

Ecuador
 Emisión Obligaciones
 Séptimo 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	dic-12	mar-13
Activos	37,71	42,11	46,60	50,79	55,20
Ventas*	37,48	42,25	48,20	56,55	58,98
Margen EBITDA (%)	17,02	11,10	9,62	7,46	13,79
ROA (%)**	7,49	4,20	2,91	6,65	11,00
Capitalización (%)	35,08	41,34	43,68	34,10	35,46
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	2,36	5,05	6,62	6,02	2,37

* Ventas anualizadas a Marzo 2013
 **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	
Monto Emitido:	USD 8.000.000
Monto en Circulación:	USD 1.987.500
Fecha de Emisión:	29-Ene-2010
Fecha de Vencimiento:	29-Ene-2014
Fecha de aprobación SIC:	14-Ene-2010
Plazo:	1440 días (4 años)
Amortización:	Semestral
Fecha último pago de capital:	29-enero-2013
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
 Lorena Oliva: loliva@bwratings.com Ext. 108

FECHA COMITE: Mayo 31, 2013

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 31, 2013

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de BankWatchRatings S.A., con base en los estados financieros auditados al 31 de diciembre del 2012 e interinos al 31 de marzo del 2013, y demás información presentada por el emisor, decidió mantener la calificación de la séptima emisión de obligaciones de “Corporación Ecuatoriana de Aluminio – CEDAL S.A.” en **AA (Doble A)**. 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 de la emisión se fundamenta en las fortalezas de la empresa, líder del mercado, con capacidad de crecimiento de ventas locales y de exportación. El incremento del resultado operativo en el 2012 y el pago parcial de la deuda financiera permitieron mostrar indicadores de endeudamiento menores en este período frente a los observados en los últimos dos años.

CEDAL es una empresa líder que ha sabido aprovechar las oportunidades de sus mercados, no solo con el crecimiento de sus líneas principales, sino además con

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.*



una estrategia de diversificación de productos y segmentos, y la ampliación de la red de distribución. En el año 2012, la Empresa cumplió con la proyección de ventas establecida y obtuvo resultados operativos positivos, de forma que mejoró su posición financiera en comparación al 2011.

La Compañía se encuentra en una fase de expansión, justificada por la demanda insatisfecha, el crecimiento del sector de la construcción y las posibilidades de seguir creciendo en exportaciones, lo que requerirá mayor financiamiento y flujos para cubrir la operación local de CEDAL y la de sus relacionadas, que son parte del Grupo económico.

Al cierre del primer trimestre del 2013, la Empresa ha obtenido el financiamiento para sus necesidades de CAPEX, especialmente para la nueva planta que se construirá en Durán, a través de deuda bancaria de corto plazo. Además, tienen aprobada una nueva emisión de obligaciones de largo plazo, que les permitiría reprogramar la deuda y tener mayor holgura en su liquidez.

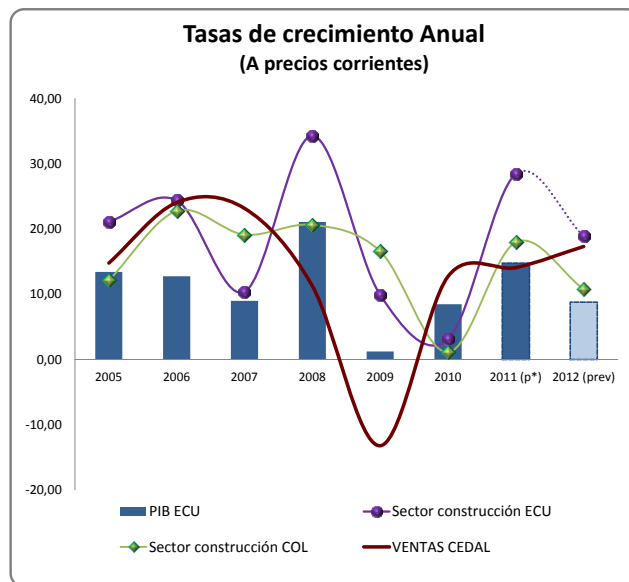
Las perspectivas de corto plazo son positivas en relación al crecimiento de ventas y la estabilidad de los márgenes, en función de las proyecciones mundiales de estabilidad de precios de las materias primas. De continuar la situación actual, CEDAL tendría la capacidad de manejar índices moderados de endeudamiento y liquidez similares a los de marzo 2013, hasta finalizar el año.

Como se ha mencionado en informes anteriores, se espera que los flujos generados por la empresa sirvan para el fortalecimiento patrimonial de CEDAL y para continuar con la tendencia de disminución de los niveles de endeudamiento. Las proyecciones recogen las necesidades futuras de deuda y gasto operativo por la nueva operación de EXTRULIT que se pondrá en marcha en el 2013-2014, y que se encontrarían cubiertas con la nueva emisión colocada parcialmente en mayo-2013.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 1.

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA



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

CEDAL es parte de la industria metalmeccánica del país, la cual está estrechamente relacionada a nivel macroeconómico con diversas actividades, principalmente la construcción. Según las últimas previsiones económicas publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), en el año 2012 existió una desaceleración del crecimiento del PIB; mientras en el 2011, en términos corrientes, la economía creció a un ritmo anual de 14.78%, para el 2012 el porcentaje fue 8.8%.

La Construcción ha sido una de las actividades económicas más dinámicas en los últimos cinco años. En el 2011 su crecimiento fue de 28.5%, y en el 2012 fue 18.9% (también en términos corrientes), con una perspectiva positiva en el corto y mediano plazo.

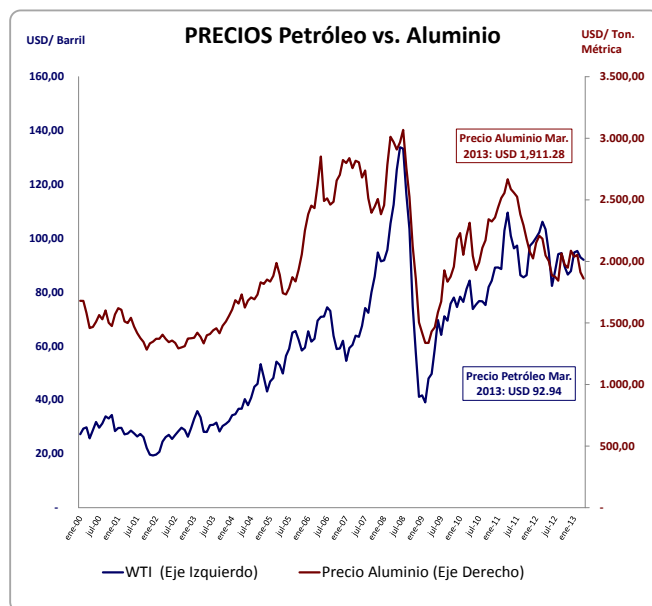
El crecimiento del sector está justificado por mayores fuentes de financiamiento, la inyección de recursos por parte del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) y el déficit habitacional que existe en el país. El BIESS, proyecta colocar USD 800 MM en nuevos créditos para la vivienda en el 2013; además, la cartera de tipo hipotecario del sistema financiero nacional continúa creciente.

