786	5,591	43,196		42,163
Séptima emisión en circulación					3,975
Cobertura de garantía general (No. Veces)					10.61
Cobertura de garantía general sensibilizada					8.88

La emisión de obligaciones que se encuentra en circulación tiene garantía general, es decir está respaldada con los activos de la empresa. Los activos que pueden constituir la garantía, de acuerdo a la regulación vigente corresponden a los activos totales de CEDAL S.A., excluidos los activos pignorados, los activos diferidos, activos intangibles, activos en litigio y derechos fiduciarios en garantía.

El activo susceptible de constituir la garantía general asciende a USD 42.16MM a Mar-12. Esta garantía cubre en 10.74 veces el monto en circulación de la emisión vigente (USD 3.93MM). Si se resta del activo a los rubros de incierta recuperación, esta cobertura se ubica en 9 veces. El monto emitido (USD 8MM) no excede el límite del 80% del total de activos libres de gravamen.

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

RESGUARDOS

Para la séptima emisión de obligaciones CEDAL estableció los resguardos de Ley y adicionalmente se comprometió a mantener los siguientes límites en los indicadores que se detallan a continuación:

- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible* ≤ 2 veces.
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo ≥ 0.41 veces.

***Patrimonio Tangible** = Patrimonio restado las cuentas por cobrar de corto y largo plazo a relacionadas u accionistas, anticipos a proveedores, gastos pagados por anticipado, inversiones en empresas relacionadas, activos intangibles, activos diferidos y en general otros activos corrientes y no corrientes que sean de incierta recuperación.

Con cifras a Marzo del 2012 estos indicadores son:

- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible = 1.46 veces.
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0.01 veces.

Este último resguardo está siendo incumplido desde el 2010.

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

CEDAL ha participado en el mercado de valores con 6 emisiones anteriores las cuales han sido colocadas en su totalidad. La empresa ha cumplido con las condiciones de dichas emisiones en tiempo y forma. La emisión de obligaciones por USD 8.000M es la séptima que la empresa oferta en el mercado de valores, la cual se espera tenga el mismo comportamiento que las anteriores.

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: CEDAL S.A.

(Miles de USD)	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
RESULTADOS					
Ventas	43,187	37,475	42,248	48,199	13,185
% crecimiento	11.27%	-13.23%	12.74%	14.09%	9.42%
Costos	(35,497)	(26,572)	(32,940)	(39,479)	(10,605)
% crecimiento	8.25%	-25.14%	23.96%	19.85%	7.45%
MARGEN BRUTO (%)	17.81%	29.09%	22.03%	18.09%	19.56%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,904	6,379	4,688	4,638	1,639
MARGEN EBITDA (%)	9.04%	17.02%	11.10%	9.62%	12.43%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,904	6,379	4,688	4,638	1,639
MARGEN EBITDAR (%)	9.04%	17.02%	11.10%	9.62%	12.43%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	853	1,195	1,151	1,296	538
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,052	5,184	3,537	3,342	1,102
MARGEN EBIT (%)	7.07%	13.83%	8.37%	6.93%	8.36%
Gasto Financiero del período	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(1,312)	(267)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2.67%	3.17%	2.63%	2.72%	2.02%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7.93%	9.32%	8.86%	8.13%	5.92%
Impuestos a la renta	(560)	(758)	(690)	(643)	(251)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18%	19%	25%	27%	25%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	33.60%	5.85%	19.69%	40.58%	14.64%
UTILIDAD NETA	2,409	3,205	2,124	1,291	752
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5.58%	8.55%	5.03%	3.60%	5.70%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.36%	17.23%	10.60%	5.92%	12.86%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7.28%	8.40%	5.32%	2.91%	6.30%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	3,262	4,399	3,275	3,031	1,290
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	2,369	4,323	3,062	3,501	1,290
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	896	2,949	(4,090)	(6,576)	(1,074)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	3,265	7,272	(1,028)	(3,075)	215
Inversión en Activos Fijos	(1,183)	(1,534)	(2,990)	(1,827)	(873)
Otras Inversiones, Neto	114	(33)	61	(519)	(275)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2,196	5,706	(3,957)	(5,421)	(933)
Variación Neta de Deuda Financiera	986	(4,566)	4,113	3,098	653
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	(2,400)	(810)	0	0
Otros Financiamientos, Neto	(2,752)	1,925	1,418	992	(74)
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	431	665	765	(1,331)	(354)
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	3,989	6,379	4,688	4,638	1,639
(-) Gasto Financiero del período	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(1,312)	(267)
(-) Impuesto a la renta del período	(560)	(758)	(690)	(643)	(251)
(-) 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)	2,276	4,431	2,887	2,683	1,122
(-) Variación Capital de Trabajo	896	2,949	(4,090)	(6,576)	(1,074)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	3,172	7,380	(1,203)	(3,893)	48
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,155	275	652	1,135	173
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	(306)	(264)	(787)	(5)
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP)	(1,063)	(76)	(213)	470	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	(2,400)	(810)	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(1,183)	(1,534)	(2,990)	(1,827)	(873)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	2,082	3,339	(4,828)	(4,902)	(658)
(-)Otras Inversiones neto	114	(33)	61	(519)	(275)
(-) Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	2,196	3,306	(4,767)	(5,421)	(933)
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	5.27%	11.82%	6.83%	5.57%	8.51%
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,989	6,379	4,688	4,638	1,639
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1,518	2,493	3,034	1,786	1,250
Activos Totales	38,572	37,709	42,113	46,784	48,786
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	11,708	9,642	9,638	14,730	15,383
Pasivo financiero Largo Plazo	3,333	833	4,950	2,956	2,956
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	15,041	10,475	14,588	17,686	18,339
Pasivos con Proveedores	1,310	918	922	1,134	1,334
Otros Pasivos	4,401	6,930	5,903	5,048	5,231
Pasivos Totales	20,752	18,323	21,413	23,868	24,904
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	17,820	19,386	20,699	22,916	23,882
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	8,642	13,360	15,303	17,371	17,026
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	9,178	6,026	5,396	5,545	6,856
Capitalización ****	32,861	29,861	35,288	40,602	42,221
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignoralos	978	3,681	5,220	11,855	5,591
Activos diferidos	263	462	646	1,040	1,033
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	37,332	33,566	36,247	33,889	42,163
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	37,332	33,566	36,247	33,889	42,163
Emisión de Obligaciones en Circulación	4,167	2,501	7,785	4,963	3,975
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	8.96	13.42	4.66	6.83	10.61
Límite Legal para Emitir Obligaciones	29,865	26,853	28,998	27,112	33,730
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	6.76	11.01	3.96	5.71	8.88

