

Ecuador  
 Emisión Obligaciones  
 Sexto Seguimiento

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

**Calificación**

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

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.  
 Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.  
 Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.  
 NR: No registra cambio de calificación.

**Resumen Financiero**

USD Millones	dic-09	dic-10	dic-11	sep-12
Activos	37.71	42.11	46.78	48.33
Ventas*	37.48	42.25	48.20	55.71
Margen EBITDA (%)	17.02	11.10	9.62	10.89
ROA (%)**	8.40	5.32	2.91	6.14
Capitalización (%)	35.08	41.34	43.68	40.54
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	2.36	5.05	6.62	4.35

\* Ventas anualizadas a Septiembre 2012

\*\*Utilidad empleada para el cálculo del ROA considera deducción del 15% de participación a trabajadores y 25% de impuesto a la renta.

(x) Indicador en número de veces.

**Características de la Emisión**

Séptima Emisión de Obligaciones	
<b>Monto Emitido:</b>	<b>USD 8,000,000</b>
<b>Monto en Circulación:</b>	<b>USD 2,975,000</b>
<b>Fecha de Emisión:</b>	29-Ene-2010
<b>Fecha de Vencimiento:</b>	29-Ene-2014
<b>Fecha de aprobación SIC:</b>	14-Ene-2010
<b>Plazo:</b>	1440 días ( 4 años)
<b>Amortización:</b>	Semestral
<b>Fecha último pago de capital:</b>	29-Julio-2012
<b>Cupón de Interés:</b>	TPR + 1,5%
<b>Pago de Interés:</b>	Trimestral
<b>Periodicidad del Reajuste:</b>	Cada 90 días
<b>Modalidad Cálculo Pago:</b>	Base 30/360
<b>Garantía:</b>	General
<b>Destino de la Emisión:</b>	Reestructuración de pasivos Capital de trabajo
<b>Calificador de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador:</b>	Picaval
<b>Agente Colocador:</b>	Picaval
<b>Agente Pagador :</b>	Banco Pichincha S.A.
<b>Representante Obligacionistas:</b>	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](mailto:ppinto@bwratings.com) Ext. 103

Ana Zurita R: [azurita@bwratings.com](mailto:azurita@bwratings.com) Ext. 113

**FECHA COMITE: Noviembre 30, 2012**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 30, 2012**

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

En base a los estados financieros auditados al 31 de diciembre del 2011 e interinos al 30 de Septiembre 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 **quitar la perspectiva negativa** que se ha mantenido durante un año de calificación. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores la calificación asignada:

*“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 calificación se fundamenta en la mejoría que se observa en los indicadores de endeudamiento y liquidez de la empresa a Sep. 2012 y en la decisión de la Administración de sustituir y reprogramar buena parte de su deuda a largo plazo. Adicionalmente, se incorpora la perspectiva de que sus relacionadas empiecen a manejar su financiamiento de manera independiente.

Si bien los índices mejoran, se debe mencionar que el endeudamiento de CEDAL se mantiene presionado en relación a su generación operativa, situación que limita la flexibilidad financiera de la empresa para reaccionar frente a los riesgos propios de su industria. Por otro lado, persiste el riesgo de refinanciamiento de su deuda financiera de corto plazo en un contexto de mayores regulaciones en el sistema financiero que sugiere que existirá restricción del crédito en el corto plazo y en vista de que las líneas de crédito que actualmente posee la compañía se encuentran en su mayor

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.*



parte utilizadas. Este riesgo será parcialmente mitigado al concretarse la nueva emisión y las líneas de crédito que se prevé recibir de instituciones financieras públicas.

A pesar de la inestabilidad de su industria en relación al precio del aluminio, CEDAL ha podido mantener sus márgenes operativos en niveles satisfactorios 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 costo del aluminio se traslada al precio comercial sólo parcialmente en un contexto de mercado cada vez más competitivo.

La volatilidad del precio de las materias primas se refleja también en la necesidad de capital de trabajo al modificarse el ciclo de abastecimiento de la empresa, presionando su liquidez cuando los precios están al alza. Esto se observa en el 2010 y 2011, años en los que la generación de flujo de caja de operaciones (CFO) fue negativa. Contribuye al desempeño del CFO, el aumento de financiamiento a los clientes entre los que se encuentran relacionadas.

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. El reparto anticipado de dividendos en el 2009 también ha contribuido a que la deuda no se redujera en el tiempo, debiendo financiar el crecimiento generalmente con recursos de terceros.

El comportamiento de los flujos 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.

Adicionalmente, su nivel de endeudamiento dependerá de las decisiones de la Administración en cuanto a reparto de dividendos, transferencia e inversiones a relacionadas.

Tomando en cuenta el posicionamiento de la empresa tanto localmente como en Colombia, confiamos en que su generación operativa sea suficiente para sostener el negocio en marcha y que las decisiones administrativas sean consistentes con las expectativas y tendencias positivas percibidas a la fecha de análisis.

### ▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

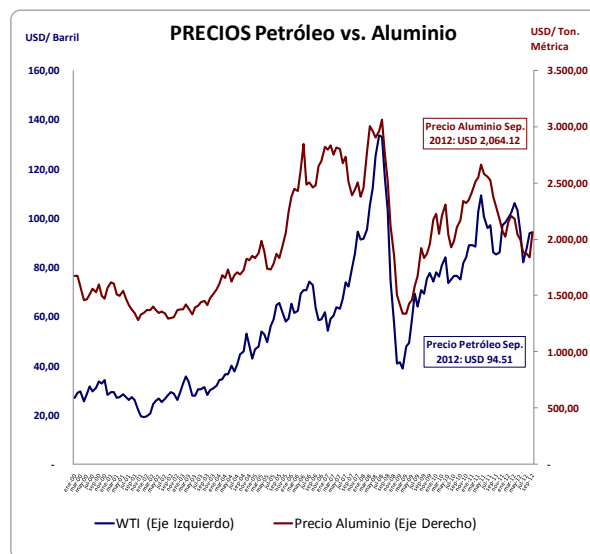
En este seguimiento no se han presentado eventos que deban ser considerados como relevantes o que tengan un efecto subsecuente sobre CEDAL o sobre su posición financiera.

### ▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

(Por favor remitirse al Anexo 2)

### ▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA

El principal riesgo asociado a la industria metalmeccánica constituye la **volatilidad del precio de las materias primas**. En este caso en particular, del precio del aluminio que está determinado por el mercado internacional e influenciado directamente por el precio del petróleo. El comportamiento futuro de los precios es incierto y está ligado a los ciclos económicos.



Fuente: EIA; Indexmundi.  
Elaboración: BWR

Por otro lado y al ser proveedor de materias primas, el sector metalmeccánico depende de otras actividades económicas como la **construcción y el transporte**. Estos sectores han demostrado ser sensibles al entorno macroeconómico y su desempeño ha dependido en gran medida del acceso a fuentes de financiamiento suministradas por el sistema financiero local.

El crecimiento del sector de la construcción se desacelera en el 2012, después de haber sido uno de los segmentos que influenció el crecimiento del PIB el año anterior presentando un incremento real anual de alrededor del 21%<sup>1</sup>. De acuerdo a la proyección del BCE el sector de la construcción cerrará el año con un **crecimiento anual** aproximado del 5.8% (precios constantes).

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 en obra vial y vivienda popular.

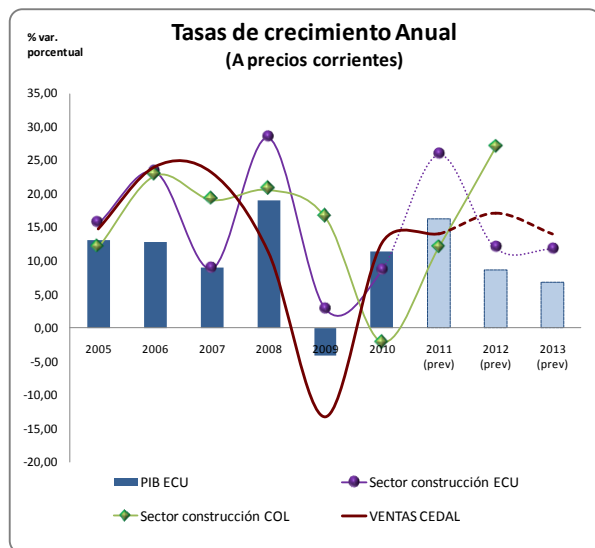
<sup>1</sup> Fuente: Banco Central del Ecuador. PIB por industria, tasas de variación anual a precios constantes.



El crédito continuará disponible considerando el déficit habitacional que existe actualmente y en la medida que el BIESS sostenga el impulso en sus colocaciones; aunque la perspectiva de corto plazo para el crédito de vivienda otorgado por el sistema financiero privado es de desaceleración, dadas las condiciones regulatorias actuales.

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.

Si bien existe un riesgo por exposición de tipo cambiario, CEDAL podría aprovechar en mayor medida la potencialidad que ofrece el mercado colombiano dada la relación comercial que sostiene con VITRAL. El sector de la construcción en Colombia está creciendo al 18.42% anual (del 2T.11 al 2T.12; precios constantes)<sup>2</sup> y se espera que su comportamiento sea dinámico en el 2013 debido a la firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos (vigente desde mayo 2012), el mismo que se prevé permitirá aumentar la demanda por edificaciones de uso no residencial.



\*Sector construcción Colombia 2012: Presenta el crecimiento porcentual anual precios corrientes con corte al 2T2012.

Fuente: BCE; Banco de la República Colombia; CEDAL.

Elaboración: BWR

El aluminio es vulnerable a la competencia de otros metales o materiales 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. Las aplicaciones del aluminio son variadas<sup>3</sup>, mitigando el riesgo de sustitución.

CEDAL forma parte de una industria de base que se encuentra en plena etapa de expansión y crecimiento. La compañía podría cubrir nuevos mercados como el de Perú y Alemania, plazas potenciales considerando que existe una demanda insatisfecha. En Alemania CEDAL podría crecer en la industria automotriz y en el segmento de acabados en el sector de la construcción.

### PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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 46.05% de las ventas nacionales y tiene una participación del 10% en Colombia.

La distribución de perfiles de aluminio constituye el 82.9% de la venta bruta, de los cuales el 64.65% se coloca en el mercado local. El 18.25% de las ventas se exporta, en su totalidad al mercado colombiano a través de su compañía relacionada VITRAL que posee centros de distribución en las ciudades de Bogotá y Cali. A partir del año 2010 las exportaciones al mercado colombiano toman impulso, pues anteriormente representaban sólo el 2.11% de las ventas.

Desde el año 2006 CEDAL diversifica sus líneas de negocio ofreciendo al mercado productos complementarios a la perifería de aluminio. La línea comercial representa actualmente el 17.03% de las ventas y en este año constituye el segmento que aporta con los mayores márgenes porcentuales y que presenta el mayor crecimiento. Los productos de mayor acogida son 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 ha podido tener cierta estabilidad en sus márgenes a pesar de la volatilidad del precio de la materia prima que impacta directamente al costo de los inventarios y por consiguiente 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.