La industria metalmeccánica en el país, específicamente la relacionada al aluminio, es madura, con importantes barreras de entrada por ser intensiva en el uso de capital; no obstante, la oferta se complementa con productos sustitutos, especialmente productos



importados del Asia, que presionan la competencia por precios en el mercado.

Uno de los principales riesgos de la industria es la volatilidad de los precios de la materia prima. El aluminio utilizado en el país es en su mayoría importado de diversos países. El comportamiento de los precios internacionales en los últimos cinco años ha sido volátil, con una variación similar a la de los precios del petróleo. El comportamiento futuro de los precios es incierto y está ligado a los ciclos económicos; sin embargo, la perspectiva de corto plazo se estima estable, de acuerdo a las previsiones mundiales y lo observado en el último año.



Fuente: EIA; Indexmundi.
Elaboración: BWR

El aluminio es vulnerable a la competencia de otros metales o materiales con los que pueden reemplazarlo, especialmente en el sector de la construcción; sin embargo, tiene ventajas por contar con propiedades favorables para la actividad constructora, como su resistencia a la corrosión, su larga vida útil, y la capacidad de ser reciclado en varias ocasiones preservando su calidad. Además, el costo de reciclaje es bajo, por tanto, conveniente para el control de costos del sector.

Las perspectivas del sector en el corto plazo en el país son positivas, a partir de la demanda creciente del segmento de la construcción, y otras industrias anexas al gasto del Gobierno Central, que se estima mantendrán la demanda de productos de aluminio en el 2013 y 2014.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

CEDAL es una compañía madura constituida hace 38 años en la ciudad de Latacunga donde se encuentra la planta. Es líder del mercado ecuatoriano en la producción y comercialización de perfiles de aluminio, y tiene también presencia en el mercado colombiano. CEDAL tiene una participación en el mercado ecuatoriano de 46.5% y de 10% en Colombia.

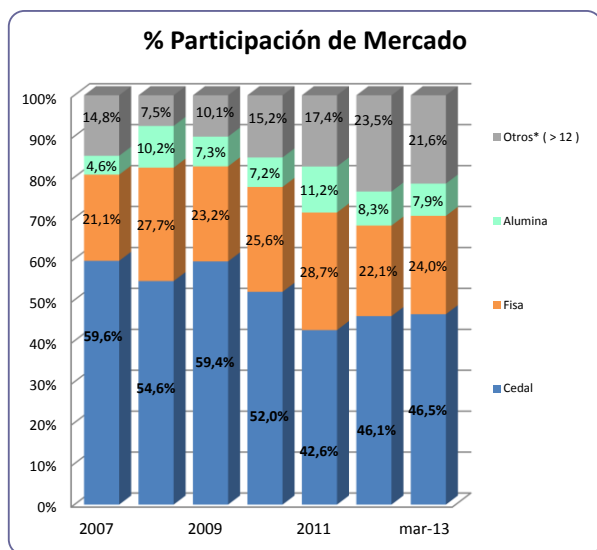
La producción de perfiles de aluminio constituye el 82.3% de las ventas brutas, de las cuales el 78% se vende en el mercado local y el restante 22% se exporta al mercado colombiano a través de su compañía relacionada VITRAL. Esta empresa posee centros de distribución en las ciudades de Bogotá y Cali; las exportaciones a Colombia han crecido de forma constante desde el 2010.

Desde al año 2006, CEDAL diversifica sus líneas de negocio ofreciendo al mercado productos complementarios a la perfilería de aluminio. La línea comercial, principalmente productos de vidrio, representa el 17.3% de las ventas y es una de las líneas que mayor aporte hace al margen bruto.

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.

La empresa ha adquirido 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 incursión de nuevos participantes de menor tamaño ha hecho de este un mercado altamente competitivo, restándole participación a CEDAL. La recuperación en su posicionamiento en el 2012 obedece a la ventaja competitiva que la Compañía ha desarrollado en términos de calidad, a la incorporación de nuevos distribuidores, y a convenios estratégicos que ha suscrito con los ya existentes.



Fuente: CEDAL

Elaboración: BWR

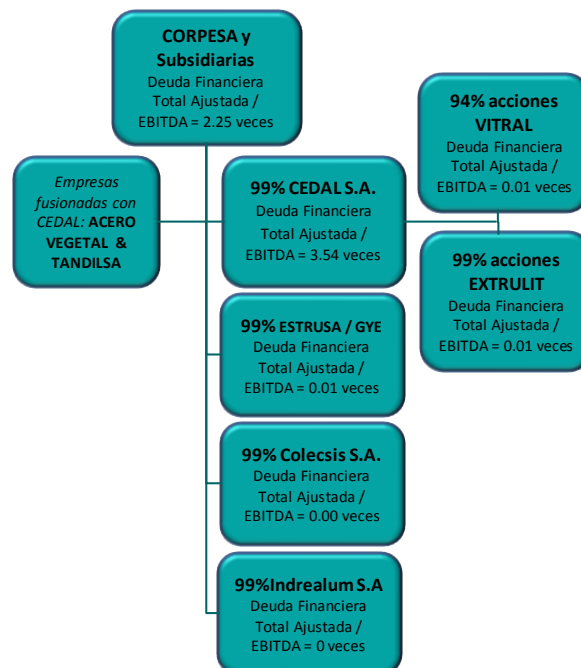
Nota: De acuerdo a información de CEDAL, los datos de participación de mercado del período 2007-2010 no son comparables a los del período 2011-2013, debido a un cambio de metodología.

CEDAL importa su materia prima (lingotes de aluminio y chatarra) de 10 proveedores, principalmente de procedencia latinoamericana. A partir del 2012, 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 mantiene concentración en dos proveedores en particular, los mismos que representan casi el 60% de las compras. Según el emisor, este porcentaje se reducirá en el corto plazo, debido a la incorporación de nuevos proveedores.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

CEDAL forma parte de la Corporación Empresarial S.A. CORPESA desde el año 1992, CORPESA es la Holding y propietaria de la mayoría de las empresas que conforman el grupo empresarial, a excepción de Vitral y EXTRULIT. CORPESA es la cabeza del Grupo y posee el 99,98% de las acciones de CEDAL, 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 la participación accionaria de estas empresas a favor de CEDAL con el fin de que se fusionen. Las fusiones se concretaron en el año 2011. Además, CEDAL es propietaria del 94% de las acciones de Vitral y del 99% de las acciones de EXTRULIT.



