

Ecuador
 Emisión Obligaciones
 Octavo 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	sep-13
Activos	37.71	42.11	46.60	50.79	66.13
Ventas*	37.48	42.25	48.20	56.55	59.82
Margen EBITDA (%)	17.02	11.10	9.62	7.46	13.62
ROA (%)**	7.49	4.20	2.91	6.65	17.72
Capitalización (%)	35.08	41.34	43.68	34.10	46.04
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	2.36	5.05	6.62	6.02	1.90

* Ventas anualizadas a Septiembre 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 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-julio-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) 2269-767; (593-2) 2922-426
 Patricia Pinto: ppinto@bwratings.com Ext. 103
 Lorena Oliva: loliva@bwratings.com Ext. 108

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

FECHA COMITE: Noviembre 29, 2013

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 30, 2013

El Comité de BankWatchRatings S.A., con base en los estados financieros auditados al 31 de diciembre del 2012 e interinos al 30 de Septiembre 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. CEDAL es una industria, bien posicionada, que genera oportunidades en sus mercados; de momento trabaja con una estrategia de diversificación de productos y segmentos, para la ampliación de su red de distribución; tanto para sus líneas principales, como para productos nuevos.

Si bien en el año 2012, la empresa cumplió con la proyección de ventas establecida y obtuvo resultados operativos positivos, mejorando su posición financiera en comparación al 2011, es en 2013, a pesar de la

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.*



desaceleración de sus ventas, que atraviesa un ciclo productivo muy positivo, como resultado de los bajos precios del aluminio, dicha situación ha dado lugar a una mejoría en el resultado operativo de CEDAL y a márgenes extraordinarios.

La demanda insatisfecha de los productos que ofrece la empresa ha propiciado la puesta en marcha de una nueva planta de producción de los mismos productos, la misma que iniciará sus operaciones a mediados del 2014. Esta nueva planta está siendo financiada a través de CEDAL quien finalmente será su propietaria. Esta inversión del grupo, más las necesidades propias de capital de trabajo del Emisor, asociadas a mayores inventarios y mayor plazo de financiamiento comercial generaron un incremento de deuda importante en este año.

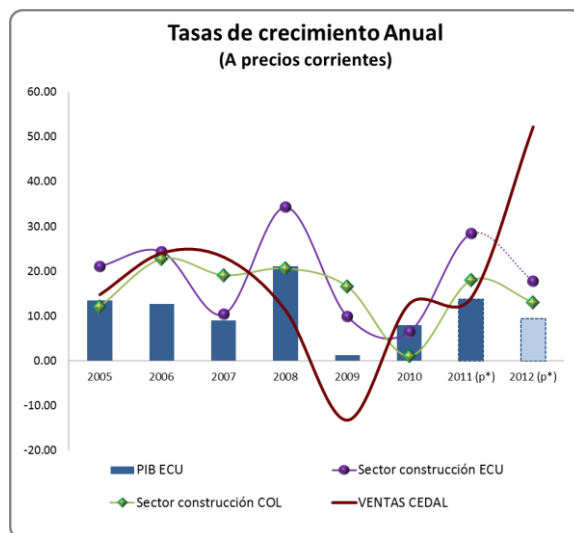
Los niveles de deuda que presenta el Emisor son consistentes con la etapa de expansión del Grupo, pero presionan los indicadores de endeudamiento de CEDAL frente a su EBITDA y los de liquidez que relacionan la deuda frente a los flujos de efectivo generados. Durante el 2013, el total de la deuda de corto plazo ha tenido que ser refinanciada y se lo hizo a través de una nueva emisión de obligaciones colocada en un 100% en el primer semestre del año. Esta tendencia de refinanciamiento se mantendrá al menos en el primer trimestre del 2014.

El riesgo de refinanciamiento en el corto plazo se mitiga considerando las perspectivas positivas del emisor como negocio en marcha, la calidad de los inventarios libres de gravamen y la expectativa de que con la generación de la nueva planta la deuda de CEDAL y del Grupo irá reduciéndose. Cabe mencionar que a nivel de Grupo el nivel de endeudamiento frente al EBITDA es menos presionado.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 1.

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA



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

CEDAL es parte de la industria metal-mecánica 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; la economía en términos constantes creció a un ritmo anual de 5.1% en 2012, frente al 7.87% de 2011; de acuerdo a la previsión del BCE, para 2013 la economía crecerá 4.05% en precios constantes.

La construcción ha sido una de las actividades económicas más dinámicas en los últimos cinco años. En el 2011 su crecimiento fue de 21.6%, y en el 2012 fue 14%, con una perspectiva positiva en el corto y mediano plazo.