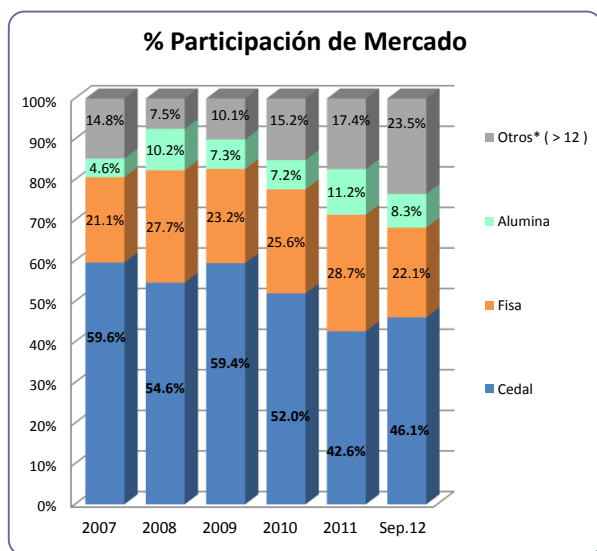
<sup>2</sup> Fuente: Banco de la República de Colombia; PIB Trimestral, Variación porcentual anual a precios constantes del 2005.

<sup>3</sup> Aplicaciones del aluminio: Construcción, transporte, Empaque, Electricidad, Maquinaria y otros.



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 respecto a los niveles que mantenía históricamente. La recuperación en su posicionamiento a Sep.12 obedece a la incorporación de nuevos distribuidores gracias a la ventaja competitiva que la compañía ha procurado desarrollar en cuanto a calidad y debido a los convenios estratégicos que ha suscrito con cada distribuidor.



Fuente: CEDAL  
Elaboración: BWR

CEDAL importa su materia prima (lingotes de aluminio y chatarra) de 10 proveedores, principalmente de procedencia latinoamericana. A partir de este año la compañía produce una de las materias primas empleadas en el negocio de perfilería, factor que le ha brindado mayor independencia de proveedores, sin embargo el abastecimiento actual del inventario en general muestra concentración en dos proveedores en particular, los mismos que representan casi el 60% de las compras.

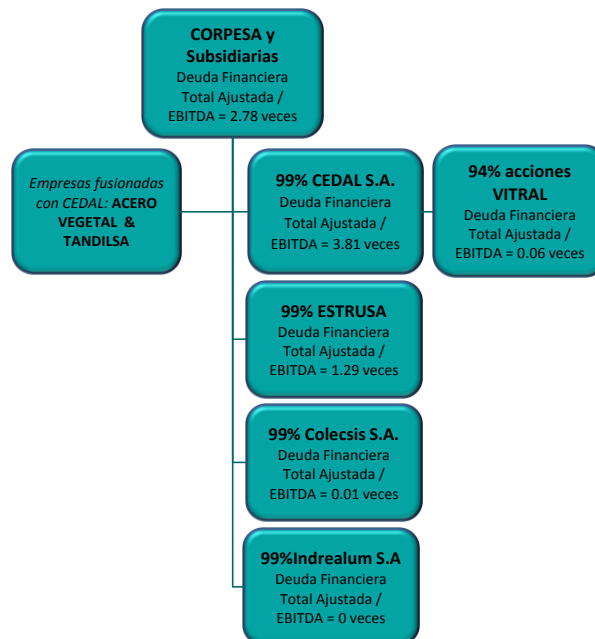
La rotación de cuentas por pagar se ha incrementado en relación a su histórico; el pago a proveedores se está realizando a los 9 días cuando generalmente la compañía se financiaba a 15 días.

### 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.



\*Información auditada al 31 de diciembre del 2011

- 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 aluminio<sup>4</sup>, soluciones estructurales<sup>5</sup> y productos para exteriores<sup>6</sup>.
- 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, empaqueta 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

<sup>4</sup> **Carpintería:** muros cortina, ventanas, puertas, louvers, mamparas, fachadas, revestimientos, graderíos.

<sup>5</sup> **Soluciones Estructurales:** estructuras espaciales tridimensionales, estructuras de cubiertas, membranas tensadas, marquesinas, punto fijo, hangares.

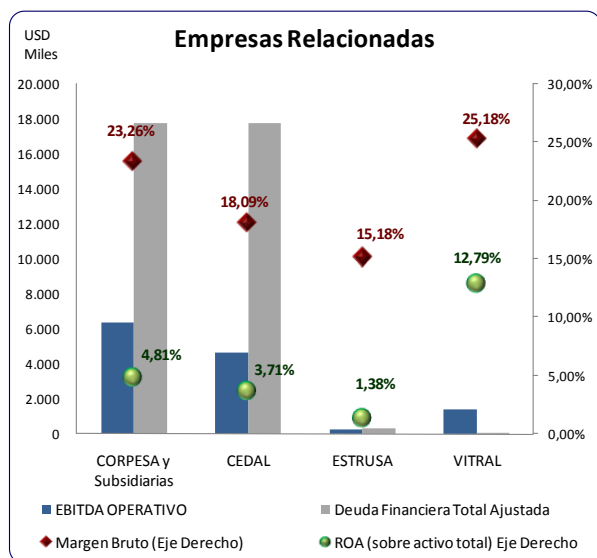
<sup>6</sup> **Para Exteriores:** toldos para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables.



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.

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. Los márgenes de Vitral también obedecen a una política de Grupo y están ligados al descuento importante en ventas que recibe por parte de CEDAL.