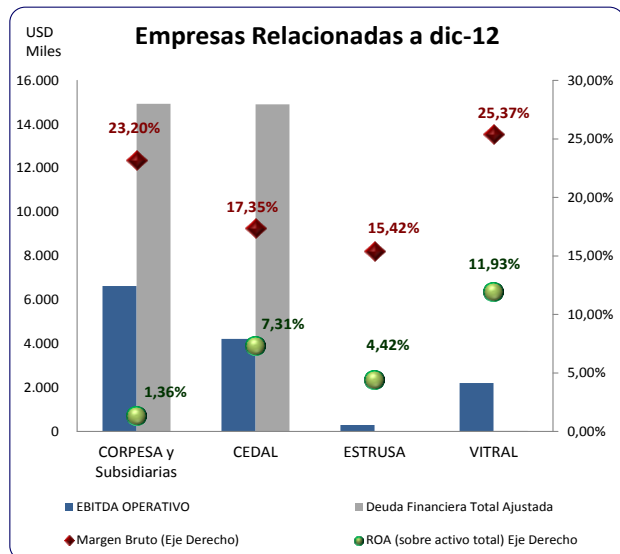
*Información auditada CORPESA y subsidiarias al 31 de diciembre del 2012

- **VITRAL:** empresa colombiana que se encarga de la comercialización de productos de aluminio con especialidad en perfiles de uso arquitectónico.
- **EXTRULIT, Extrusiones de Litoral S.A.:** empresa creada en el año 2012, cuya propiedad es en 99% de CEDAL. Esta empresa es la propietaria del terreno y la planta que se levantará en Durán, como parte del proceso de expansión de CEDAL.
- **ESTRUSA:** empresa ecuatoriana que se dedica a la fabricación de productos de carpintería de aluminio, soluciones estructurales y productos para exteriores. En noviembre del 2012, luego de un proceso de escisión se constituyó ESTRUSA Guayaquil con el mismo objeto social que ESTRUSA, empresa propiedad en 99% de CORPESA.
- **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.

CEDAL es la empresa más grande pues administra alrededor del 82,91% 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 mayor rentabilidad. 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 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 en el último año respecto a su promedio histórico, y según las proyecciones analizadas, se espera que se mantengan en niveles similares a los actuales en los próximos años. Adicionalmente CEDAL ha limitado la concesión de garantías comerciales a favor de ESTRUSA.

En el caso de EXTRULIT, a marzo 2013 CEDAL tiene registrada una deuda bancaria que será utilizada para la inversión de la planta, la cual será manejada por esta empresa. Además, en el 2012 se realizó el traspaso de un terreno, donde funcionará la nueva planta, a favor de EXTRULIT. Este endeudamiento disminuirá a medida que

la nueva planta genere flujos operativos, y se estima sería recuperada en el mediano plazo.

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 30 accionistas, entre personas naturales y jurídicas. El 65.68% 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 se ha planteado como objetivo principal fortalecer las ventas locales, atender la demanda insatisfecha de sus clientes y así mantener la participación de mercado. La Compañía estima que existe un 20% de la demanda potencial que no ha cubierto debido a que la planta de Latacunga produce al límite de su capacidad instalada.

Además, CEDAL se encuentra en un momento de expansión con oportunidades de crecimiento en otros mercados cercanos, como Colombia y Perú. Es por esto que la empresa entró en una fase de inversión con el fin de ampliar su capacidad de producción, y así poder cubrir la demanda insatisfecha, además de ganar espacio en otros mercados.

En el 2012 se concretó la constitución de la empresa EXTRULIT y en el primer trimestre del 2013 se inició la construcción de la planta en Durán, y se realizó la compra de varios equipos. El objetivo es que la planta entre en funcionamiento en el corto plazo y comience a generar flujos operativos.

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 estos 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 gracias a la coyuntura del mercado.

Gobierno Corporativo

Las decisiones y políticas son definidas por la Presidencia con conocimiento de los accionistas principales; no obstante, existe una estructura administrativa independiente.

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., empresa 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 tiene 362 empleados, de los cuales el 63% es personal de planta. 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 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

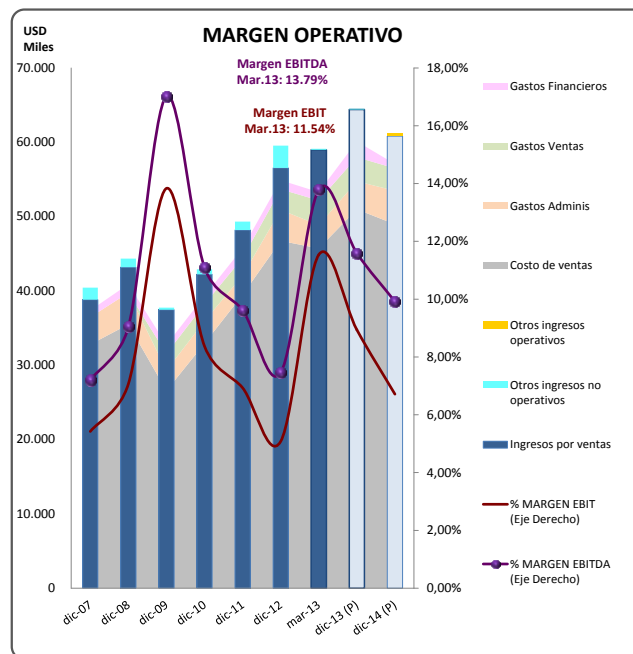
Presentación de Cuentas

El presente reporte se realizó en base a los estados financieros individuales de CEDAL S.A. auditados al 31 de diciembre del 2012 e interinos al 31 de marzo del 2013. A pesar de que los estados financieros interinos no son auditados, basamos nuestro criterio en balances respaldados por la firma del Representante Legal de la Empresa.

Adicionalmente, se revisaron los estados financieros consolidados de CORPESA y sus subsidiarias, auditados al

31 de diciembre del 2012. 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 observaciones ni salvedades.

▪ GESTIÓN OPERATIVA



El año 2012 fue un año de crecimiento de ventas y resultados, en línea con las proyecciones del emisor. Las ventas alcanzaron un volumen de USD 56.5 MM, lo que equivale a un crecimiento anual de 17.3%, superior al promedio histórico de los últimos 5 años. Al mes de marzo 2013, las ventas se desaceleran y el crecimiento anualizado baja a 4.29%, sin considerar factores estacionales.

Se estima que las ventas proyectadas llegarán a USD 64 MM al finalizar el 2013; pese a las perspectivas positivas de mercado, la proyección es conservadora y muestra una desaceleración del porcentaje de crecimiento en comparación al año 2012.