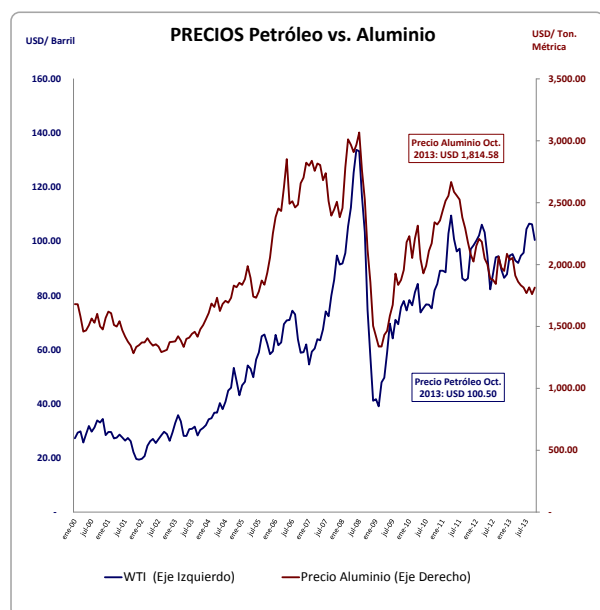
El desempeño del sector está justificado por mayores fuentes de financiamiento, la inyección de recursos por parte del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) y el déficit habitacional que existe en el país. El BIESS proyecta colocar USD 800 MM en nuevos créditos para la vivienda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

La industria metal-mecánica 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: IMF, 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 en 1974 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 presencia en el mercado colombiano. CEDAL tiene una participación en el mercado ecuatoriano de 44.56% y de alrededor del 11% en Colombia.

La producción de perfiles de aluminio constituye el 80% de las ventas brutas; por destino, el 68.20% de las ventas totales se colocan en el mercado local y el restante 31.80% 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. En 2013, las ventas en Colombia se han desacelerado debido a una desaceleración de la economía y al efecto de los paros de transportistas; sin embargo, para 2014 se espera que la economía se dinamice.

A partir de 2006, CEDAL diversifica sus líneas de negocio ofreciendo al mercado bienes complementarios a la perfilería de aluminio y con el desarrollo de nuevos productos. La línea comercial, principalmente productos de vidrio, representa el 19% de las ventas y es uno de los rubros que mayor aporte hace al margen bruto.

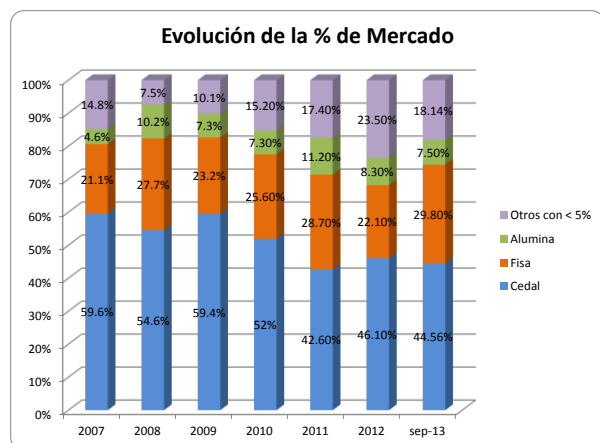
CEDAL cuenta con una amplia red de distribución compuesta por más de 74 puntos de venta y 57 distribuidores exclusivos en 33 ciudades del país. Su red comercial constituye una de las principales ventajas competitivas frente a los demás participantes del mercado.

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.

En los últimos años, nuevos participantes de menor tamaño entraron al mercado de perfilería convirtiéndolo en un segmento altamente competitivo; por ello la participación de CEDAL ha decaído en comparación a los períodos 2007 a 2009. En 2012 la empresa mejoró su posicionamiento, pero en 2013 nuevamente la participación de mercado se contrae. Actualmente CEDAL está operando a plena capacidad, de modo que futuros crecimientos del grupo pasan por



el desarrollo de EXTRULIT, nueva empresa hermana; con quien mantiene crecientes cuentas por cobrar.