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.

Los flujos transferidos a empresas relacionadas se han reducido respecto a su promedio histórico y según las proyecciones se espera que se mantengan en niveles similares a los actuales en los próximos años. Esta disminución obedece en parte a la valoración NIIF de la inversión en acciones de su relacionada VITRAL, factor que dota de mayor transparencia al activo. Adicionalmente CEDAL ha limitado la concesión de garantías comerciales a favor de ESTRUSA.

### ACCIONISTAS Y SOPORTE

CEDAL pertenece en un 99.98% a CORPESA y el 0.02% restante corresponde a la participación de los herederos 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 accionaria de CORPESA está conformada por 26 accionistas, entre personas naturales y jurídicas. El 69.81% 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

CEDAL pertenece a una industria que requiere de fuertes y constantes inversiones de capital, que sumado a sus estrategias de mayor riesgo la ubican en una posición de deuda financiera/ capitalización más agresiva en comparación a otras empresas que pertenecen al mercado de valores. Esta relación se ubica en 45% en promedio en el período comprendido entre el año 2005 a Sep.12. Es posible que esta relación se reduzca en los próximos años conforme el endeudamiento se vaya liberando en función de la generación esperada.

La compañía no tiene una política de dividendos definida. Para los años 2011, 2012 y probablemente 2013 la Junta General resolvió no repartir dividendos en vista de que éstos ya fueron anticipados en el 2009 por más del 90% de las utilidades y en el 2010 por el 25.28% de las mismas. 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.

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 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. La Compañía decidió



en el 2010 trasladar el centro logístico de Guayaquil a las instalaciones de Durán, y en el transcurso de los últimos años ha invertido en adecuaciones y activos fijos.

La primera etapa de construcción de la nueva planta estaba planificada para mediados del 2012, sin embargo este proyecto no se concretó en este año y ha sido reprogramado para el 2013. Por el momento las adquisiciones que se observan en balance corresponden a adecuaciones y mejoras en los terrenos adquiridos. En este trimestre CEDAL invirtió USD 25M en la constitución jurídica de la empresa EXTRULIT, empresa relacionada por propiedad y administración, misma que desde el próximo año asumirá parte de la deuda que se requiera para la construcción de la nueva planta.

Las inversiones realizadas en el 2011 corresponden en su mayor parte (USD 1.2MM) a la compra de un terreno cercano al centro logístico a fin de dar amplitud a la nueva planta productiva. CEDAL invirtió 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 y USD 127M se destinaron a terminar de pagar el software que la Compañía adquirió para obtener información en tiempo real.

La estrategia comercial de la empresa para los próximos años será crecer en la rama de mercadería que a Sep.12 le ha aportado con USD 9.22MM y 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 354 empleados conformados especialmente por personal de planta (el 62.15%). Las áreas 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.

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

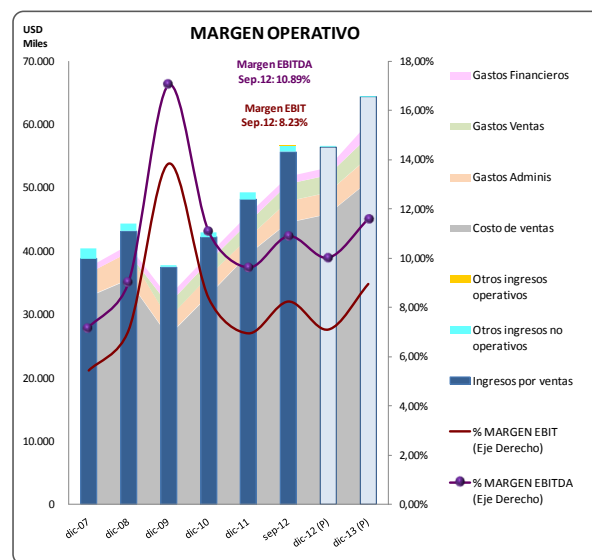
#### Presentación de Cuentas

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 30 de septiembre del 2012. Adicionalmente se revisó los estados financieros consolidados de CORPESA y sus subsidiarias, auditados al 31 de diciembre del 2011. A pesar de que los estados financieros interinos no son auditados, basamos nuestro criterio en balances firmados por el Representante Legal de la empresa.

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.

### ■ GESTIÓN OPERATIVA





Las ventas continúan creciendo en el 2012 (Sep.12: 15.59%<sup>7</sup>) a un ritmo superior a su promedio histórico (12.41%) permitiendo que el margen bruto se ubique por encima de lo observado en años anteriores, sin considerar los años 2009 y 2010 que estuvieron influenciados por factores coyunturales. La Administración espera bajo un escenario conservador que el margen bruto se presione ligeramente a fines de este año y que se mantenga en niveles del 19% al 20% en los próximos años.

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.

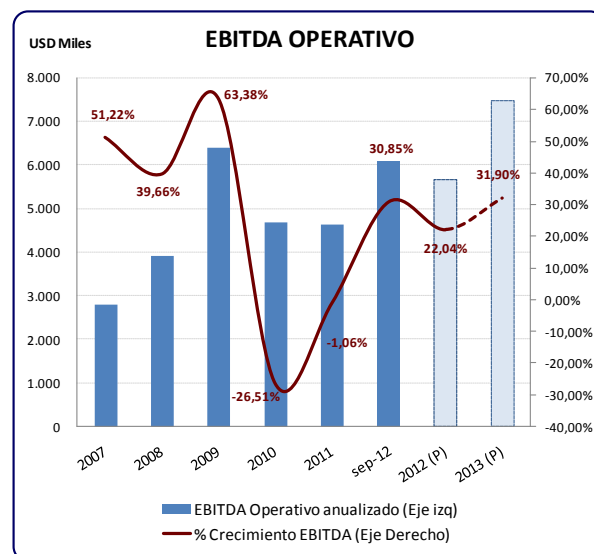
El 2011 fue el año de mayor dinamismo para el sector de la construcción, lo cual fue aprovechado por CEDAL para incrementar sus ventas en un 14.09%. Este crecimiento se sustentó en la reincorporación de uno de sus distribuidores principales y en el descenso del precio del aluminio en el mercado internacional, el mismo que fue menor al considerado en el presupuesto de la empresa.