En el 2012, las ventas locales crecieron en volumen y precios, gracias a la estrategia de distribución, lo que permitió recuperar en alguna medida la participación en el mercado ecuatoriano; sin embargo, las ventas por exportaciones a Colombia se desaceleraron. La estrategia en Colombia fue sacrificar el margen sin

CORPORATIVO



hacer incrementos de precios para poder mantener el espacio ganado en este mercado de alta competencia.

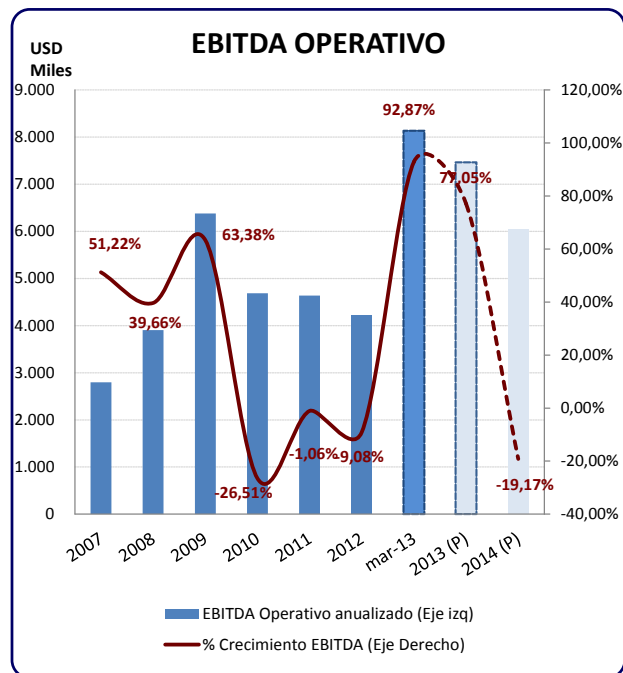
Esta decisión se refleja en una disminución del margen bruto a dic-2012 en 0.7 puntos porcentuales, en comparación al alcanzado en el 2011 y 1.44% menos que lo proyectado; no obstante, al mes de marzo 2013 nuevamente se recupera y sube a 22.48%. La Administración espera bajo un escenario conservador 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 se ha visto influenciado históricamente por variaciones en el precio de su principal materia prima. En el último año el comportamiento del precio del aluminio ha sido más estable y se espera se mantenga así hasta finalizar el año 2013. La Empresa ha trabajado sus presupuestos con un costo de materia prima superior al actual, es decir, el escenario de la proyección es conservador en relación a margen.

Por otra parte, la participación del gasto operativo en las ventas se ha incrementado de 10.29% a 12.27%; en términos nominales los gastos operativos crecieron en el 2012 en un 40% anual, porcentaje elevado que presionó el EBITDA operativo, el cual fue menor al monto proyectado. El incremento del gasto, principalmente administrativo, se dio a partir de un cambio en la estructura del área comercial y de un mayor gasto logístico por del número de proveedores externos. Además, de acuerdo a las NIIF, parte de las inversiones realizadas para la nueva planta deben ser reconocidas en el estado de resultados del período.

De acuerdo a las proyecciones, la Compañía mantendrá en el 2013 una carga operativa similar en relación a la generación de sus ingresos (entre el 11% y 12% de los ingresos operativos).

El comportamiento histórico del EBITDA de CEDAL ha sido volátil, como se puede observar en el gráfico, en función de las variaciones del costo de ventas por el precio de la materia prima, y a la influencia de factores macroeconómicos del país. En el corto plazo, la expectativa mundial en relación a los precios del petróleo y de otras materias primas es que se mantenga estable, e incluso con una tendencia a la baja.



*EBITDA Operativo anualizado a mar- 2013.

Al mes de marzo 2013, el EBITDA muestra un crecimiento anualizado del 92.87%; sin embargo se espera que este crecimiento sea menor para fines de este año debido a presiones que podrían presentarse por el incremento del gasto operativo. El EBITDA Operativo y el margen bruto aumentarán cuando la nueva planta comience a generar mayores ingresos por el aumento del volumen de producción, siempre que se mantenga la demanda. Esto podría darse a partir del 2014.

En relación al resultado no operativo, a diciembre 2012 está registrado un ingreso por USD 1.9 MM correspondiente al dividendo declarado de Vitral. Con la aplicación de las Normas NIIF, los dividendos declarados ya no se registran como ajustes al valor patrimonial proporcional, sino que deben contabilizarse como ingreso del período. Sin embargo, este valor no fue un flujo que ingresó a la caja de CEDAL y está contabilizado como una cuenta por cobrar.

El costo del financiamiento se ha mantenido estable, y a marzo 2013 es menor al de años anteriores. Hasta finalizar el año se espera que el peso del gasto financiero se incremente, dado que CEDAL asumirá el gasto financiero de la deuda adquirida para su relacionada EXTRULIT.



En el corto plazo las perspectivas de generación de resultados del emisor son estables, si se mantiene la tendencia de la demanda y de los precios del aluminio observada en el primer trimestre del año. A pesar de que se esperaba que el EBITDA se presione con una mayor carga operativa en el momento de expansión de la operación que atraviesa la empresa; se estima que el ritmo de crecimiento de las ventas y el margen podrían cubrir el aumento del gasto en este año.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al mes de marzo 2013, el *activo fijo* de CEDAL representa el 40.2% de los activos y comprende la propiedad, planta y equipo, que la Empresa mantiene en Latacunga, las instalaciones en Quito y Guayaquil y las nuevas oficinas en Durán. Las inversiones previstas para el año se han realizado parcialmente en el primer trimestre del año.

En relación al activo corriente, el más importante es el *inventario*, el cual a mar-2013 alcanza un monto de USD 14.4 MM (26.1% de los activos). En el 2012, el inventario absorbió un menor volumen de capital de trabajo para ser financiado, contrario a lo sucedido en el 2011, 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 fue el de materiales y suministros, el mismo que creció fundamentalmente por el stock de lingotes de aluminio, 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. 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 132 días, en el 2012 y 1T 2013 la rotación fue más acelerada por el crecimiento de ventas (111 días promedio).