(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.

EMPRESA: CEDAL S.A.

(Miles de USD)

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.39	5.36	4.22	3.53	6.15
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.36	4.07	1.53	2.14	2.87
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.46	5.36	4.22	3.53	6.15
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2.97	4.72	3.60	3.04	5.21
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	3.75	7.20	-0.08	-1.97	1.18
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.97	4.72	3.60	3.04	5.21
CFO/cargos fijos	3.75	7.20	-0.08	-1.97	1.18
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.77	1.64	3.11	3.81	2.80
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3.39	1.25	2.46	3.43	2.61
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6.61	2.36	5.05	6.59	4.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.46	0.35	0.41	0.44	0.43
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.03	0.04	0.08	0.07	0.10
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.72	0.57	0.68	0.74	0.74
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2.40	1.37	1.40	1.37	1.46
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2.40	1.37	1.40	1.37	1.46
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.74	0.78	0.95	1.02	1.08
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.00%	99.63%	25.28%	0.00%	0.00%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.78	0.92	0.66	0.83	0.84
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.19	0.46	0.30	0.18	0.29
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2.73	2.66	1.02	1.34	4.41
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.32	0.72	0.61	0.30	0.37
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.27	0.77	-0.12	-0.26	0.01
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	3.81	4.43	-0.42	-1.94	0.19
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.31	0.60	-0.19	-0.21	-0.09
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	4.32	3.50	-0.63	-1.55	-1.35
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,211.22	6,120.02	9,498.74	8,042.51	7,582.84
Liquidez Acida (x)	0.92	0.76	0.84	0.62	0.63
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.39	0.45	0.57	0.47	0.45
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.09	1.13	1.08	1.10	1.09
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.51	0.49	0.49	0.49
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10.11	8.65	8.49	6.84	6.70
Días de cuentas por cobrar	35.61	41.60	42.38	52.65	53.73
Rotación de inventarios (x)	3.81	2.75	2.81	2.60	2.85
Días de inventarios	94.58	130.90	128.00	138.20	126.46
Rotación de cuentas por pagar (x)	27.10	28.94	35.73	34.81	31.80
Días de cuentas por pagar	13.29	12.44	10.07	10.34	11.32
Rotación Capital de Trabajo	4.32	4.34	3.47	4.91	5.59
Días de Capital de Trabajo	83.28	82.91	103.81	73.34	64.35
Días de Ciclo de Operación	-33.63	-77.15	-56.49	-107.17	-104.51
Activo corriente / Pasivo corriente	1.57	1.42	1.70	1.44	1.39

(x) Índice expresado en número de veces

CORPORATIVO

Entorno Macroeconómico

Ecuador

ANEXO 2

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretudo la situación económica internacional.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (M ill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.61%
Inc. anual oferta y demanda global (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 anualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:



sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012 PREV USD CORR	2009	2010	2011	2012
	TASAS DE CRECIMIENTO				
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71,625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEM ANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE				proy.
	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1)Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2)FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3)EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinación de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las



perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

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

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.