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 similar en relación a la generación de sus ingresos (entre el 11% y 12% de los ingresos operativos). El costo del financiamiento aumentará de manera importante en el 2013 (del 6.69% que se observa a Sep.12 a niveles del 14%) dado que CEDAL asumirá el gasto financiero de la deuda que será adquirida por su relacionada EXTRULIT.

Los indicadores de rentabilidad sobre activos y patrimonio muestran signos de recuperación después de haber mostrado una tendencia decreciente por las presiones que existen sobre el margen bruto, las mismas que se relacionan con el precio del aluminio en el mercado internacional.

El incremento del margen bruto combinado con un control de gastos y una mayor generación de ingresos no operativos netos ha permitido que la compañía alcance a Sep.12 una utilidad superior en 26% a la registrada en todo el ejercicio 2011. Los ingresos no operativos provienen en su mayor parte de dividendos pagados a CEDAL al ser accionista de Vitral y de la venta de escoria (chatarra) que ocurre de manera eventual.

Los actuales índices de rentabilidad no son comparables con años previos al 2008 en vista de 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 estas inversiones.



\*EBITDA Operativo anualizado a Sep.12 considera deducción del 15% de participación a trabajadores.

A pesar de que la compañía históricamente ha procurado proteger sus márgenes del incremento en precios de la materia prima, el EBITDA ha sido sensible a factores coyunturales y muestra un crecimiento permanente pero también volátil en el tiempo. Por tanto, una posición conservadora de la compañía resultaría de mantener bajos niveles de endeudamiento.

El EBITDA muestra un crecimiento anualizado del 30.85% a Sep.12, sin embargo se espera que este crecimiento sea menor para fines de este año debido a presiones que podrían presentarse en el margen bruto. El EBITDA Operativo como el margen bruto aumentará en el 2013 con una mayor generación de ingresos provenientes de la nueva planta productiva, sumado a un posible incremento en precios tanto en el mercado local como en el exterior. Este reajuste en precios toma en cuenta adicionalmente la depreciación del peso colombiano.

Los márgenes EBITDA y EBIT son superiores a los históricos quitando los efectos de años coyunturales. La diferencia de casi tres puntos porcentuales entre el margen EBIT y margen EBITDA obedece a la importancia que tiene el activo fijo dentro de la compañía al pertenecer a una industria en donde su principal fuerza productiva constituye la maquinaria y el personal que la opera.

<sup>7</sup> Crecimiento anualizado Sep. 2012 – Dic. 2011



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 factores que podrían influenciar el comportamiento de los márgenes y flujos operativos de CEDAL a futuro.

### ▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

El **activo fijo** representa el 36.22% de los activos y comprende la propiedad, planta y equipo que CEDAL mantiene en Latacunga, las instalaciones en Quito y Guayaquil y las nuevas oficinas en Durán. Las inversiones previstas para el año todavía no se han concretado; los USD 596M desembolsados hasta Sep.12 corresponden a adecuaciones y mejoras en los terrenos adquiridos en donde se construirá la nueva planta productiva probablemente a partir del año 2013.

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 transcurso del 2012 el **inventario** (27.47% de los activos) ha absorbido un menor volumen de capital de trabajo para ser financiado, contrario a lo sucedido el año anterior, en el que la compañía decidió abastecerse de materia prima a fin de prevenir futuros desabastecimientos de mercado o variaciones al alza en el precio del aluminio. Por otro lado, el inventario de mayor crecimiento el año anterior 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 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 volatilidad de precios del aluminio en el mercado internacional. Actualmente el 26% del inventario de materia prima es recuperable (chatarra), el 24% es chatarra importada y el 50% constituyen lingotes de aluminio. El inventario históricamente ha rotado alrededor de cuatro veces en el año con una duración promedio de 106 días.

La **cartera comercial** asciende a USD 8.16MM y participa con el 16.87% de los activos netos a Sep.12. CEDAL mantiene una cartera desconcentrada, dado que el riesgo se encuentra diversificado en alrededor de 183 clientes activos (año 2011), ubicados principalmente en las ciudades de Quito y Guayaquil. La cartera se origina en su mayoría (84%) de operaciones comerciales con terceros no relacionados y en un 16% de cuentas por cobrar a las empresas relacionadas Vitral y Estrusa. La cartera cuenta con garantías sobre prenda industrial o hipotecas<sup>8</sup>.