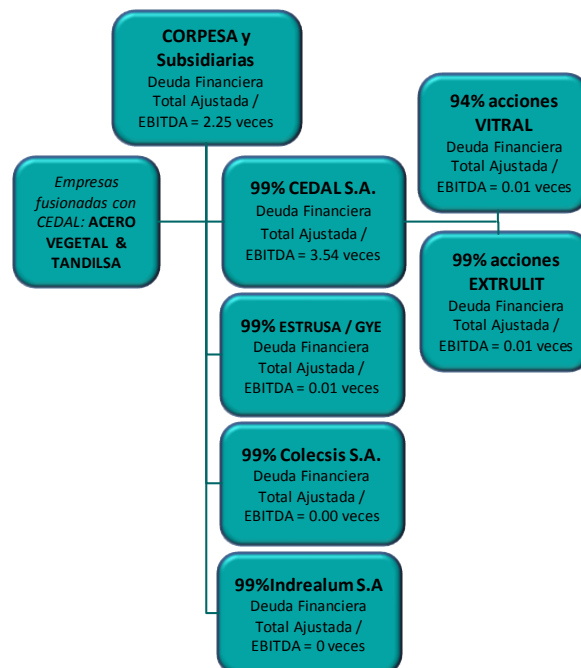
Fuente: CEDAL.
Elaboración: BWR

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.

▪ 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, 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.



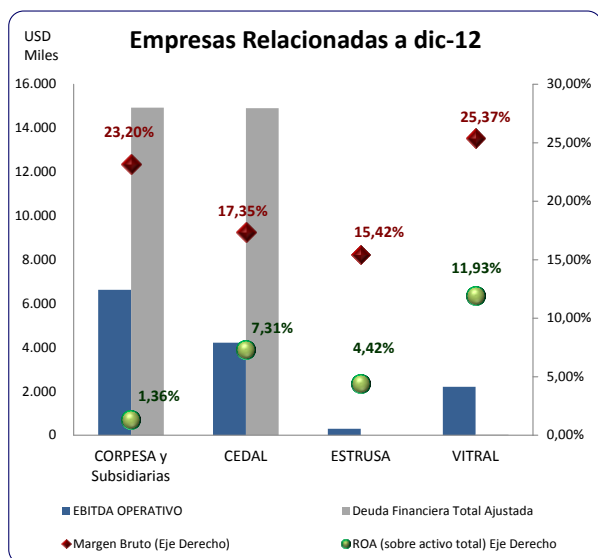
*Información auditada CORPESA y subsidiarias al 31 de diciembre del 2012

- **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. La planta que se levanta 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. Las ventas de CEDAL son superiores las de su subsidiaria, Vitral



como comercializadora se beneficia de márgenes, adecuada rentabilidad y no asume costos de producción; el 100% del inventario de Vitral es suministrado por 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, CORPESA y EXTRULIT 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 han crecido por efecto de la construcción de la planta para EXTRULIT. Actualmente, CEDAL ha limitado la concesión de garantías comerciales a favor de ESTRUSA.

En el caso de EXTRULIT, CEDAL registró una deuda bancaria para la inversión de la planta, luego transferida a esta empresa; además mantiene inversiones en CAPEX terreno y construcciones, para la nueva planta. Este endeudamiento disminuirá a medida que EXTRULIT genere flujos operativos, y se estima sería recuperada en el mediano plazo.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

CEDAL pertenece en un 99.98% a CORPESA, la máxima autoridad de CORPESA es la Presidencia, que la ejerce 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, Perú, Bolivia y Panamá. Es por esto que la empresa entró en una fase de inversión con el fin de ampliar su capacidad de producción.

En el 2012 se concretó la constitución de la empresa EXTRULIT, durante 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 2014.

La Compañía no tiene una política de dividendos definida; para los años 2011, 2012 y 2013 la Junta General resolvió no repartir dividendos. En el 2009 se repartió dividendos por más del 90% de las utilidades del año anterior y en el 2010 por el 25.28% de las mismas. El pago de dividendos en el 2009 fue factible gracias a la coyuntura del mercado que propició mejores niveles de liquidez.

Gobierno Corporativo

Al ser parte de un grupo empresarial, y al tener como principal accionista a la Holding CORPESA, CEDAL está sujeta a una 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 377 empleados, de los cuales el 79% corresponde a obreros, en concordancia con la naturaleza 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; de manera que 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.

Los estados financieros de auditoría externa a dic-12 no revelan contingentes tributarios.

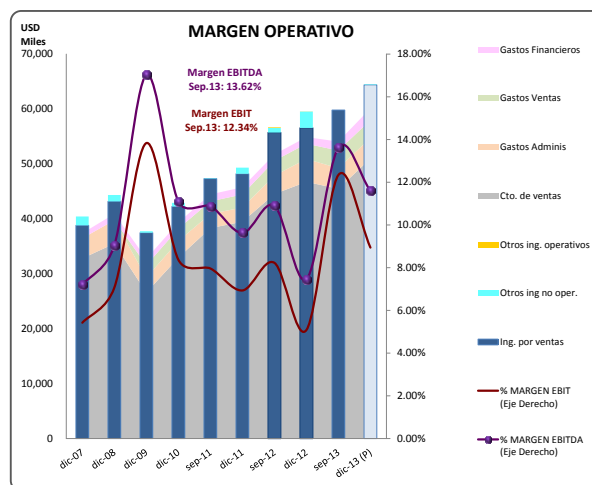
• PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

El presente reporte se realizó en base a los estados financieros individuales de CEDAL S.A. auditados al 31 de diciembre de 2012 e interinos al 30 de septiembre de 2013. Los estados financieros interinos están 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.