La *cartera comercial* es el siguiente activo en importancia, y ascendió a USD 8.76 MM, participa con el 15.88% de los activos netos a marzo 2013. CEDAL mantiene una cartera desconcentrada, dado que el riesgo se encuentra diversificado en más de 200 clientes activos ubicados principalmente en las ciudades de Quito y Guayaquil. La cartera corresponde en su mayoría a operaciones

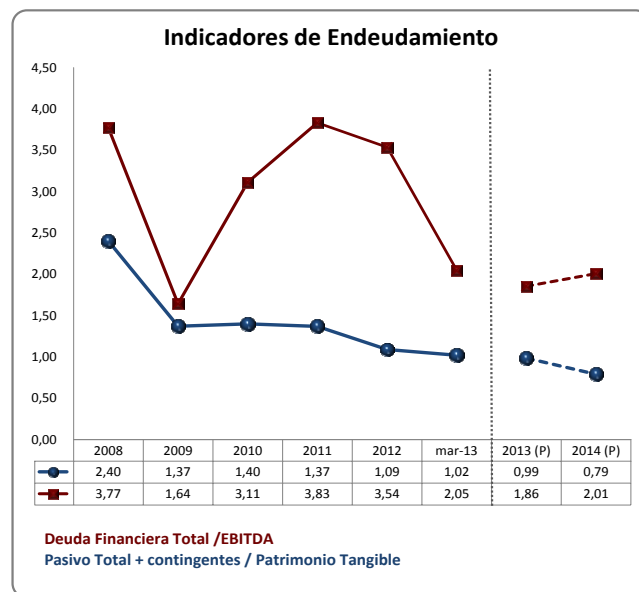
comerciales con terceros no relacionados y en un 14% a cuentas por cobrar a las empresas relacionadas Vitral y Estrusa. La cartera de distribuidores y clientes no relacionados cuenta con garantías sobre prenda industrial o hipotecas.

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 pueden generar nuevas facturas a su cargo, de esta manera controlan los niveles de morosidad.

Los días de rotación promedio de los últimos años han sido cercanos a 50 días; a marzo 2013 suben ligeramente a 55 días 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 está creciendo más 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 empresa 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, considerando que no tienen financiamiento comercial, pues el pago a proveedores es prácticamente de contado.

▪ ENDEUDAMIENTO





*Los índices presentados en este gráfico no incluyen en el 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 sí 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 2013 y 2014 son referenciales.

La composición del pasivo de CEDAL es en su mayor parte de corto plazo (73%) a marzo 2013, una vez que la emisión de obligaciones objeto de esta calificación, está cercana al vencimiento. La Empresa se encuentra en proceso de colocación de una nueva emisión de obligaciones por USD 12 MM, con la cual espera realizar una sustitución de pasivos bancarios y equilibrar su estructura de financiamiento hacia el largo plazo.

La empresa se apalanca a través de créditos de bancos locales con los que tiene líneas abiertas con plazos menores a un año, respaldados con garantías reales (prenda de inventario e hipotecario).

La deuda financiera ha crecido en los últimos años en función de las necesidades de financiamiento de inventarios, especialmente en los momentos de variaciones fuertes de precios de la materia prima. Adicionalmente, CEDAL ha financiado 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.

Además, CEDAL ha financiado en los últimos años activos fijos para ampliar su operación, que está en fase de crecimiento. De esta forma, se ha observado que los indicadores de deuda financiera sobre la generación mantuvieron una tendencia creciente en el 2010 y 2011. En el 2012, y en el primer trimestre del año 2013, los índices mejoran debido al crecimiento del EBITDA y al pago de una parte de la deuda financiera en el año anterior, conforme a lo planificado por la Administración.

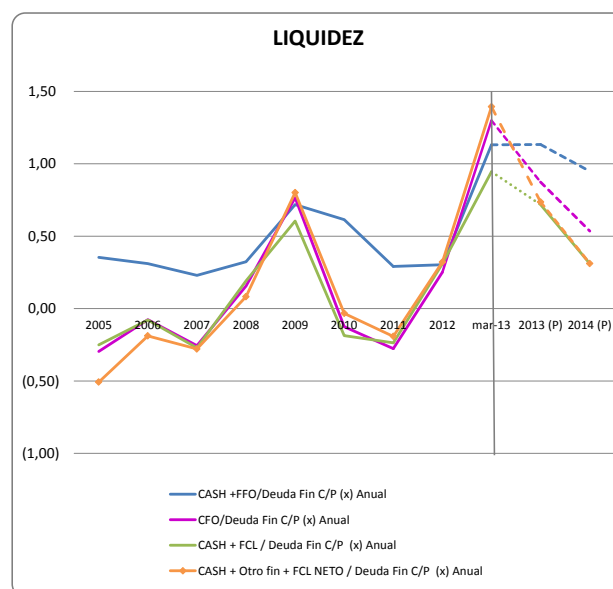
La perspectiva futura contempla mantener esta tendencia en el 2013, cuando la Compañía sustituya y re programe su deuda a largo plazo mediante una nueva emisión de obligaciones.

EXTRULIT, como empresa de reciente creación, requerirá el soporte financiero de CEDAL, de manera que se estima que el nivel de endeudamiento se mantendría al menos cercano al observado en marzo 2013. Por su parte, VITRAL está gestionando líneas de crédito a fin de financiar su crecimiento de manera independiente en los próximos años.

Los indicadores de endeudamiento en relación al patrimonio tangible¹ son moderados; sin embargo, debe mencionarse que el 25% del patrimonio corresponde a una reserva facultativa que podría ser repartida en cualquier momento a sus accionistas. A excepción de los tres últimos años no se observa recurrencia en la capitalización de las utilidades.

Históricamente la Empresa 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.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



*Los índices proyectados para el 2013 y 2014 son sólo referenciales.

Los índices de liquidez de CEDAL muestran un comportamiento volátil en función de las variaciones de requerimiento de capital de trabajo. Los últimos dos años la Empresa ha registrado un alto requerimiento de inventario con variaciones negativas que tuvieron que ser financiadas a través de deuda bancaria.

A diciembre 2012 y marzo 2013 la variación de capital de trabajo fue positiva, lo cual contribuyó a que el flujo de caja operativo sea suficiente para cubrir las

¹ 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.



necesidades de inversión de CAPEX. En el 2012, las inversiones en propiedad, planta y equipo fueron menores a las proyectadas por el emisor debido al atraso en la ejecución de la nueva planta en Durán. Para el año 2013, la perspectiva es que el requerimiento de inversión sea mayor para la puesta en funcionamiento de la planta de EXTRULIT.

En marzo 2013, los índices de liquidez son altos en comparación a lo histórico, sin embargo, esto responde a un momento coyuntural por que la Empresa recibió en este mes flujo de efectivo proveniente de los préstamos obtenidos para financiar el proyecto de la planta en Durán. Estos recursos serán utilizados en el corto plazo.

Una vez que sea colocada la nueva emisión de obligaciones en los próximos meses, parte de la deuda financiera sería reemplazada por el financiamiento de largo plazo, lo que liberaría la liquidez y mejoraría los indicadores.