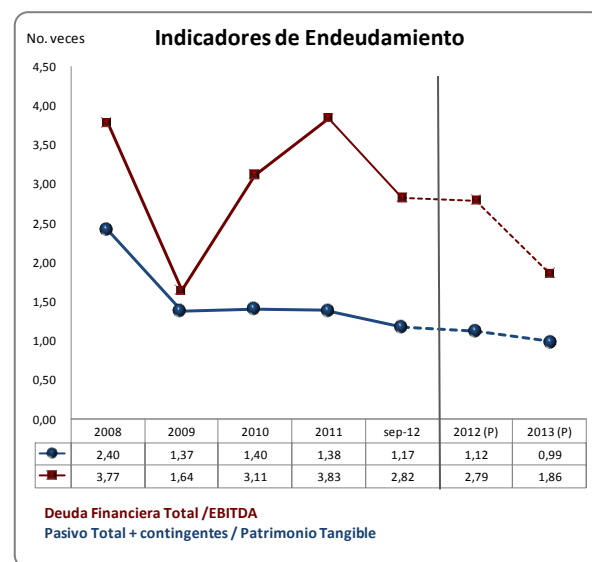
El 18.51% de la cartera bruta está vencida, sin embargo corresponde principalmente a operaciones que se encuentran vencidas menos de 30 días y que podrían recuperarse en el corto

plazo. Alrededor de un 5.7% de la cartera está vencida más de 30 días. 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.

La recuperación histórica de la cartera comercial ha sido de 38 días en promedio en el período (2005- 2011). Los días de rotación aumentan a 54 a Sep.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. 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. En el caso de la relacionada Estrusa se conceden 98 días de plazo en promedio.

El descenso en la rotación de las cuentas por cobrar no implica un deterioro en la calidad de la cartera, sin embargo demanda mayor capital de trabajo que debe ser financiado generando presión en los indicadores de endeudamiento y especialmente en los índices de liquidez de la compañía, más aun considerando que el pago a proveedores es prácticamente de contado.

### ▪ ENDEUDAMIENTO



\*Los índices presentados en este gráfico no están incluyendo como pasivo a las garantías otorgadas por CEDAL a favor de ESTRUSA, dado que son de carácter comercial y en la trayectoria que la empresa lleva calificándose, su relacionada ha demostrado cumplimiento de sus contratos. Por el contrario, los índices si incluyen como contingente al monto de demandas planteadas en contra de CEDAL, las mismas que corresponden a cartera en demanda judicial y juicios por estafa.

Los índices proyectados para el 2012 y 2013 son sólo referenciales.

<sup>8</sup> Para distribuidores y clientes no relacionados.



CEDAL mantiene un endeudamiento alto respecto de su generación operativa, pese a que las inversiones en activo fijo no se han concretado y aun cuando el EBITDA denota recuperación en su tasa de crecimiento. El reparto anticipado de dividendos en el 2009 absorbió parte de la liquidez de ese año, la misma que por el contrario pudo ser empleada en las inversiones y crecimiento del 2010. Esta posición de endeudamiento le da menor flexibilidad financiera a CEDAL para afrontar los riesgos de su negocio en un entorno de menor crecimiento económico para los próximos años.

Los índices de endeudamiento mejoran respecto de los dos últimos años de acuerdo con lo planificado por la Administración. La perspectiva contempla una mayor disminución de estos índices para el 2013 en el que se prevé que la compañía sustituya y reprogramme su deuda a largo plazo mediante una nueva emisión de obligaciones.

EXTRULIT como empresa de reciente creación aprovechará los incentivos de financiamiento que están brindando algunas instituciones del Estado y que son de largo plazo. Es decir que el endeudamiento que requiera la nueva planta productiva no será asumido únicamente por CEDAL, aunque si sus gastos financieros. Por su parte, Vitral también está gestionando líneas de crédito a fin de financiar su crecimiento de manera independiente en los próximos años.

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. Adicionalmente CEDAL está financiando un mayor volumen de cartera a clientes y a sus compañías relacionadas Estrusa y Vitral, dado que está potencializando las ventas en la línea comercial, las mismas que se financian a mayores plazos.

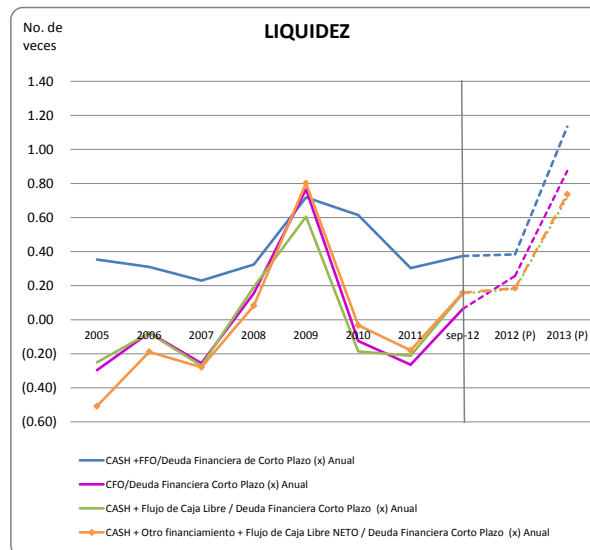
El apalancamiento continúa siendo moderado en relación a su patrimonio tangible<sup>9</sup>, sin embargo se debe mencionar que el 30.14% del patrimonio se conforma de una reserva facultativa que puede ser usada en cualquier momento por sus accionistas. A excepción de los dos últimos años no se observa recurrencia en la capitalización de las utilidades.

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.

<sup>9</sup> El índice de apalancamiento considera el pasivo total + contingentes / 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 excluidos por una sensibilidad realizada por BWR.

### ■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



\*Los índices proyectados para el 2012 y 2013 son sólo referenciales.

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 del año 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. Es decir que la empresa ha debido financiar su crecimiento a través de deuda financiera que generalmente ha sido de corto plazo, cuando las inversiones que ha realizado han sido de mediano y largo plazo.