En el corto plazo, la Empresa tendría cubierto el financiamiento necesario para las necesidades de CAPEX de este año 2013. Si continúa la tendencia actual en el precio internacional del aluminio, se podría esperar que la Empresa maneje mayor estabilidad en la liquidez en este período.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ACTIVOS USD Miles	mar-13	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	5.008		5.008		5.008
Cuentas por Cobrar Comerciales	8.767		8.767		8.767
Cuentas por Cobrar Relac C/P	1.047		1.047		1.047
Inversiones Temporales	-		-		-
Inventarios	13.275	8.755	4.520		4.520
Impuestos y pagos anticipados	343		343		343
Propiedad, planta y equipo	20.481	5.485	14.996		14.996
Inversiones Empresas Relac.	-650		-650		-650
Activo Diferido	900		900	900	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	-		-		-
Otros Activos	1.475		1.475		1.475
Activos en Litigio	-		-		-
ACTIVO TOTAL	50.645	14.240	36.405	900	35.506
Séptima emisión en circulación					1.987
Nueva emisión de obligaciones (por circular)					12.000
Cobertura de garantía general emisión vigente					17,87
Cobertura de garantía general (incluye nueva emisión)					2,54

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 50.64 MM a Marzo 2013. Esta garantía cubre en 17.87 veces el monto en circulación de la emisión vigente (USD 1,987 M), si se considera la nueva emisión de obligaciones que emitirá la Compañía esta cobertura sería de 2.54 veces.

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, en nuestro criterio 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 Marzo del 2013 estos indicadores son:

- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible = 1.02 veces.
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = 1.30 veces.

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	dic-12	mar-13
RESULTADOS						
Ventas	43.187	37.475	42.248	48.199	56.550	14.744
% crecimiento	11,27%	-13,23%	12,74%	14,09%	17,33%	4,29%
Costos	(35.497)	(26.572)	(32.940)	(39.479)	(46.739)	(11.429)
% crecimiento	8,25%	-25,14%	23,96%	19,85%	18,39%	-2,19%
MARGEN BRUTO (%)	17,81%	29,09%	22,03%	18,09%	17,35%	22,48%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.904	6.379	4.688	4.638	4.217	2.033
MARGEN EBITDA (%)	9,04%	17,02%	11,10%	9,62%	7,46%	13,79%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.904	6.379	4.688	4.638	4.217	2.033
MARGEN EBITDAR (%)	9,04%	17,02%	11,10%	9,62%	7,46%	13,79%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	853	1.195	1.151	1.296	1.344	332
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.052	5.184	3.537	3.342	2.873	1.701
MARGEN EBIT (%)	7,07%	13,83%	8,37%	6,93%	5,08%	11,54%
Gasto Financiero del período	(1.153)	(1.190)	(1.110)	(1.312)	(1.212)	(279)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2,67%	3,17%	2,63%	2,72%	2,14%	1,89%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7,93%	9,32%	8,86%	8,13%	7,29%	6,63%
Impuestos a la renta	(560)	(758)	(690)	(643)	(527)	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18%	19%	25%	27%	12%	0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	33,60%	5,85%	19,69%	40,58%	70,48%	2,47%
UTILIDAD NETA	2.409	2.858	1.677	1.291	3.238	1.458
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5,58%	8,55%	5,03%	3,60%	6,57%	9,89%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17,36%	15,36%	8,37%	5,92%	12,52%	19,73%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7,28%	7,49%	4,20%	2,91%	6,65%	11,00%
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	5.058	1.790
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	2.369	4.323	3.062	3.501	3.137	1.790
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(455)	2.949	(4.090)	(6.758)	839	1.692
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.914	7.272	(1.028)	(3.257)	3.975	3.482
Inversión en Activos Fijos	(1.183)	(1.534)	(2.990)	(1.827)	(1.412)	(2.220)
Otras Inversiones, Neto	114	(33)	61	(519)	(31)	1.434
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	845	5.706	(3.957)	(5.603)	2.532	2.697
Variación Neta de Deuda Financiera	986	(4.566)	4.113	3.098	(2.773)	1.728
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	(2.400)	(810)	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	(1.401)	1.925	1.418	1.173	184	(963)
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	431	665	765	(1.332)	(57)	3.461
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)						
EBITDA OPERATIVO	3.989	6.379	4.688	4.638	4.217	2.033
(-) Gasto Financiero del período	(1.153)	(1.190)	(1.110)	(1.312)	(1.212)	(279)
(-) Impuesto a la renta del período	(560)	(758)	(690)	(643)	(527)	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	1	2
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2.276	4.431	2.887	2.683	2.478	1.756
(-) Variación Capital de Trabajo	(455)	2.949	(4.090)	(6.758)	839	1.692
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.822	7.380	(1.203)	(4.075)	3.317	3.448
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.155	275	652	1.135	2.989	36
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	(306)	(264)	(787)	(409)	0
(-) Ajustes No operativos que no impliquen flujo (incluye VPP)	(1.063)	(76)	(213)	470	(1.921)	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	(2.400)	(810)	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(1.183)	(1.534)	(2.990)	(1.827)	(1.412)	(2.220)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	732	3.339	(4.828)	(5.084)	2.563	1.263
(-)Otras Inversiones neto	114	(33)	61	(519)	(31)	1.434
(-) Otros	0	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	845	3.306	(4.767)	(5.603)	2.532	2.697
FFO MARGEN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	5,27%	11,82%	6,83%	5,57%	4,38%	11,91%
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3.989	6.379	4.688	4.638	4.217	2.033
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1.518	2.493	3.034	1.605	1.523	4.983
Activos Totales	38.572	37.709	42.113	46.603	50.789	55.203
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	11.708	9.642	9.638	14.730	13.195	10.620
Pasivo financiero Largo Plazo	3.333	833	4.950	2.956	1.718	6.021
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	15.041	10.475	14.588	17.770	14.913	16.641
Pasivos con Proveedores	1.310	918	922	1.134	1.235	1.320
Otros Pasivos	4.401	6.930	5.903	4.782	5.817	6.962
Pasivos Totales	20.752	18.323	21.413	23.686	21.965	24.922
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	17.820	19.386	20.699	22.916	28.824	30.282
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	20.174	24.432
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	9.178	6.026	5.396	5.545	8.650	5.850
Capitalización ****	32.861	29.861	35.288	40.686	43.736	46.923
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	978	3.681	5.220	11.855	10.391	10.392
Activos diferidos	263	462	646	1.040	934	900
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	37.332	33.566	36.247	33.708	39.465	43.912
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	37.332	33.566	36.247	33.708	39.465	43.912
Emisión de Obligaciones en Circulación	4.167	2.501	7.785	4.963	3.009	1.362
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	8,96	13,42	4,66	6,79	13,12	32,24
Límite Legal para Emitir Obligaciones	29.865	26.853	28.998	26.966	31.572	35.130
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	6,76	11,01	3,96	5,68	10,24	27,95