A pesar de que son positivos, los índices de liquidez continúan siendo estrechos a Sep.12 poniendo en evidencia que persiste el riesgo de refinanciamiento de casi la totalidad de la deuda de corto plazo. Este riesgo de refinanciamiento ahora es mayor en vista de que sus líneas de crédito se encuentran copadas en un 85.93% y han sido generalmente de corto plazo. Por otro lado, las nuevas regulaciones en el sistema financiero sugieren que existirá un menor volumen de crédito en el mercado, por lo que tampoco se puede garantizar que estas líneas de crédito estén en su totalidad disponibles en el corto plazo.

Este riesgo se mitiga, aunque sólo parcialmente por el acceso que la empresa ha demostrado tener al mercado de valores, en donde CEDAL ha tenido una firme aceptación de sus títulos permitiéndole acceder a financiamiento de largo plazo, necesario en este caso para cumplir con su planificación estratégica.



La decisión de la Administración de emitir una nueva emisión de obligaciones permitirá mayor holgura en la liquidez a partir del año 2013 debido a la sustitución y reprogramación de la deuda a largo plazo, perspectiva que se incorpora en la calificación actualmente asignada.

Por otro lado, CEDAL cuenta con alrededor de USD 3MM en dividendos de Vitral que no han sido en su totalidad repartidos y que podrían ser utilizados en caso de que la compañía requiera liquidez. De momento, el Directorio ha aprobado un reparto de USD 1.5MM de dividendos de Vitral que ingresarían al flujo de CEDAL en el 2013.

**ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS**

ACTIVOS USD Miles	sep-12	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1.694		1.694		1.694
Cuentas por Cobrar Comerciales	8.155		8.155		8.155
Cuentas por Cobrar Relac C/P	1.047		1.047		1.047
Inversiones Temporales	25		25		25
Inventarios	13.275	4.839	8.436		8.436
Impuestos y pagos anticipados	1.687		1.687		1.687
Propiedad, planta y equipo	17.504	5.551	11.954		11.954
Inversiones Empresas Relac.	895		895		895
Activo Diferido	950		950	950	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	417		417		417
Otros Activos	2.680		2.680		2.680
Activos en Litigio	-		-		-
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>48.329</b>	<b>10.390</b>	<b>37.939</b>		<b>36.989</b>
Séptima emisión en circulación					2.975
<b>Cobertura de garantía general (No. Veces)</b>					<b>12,43</b>
<b>Cobertura de garantía general sensibilizada</b>					<b>10,67</b>

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 36.99MM a Sep.12. Esta garantía cubre en 12.43 veces el monto en circulación de la emisión vigente (USD 2.98MM). Si se resta del activo a los rubros de incierta recuperación, esta cobertura se ubica en 10.67 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.

Con cifras a Septiembre del 2012 estos indicadores son:

- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible = 1.17 veces.
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0.06 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	sep-12
<b>RESULTADOS</b>					
Ventas	43,187	37,475	42,248	48,199	41,785
% crecimiento	11.27%	-13.23%	12.74%	14.09%	15.59%
Costos	(35,497)	(26,572)	(32,940)	(39,479)	(33,389)
% crecimiento	8.25%	-25.14%	23.96%	19.85%	12.77%
MARGEN BRUTO (%)	17.81%	29.09%	22.03%	18.09%	20.09%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	98
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,904	6,379	4,688	4,638	4,552
MARGEN EBITDA (%)	9.04%	17.02%	11.10%	9.62%	10.89%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,904	6,379	4,688	4,638	4,552
MARGEN EBITDAR (%)	9.04%	17.02%	11.10%	9.62%	10.89%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	853	1,195	1,151	1,296	1,114
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,052	5,184	3,537	3,342	3,438
MARGEN EBIT (%)	7.07%	13.83%	8.37%	6.93%	8.23%
Gasto Financiero del período	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(1,312)	(872)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2.67%	3.17%	2.63%	2.72%	2.08%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7.93%	9.32%	8.86%	8.13%	6.69%
Impuestos a la renta	(560)	(758)	(690)	(643)	(730)
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%	18.16%
UTILIDAD NETA	2,409	3,205	2,124	1,291	2,191
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5.58%	8.55%	5.03%	3.60%	5.23%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.36%	17.23%	10.60%	5.92%	12.17%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7.28%	8.40%	5.32%	2.91%	6.14%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	3,262	4,399	3,275	3,031	3,305
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	2,369	4,323	3,062	3,501	3,305
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(455)	2,949	(4,090)	(6,576)	(2,235)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,914	7,272	(1,028)	(3,075)	1,070
Inversión en Activos Fijos	(1,183)	(1,534)	(2,990)	(1,827)	(596)
Otras Inversiones, Neto	114	(33)	61	(519)	(157)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	845	5,706	(3,957)	(5,421)	317
Variación Neta de Deuda Financiera	986	(4,566)	4,113	3,098	(656)
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	(1,401)	1,925	1,418	992	272
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	431	665	765	(1,331)	(67)
<b>Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)</b>					
EBITDA OPERATIVO	3,989	6,379	4,688	4,638	4,552
(-) Gasto Financiero del período	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(1,312)	(872)
(-) Impuesto a la renta del período	(560)	(758)	(690)	(643)	(730)
(-) 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	2,950
(-) Variación Capital de Trabajo	(455)	2,949	(4,090)	(6,576)	(2,235)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,822	7,380	(1,203)	(3,893)	715
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,155	275	652	1,135	624
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	(306)	(264)	(787)	(269)
(-) 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)	(596)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	732	3,339	(4,828)	(4,902)	474
(-)Otras Inversiones neto	114	(33)	61	(519)	(157)
(-) Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	845	3,306	(4,767)	(5,421)	317
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	5.27%	11.82%	6.83%	5.57%	7.04%
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,989	6,379	4,688	4,638	4,552
<b>BALANCE</b>					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1,518	2,493	3,034	1,786	1,694
Activos Totales	38,572	37,709	42,113	46,784	48,329
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	11,708	9,642	9,638	14,730	15,055
Pasivo financiero Largo Plazo	3,333	833	4,950	2,956	1,975
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	15,041	10,475	14,588	17,770	17,114
Pasivos con Proveedores	1,310	918	922	1,134	1,058
Otros Pasivos	4,401	6,930	5,903	4,964	5,052
Pasivos Totales	20,752	18,323	21,413	23,868	23,224
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	17,820	19,386	20,699	22,916	25,105
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	19,853
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	9,178	6,026	5,396	5,545	5,252
Capitalización ****	32,861	29,861	35,288	40,686	42,219
<b>GARANTÍA GENERAL</b>					
Activos Pignorados	978	3,681	5,220	11,855	10,390
Activos diferidos	263	462	646	1,040	950
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	37,332	33,566	36,247	33,889	36,989
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	37,332	33,566	36,247	33,889	36,989
Emisión de Obligaciones en Circulación	4,167	2,501	7,785	4,963	2,975
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	8.96	13.42	4.66	6.83	12.43
Límite Legal para Emitir Obligaciones	29,865	26,853	28,998	27,112	29,591
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	6.76	11.01	3.96	5.71	10.67

\* 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	sep-12
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>					
<b>COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING</b>					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.39	5.36	4.22	3.53	5.22
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.36	4.07	1.53	2.14	4.54
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.46	5.36	4.22	3.53	5.22
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2.97	4.72	3.60	3.04	4.38
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2.58	7.20	-0.08	-1.97	1.82
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.97	4.72	3.60	3.04	4.38
CFO/cargos fijos	2.58	7.20	-0.08	-1.97	1.82
<b>APALANCAMIENTO</b>					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.77	1.64	3.11	3.83	2.82
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3.39	1.25	2.46	3.45	2.54
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6.61	2.36	5.05	6.62	4.35
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.46	0.35	0.41	0.44	0.41
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.03	0.04	0.08	0.07	0.05
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	1.17
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2.40	1.37	1.40	1.38	1.17
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.74	0.78	0.95	1.02	0.86
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	0.00%	99.63%	25.28%	0.00%	0.00%
<b>LIQUIDEZ</b>					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.78	0.92	0.66	0.83	0.88
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.19	0.46	0.30	0.18	0.26
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2.73	2.66	1.02	1.34	3.93
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	0.16	0.77	-0.12	-0.26	0.06
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2.19	4.43	-0.42	-1.94	0.95
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.19	0.60	-0.19	-0.21	0.15
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	2.70	3.50	-0.63	-1.55	2.33
<b>OTROS INDICES</b>					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,211.22	6,120.02	9,498.74	8,042.51	8,819.81
Liquidez Acida (x)	0.92	0.76	0.84	0.62	0.76
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.39	0.45	0.57	0.47	0.53
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.09	1.13	1.08	1.10	1.18
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.51	0.49	0.49	0.52
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10.11	8.65	8.49	6.84	6.63
Días de cuentas por cobrar	35.61	41.60	42.38	52.65	54.32
Rotación de inventarios (x)	3.81	2.75	2.81	2.60	3.31
Días de inventarios	94.58	130.90	128.00	138.20	108.70
Rotación de cuentas por pagar (x)	27.10	28.94	35.73	34.81	42.08
Días de cuentas por pagar	13.29	12.44	10.07	10.34	8.56
Rotación Capital de Trabajo	4.32	4.34	3.47	4.91	5.05
Días de Capital de Trabajo	83.28	82.91	103.81	73.34	71.32
Días de Ciclo de Operación	-33.63	-77.15	-56.49	-107.17	-83.14
Activo corriente / Pasivo corriente	1.57	1.42	1.70	1.44	1.48
(x) Índice expresado en número de veces					

## Entorno Macroeconómico

Ecuador

**INTRODUCCIÓN**

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

**SECTOR REAL**

**La tendencia del PIB** en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real de la Economía que llegaría a 4% para fines del 2012.

**El petróleo** continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

**La inflación** a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

**El Mercado Laboral** urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

**El salario real** mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

**SECTOR EXTERNO**

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

**EXPORTACIONES**

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12% llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

**IMPORTACIONES.**

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

**SECTOR PÚBLICO.**

**El Presupuesto General del estado (PGE)** a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011 ene - jun	2012 ene - jun	Variación 2011 - 2012
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>8,754</b>	<b>11,000</b>	<b>25.7%</b>
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>8,382</b>	<b>9,737</b>	<b>16.2%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>4,737</b>	<b>5,443</b>	<b>14.9%</b>
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes.	43	63	46.5%
<b>Gastos de Capital</b>	<b>3,645</b>	<b>4,294</b>	<b>17.8%</b>
<b>DEFICIT / SUPERAVIT</b>	<b>372</b>	<b>1,263</b>	

Fuente: Ministerio de Finanzas

**La recaudación de Impuestos**, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.



Los gastos de capital también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La deuda Interna, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

### TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

### SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

### CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

### PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, es por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecerá en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% 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 esperaba 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: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PB (USD Mill 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PB (Mill.2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PB CORRIENTE (Mill USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	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	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Publico / PB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Analisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado , 2012registro oficial y proforma PIB