(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	dic-12	mar-13
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	3,39	5,36	4,22	3,53	3,48	7,29
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	2,36	4,07	1,53	2,14	2,31	-0,67
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	3,46	5,36	4,22	3,53	3,48	7,29
FFO/intereses del periodo (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2,97	4,72	3,60	3,04	3,04	7,29
CFO/intereses del periodo (CFO INTEREST COVER)	2,58	7,20	-0,08	-2,10	3,74	13,36
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,97	4,72	3,60	3,04	3,04	7,29
CFO/cargos fijos	2,58	7,20	-0,08	-2,10	3,74	13,36
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3,77	1,64	3,11	3,83	3,54	2,05
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3,39	1,25	2,46	3,49	3,18	1,43
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6,61	2,36	5,05	6,62	6,02	2,37
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0,46	0,35	0,41	0,44	0,34	0,35
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,03	0,04	0,08	0,07	0,07	0,04
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,72	0,57	0,68	0,75	0,68	0,67
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2,40	1,37	1,40	1,36	1,09	1,02
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2,40	1,37	1,40	1,37	1,09	1,02
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1,74	0,78	0,95	1,02	0,74	0,68
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	0,00%	99,63%	25,28%	0,00%	0,00%	0,00%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,78	0,92	0,66	0,83	0,88	0,64
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,19	0,46	0,30	0,18	0,19	0,66
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2,73	2,66	1,02	1,34	1,22	5,16
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,32	0,72	0,61	0,29	0,30	1,13
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,16	0,77	-0,12	-0,28	0,25	1,30
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2,19	4,43	-0,42	-2,03	1,64	10,13
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,19	0,60	-0,19	-0,24	0,31	0,94
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	2,70	3,50	-0,63	-1,73	2,02	7,37
CASH + Otro financiamiento + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,08	0,80	-0,03	-0,19	0,32	1,39
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8.211,22	6.120,02	9.498,74	7.860,97	11.914,06	14.859,75
Liquidez Acida (x)	0,92	0,76	0,84	0,61	0,87	1,02
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,39	0,45	0,57	0,46	0,51	0,76
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,09	1,13	1,08	1,11	1,38	1,32
Patrimonio / Activo Total (x)	0,46	0,51	0,49	0,49	0,57	0,55
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10,11	8,65	8,49	6,84	6,96	6,53
Días de cuentas por cobrar	35,61	41,60	42,38	52,65	51,69	55,16
Rotación de inventarios (x)	3,81	2,75	2,81	2,60	3,25	3,17
Días de inventarios	94,58	130,90	128,00	138,20	110,68	113,45
Rotación de cuentas por pagar (x)	27,10	28,94	35,73	34,81	37,84	34,65
Días de cuentas por pagar	13,29	12,44	10,07	10,34	9,51	10,39
Rotación Capital de Trabajo	4,32	4,34	3,47	5,02	3,92	3,08
Días de Capital de Trabajo	83,28	82,91	103,81	71,68	91,77	117,02
Días de Ciclo de Operación	-33,63	-77,15	-56,49	-108,82	-61,09	-41,21
Activo corriente / Pasivo corriente	1,57	1,42	1,70	1,43	1,65	1,82

(x) Índice expresado en número de veces



Entorno Macroeconómico

Ecuador

	2011	2012	2013 prev.
Inc. PIB (Mill. Año base 2007)%	7,78	5,01	3,50
PIB CORRIENTE (Mill USD)	78.190	84.950	90.730
Inc. PIB CORRIENTE%	15,22%	8,64%	6,80%
Inflación Anual %	5,41	4,16	4,00%
Total Ingresos	17.301	19.855	19.555
Total Gastos	18.338	21.124	22.560
Déficit / Superavit	(1.037)	(1.269)	(3.005)
Deuda Gobierno	14.552	17.974	
Deuda Interna	4.506	7.781	
Deuda externa	10.046	10.913	
Deuda total del Gobierno / PIB%	18,6%	25,0%	
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12,8%	14,9%	
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5,8%	11,0%	
Gasto Sector Publico no Financ.	31.114	34.800	36.300
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23,5%	25,3%	24,9%
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99,75	91,82	91,00
estimación Ec Jaime Carrera - OPF			
Fuente Banco Central			

ANTECEDENTES

El Banco Central cambio el año base del 2000 a 2007 en la metodología de cálculo de las Cuentas Nacionales, lo que modificó las cifras de crecimiento económico del 2012, incorporando información más desagregada de la economía y con mayor coherencia en relación a la estructura productiva del País.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): El 2012 no tuvo resultados similares al año anterior, notándose una desaceleración de la economía; de acuerdo a cifras del Banco Central, el PIB crece en 5.01%, cuando en el 2011 se obtuvo un crecimiento del 7.8%.

Las proyecciones para el 2013 son menos alentadoras, ya que el Banco Mundial estima que la economía crecería a un ritmo menor al 2012; la CEPAL menciona un decrecimiento de 1.2%, para llegar a 3.5%, y el BCE aspira a que se llegue a 4,0%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración en el crecimiento.

Los mayores aportes al crecimiento del año 2012 se dieron en administración pública (5.2%), explotación de minas y canteras (2.3%), construcción y servicios manufactureros (2.7%).

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el financiamiento del presupuesto del Estado. En el 2012 el precio promedio USD 98.5 el barril, registrando un alza de USD 0.90, respecto al 2011.

Durante el 2012 el precio del barril se mantuvo bastante estable, con variaciones al alza en los meses de febrero, marzo, abril y mayo (USD 104.1, USD 112.5, USD 111.9 y USD 101.5, respectivamente) para descender y terminar a diciembre en USD 93.0.

Se estima que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La inflación anual del 2012, se ubicó en 4.16%, porcentaje inferior a la del 2011; los segmentos de mayor incremento acumulado fueron: bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (18.91%); restaurantes y hoteles (6.75%); y educación (6.52%).

El Mercado Laboral: Las tasas de subocupación en el área urbana y rural del País disminuyeron respecto a diciembre 2011, ubicándose en 39.8% y 74.6% respectivamente. La tasa de desempleo, disminuyó en 0.1%, tanto a nivel urbano como rural, situándose en diciembre 2012 en 5.0% y 2.3%, respectivamente. En la misma línea, las tasas de ocupación plena urbana y rural aumentaron, situándose en 52.1% y 22.7% respectivamente.

El salario básico tuvo un incremento del 10.6%, bajo la metodología aplicada para calcular el ingreso familiar básico y la canasta básica de bienes y servicios.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial a diciembre 2012, presenta un déficit acumulado de USD 142.8 millones FOB, el cual es menor al obtenido el 2011 (USD 687



millones); los resultados se apoyaron en el saldo positivo de la balanza comercial petrolera que registró un superávit de USD 8,350 millones, gracias a los altos precios del petróleo.

La balanza comercial no petrolera no corre la misma suerte ya que presentó un déficit acumulado de USD 8,493 millones, superior al presentado en el 2011.

EXPORTACIONES USD 23,898.7 millones.

Las exportaciones crecieron 7.1%. **Las petroleras** suman USD 13,791.2 millones, y crecen en 6.5% (incluidos los derivados). Por volumen estas crecen 4.5%, debido al incremento en barriles de 135 a 141 millones. Las exportaciones petroleras representan el 57.7% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 10,106.8 millones; en valores monetarios se incrementan en 7.86% pero disminuyen en volumen en 3.2%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación siguen siendo el banano (20.7%), el camarón (12.6%), los productos de mar (11.1%) y las flores (7.3%).

IMPORTACIONES USD 24,041.5 millones.

A diciembre 2012 las importaciones se incrementan en 4.7% en términos monetarios, aunque disminuyen en volumen en 1.4%.

No se registran crecimientos significativos en importación de bienes de consumo (1.7%) ni en materias primas (0.8%), a diferencia de los bienes de capital, que tienen un incremento de 9.8% y los combustibles y lubricantes, que crecen en 7.0%.

Se puede observar un cambio en la tendencia que anteriormente mantenían las importaciones, al reducirse la participación del grupo de ALADI, ALBA y CAN.

Las importaciones de la Unión Europea (UE), se incrementan de 9.6% a 11.4%, y caen las exportaciones, incurriendo en un déficit comercial con la UE.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del Estado (PGE) a diciembre 2012 registra un déficit de USD 1,289 millones, y el crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, del cual se alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011	2012	Variac 2011/2012
TOTAL INGRESOS	17.301	19.853	14,8%
TRIBUTARIOS	9.642	11.958	24,0%
Renta	3.030	3.278	8,2%
IVA	4.202	5.255	25,1%
ICE	618	677	9,5%
Arancelarios	921	1.132	22,9%
Salida de Divisas	491	1.145	133,2%
Vehiculos	174	200	14,9%
Otros	206	271	31,6%
PETROLEROS	5.552	5.407	-2,6%
NO TRIBUTARIOS	1.085	1.266	16,9%
Transf Corrientes	657	669	1,8%
Otros, autogestion.	365	553	51,5%

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

	2011	2012	Variación2012/2011
TOTAL GASTOS	18.338	21.124	15,2%
Gasto Corriente	10.345	12.485	20,7%
- Sueldos	6.466	7.353	13,7%
- Bienes y servicios	1.280	1.658	29,5%
- Tranf Ctes.	1.836	2.413	31,4%
IESS,ISFA,ISSPOL	300	1.042	247,3%
Bono Des Humano	700	720	2,9%
Otras Transferencias	836	651	-22,1%
Otros Gastos Corrient	86	114	32,6%
Intereses	677	947	39,9%
Gasto de Capital	7.993	8.639	8,1%
Gobiernos Autoctonos	2.499	2.670	6,8%
Gto Corriente y otros	1.072	1.175	9,6%
Credit China, CAF, BID	500	1.100	120,0%
Otros	3.922	3.694	-5,8%
PIB Cta Base 2007	78.189	84.950	
Gasto / PIB	23,45%	25,30%	

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos crece en 24% frente al 2011, hasta USD 11,958 millones, monto que representa el 60.2% del total de ingresos. De acuerdo a datos del SRI, en 2012 se cumplieron las metas de recaudación en el 116%, teniendo especial incidencia el impuesto a la renta y el impuesto a la salida de divisas.

Gastos:

El comportamiento del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (59.1%), sin que se vea una rectificación de la política del Gobierno.

Los créditos recibidos empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2012 la deuda total suma USD 17,974 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,781 millones y un crecimiento de 72.6%, y deuda



externa de USD 10,913 millones y un crecimiento de 8.6%.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Durante este año de análisis se emitieron varias regulaciones y leyes que afectaron y afectarán a la banca, especialmente en cuanto a sus modalidades de crédito y a sus utilidades. En el 2012 se emitieron leyes para la regulación de los créditos para vivienda y vehículos, regulaciones que limitan el cobro de servicios de tarjetas de crédito, se eliminaron los burós de crédito y se emitió la Ley de Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social.

El 2012 el sistema financiero (incluye bancos privados, cooperativas, financieras y mutualistas) registra **activos por USD 33,888 millones**, con un crecimiento de 17.2% y en el lado de los pasivos **USD 30,239 millones**, con un crecimiento de 17.7%.

Las **captaciones del público** llegan a **USD 26,644 millones**, con un crecimiento anual de 18.3%; la **cartera** termina el año en **USD 20,471 millones**, con un incremento de 15.8% frente al 2011.

Si bien el tamaño del Sistema continúa creciendo de forma importante, la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores y es preocupante el crecimiento de la cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses), que en este año fue de 42.8%.

La morosidad muestra una tendencia creciente en todos los Sistemas, en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La cobertura con provisiones acumuladas muestra una tendencia a reducirse, a pesar de un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

Cartera de Crédito

El sistema financiero creció en USD 2,789 millones o 15.8%, tanto en cartera corporativa como en créditos a personas. El sistema cooperativo es el que mayor crecimiento con (22%) influenciado por el segmento de consumo que crece al 25%.

Resultados USD 412 millones.

Las utilidades del sistema financiero en 2012 se vieron reducidas en USD 78 millones o 15.9%. Los bancos y las financieras son los más afectados, con una reducción de utilidades de 20% y 11.8%, respectivamente; en contraste, las cooperativas y

mutualistas mejoran sus resultados en 13% y 6.5%, respectivamente.

PERSPECTIVAS 2013

En febrero del 2013 tuvieron lugar las elecciones de Presidente y Asambleístas, que dieron un triunfo rotundo al Gobierno en los dos frentes. La mayoría obtenida en la Asamblea por parte del Gobierno es suficiente para cambiar la Constitución, si fuera requerido.

Bajo este panorama se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios seguiría y en lo internacional no se vislumbran acuerdos de libre comercio. Se mantendría una política tributaria con mayores cargas impositivas y bajos niveles de inversión extranjera.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013.

La paralización de la refinera de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

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. Los principales factores que afectan el sector son: el crecimiento de los costos internos, el 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.

SECTOR PRIVADO

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, (reformas tributarias, incrementos de salarios en mayor proporción que los incrementos en la producción, leyes antimonopolio sin considerar previamente opiniones 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 antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es la 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.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio.

Elaboración: BWR, abril, 2013.

Corte de información: diciembre 2012.