Todos los reportes financieros, tanto individuales como consolidados, fueron presentados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), fueron auditados por la firma Grant Thornton D'Brac Ecuador Cia. Ltda., y no presentan observaciones ni salvedades.

▪ GESTIÓN OPERATIVA



Fuente: CEDAL
Elaboración: BWR

A lo largo del año 2013, los niveles de ventas han mantenido una dinámica creciente, aunque a menor ritmo que el observado en 2012. El crecimiento del 5.77% del período obedece a ajustes de precios en los productos que se ofrecen en el mercado ecuatoriano. En volumen las ventas se mantuvieron en el 2013.

El crecimiento en volúmenes se vio limitado por la capacidad instalada de la planta que trabaja al 100%. En el mercado colombiano los precios no pudieron ser ajustados debido al estancamiento del sector de la construcción, lo cual limitó la demanda.

Para el próximo año se espera una recuperación de las ventas, que crecerían en 3% en relación al 2013. Estas expectativas se originan en la recuperación del mercado colombiano y la producción de la nueva planta.

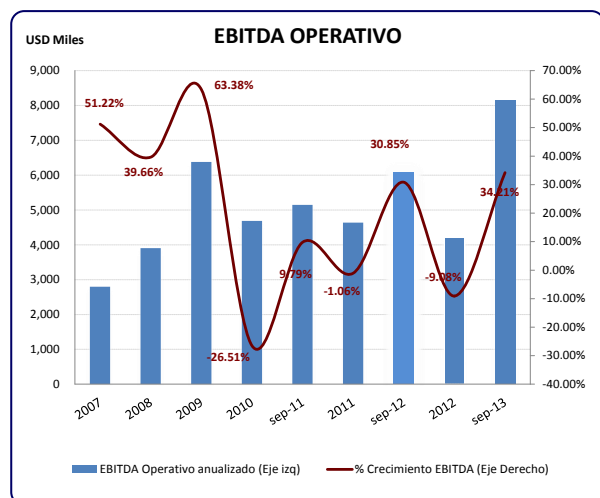
El EBITDA a sep-13, muestra un crecimiento en USD del 34.2% anual principalmente por la recuperación del margen bruto a niveles extraordinarios. Este fue positivamente influenciado por los precios del aluminio que es el insumo principal para la producción de CEDAL. La tendencia en relación al año 2012, se mantendrá hasta finales de año.

El margen bruto se ha visto influenciado históricamente por variaciones en el precio de su principal materia prima; en 2013, la empresa se está beneficiando de un ciclo de estabilidad y precios en la base de la banda. Dicha situación, de acuerdo a proyecciones del sector se mantendría al menos en el primer semestre de 2014. CEDAL ha trabajado sus



presupuestos con un costo de materia prima superior al actual; de modo que el escenario esperado es conservador.

A sep-13, en términos anuales se observa un mayor peso del egreso operativo en relación al ingreso operativo, debido a mayores gastos de comercialización. Por el contrario, frente a dic-12, la estructura operativa de CEDAL es más eficiente; como resultado del aprovechamiento de la red de distribución y el equipo de ventas existentes para el crecimiento de la línea comercial. Hacia finales de 2013, es de esperar un aumento en el gasto administrativo, porque de acuerdo a normas NIIF, parte de las inversiones realizadas para la nueva planta deben ser reconocidas en el estado de resultados de cada período. De acuerdo a CEDAL, la carga operativa en relación a la generación de sus ingresos va a mantenerse entre el 11% y 12% de los ingresos operativos.



*EBITDA Operativo anualizado a mar-2013.

El comportamiento histórico del EBITDA de CEDAL ha sido volátil; como resultado de variaciones en el costo de ventas por la influencia de factores macroeconómicos nacionales o mundiales sobre el precio de la materia prima. 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.

El gasto financiero de CEDAL en relación a los ingresos es alto históricamente debido a que se financian operaciones relacionadas que no generan ingresos en efectivo para el emisor. A septiembre-13, con respecto al año anterior estos gastos aumentan consistentemente con el incremento de deuda financiera.

En el corto plazo las perspectivas de generación de resultados del emisor son estables; el comportamiento del EBITDA y de los resultados netos se sostendrán en los niveles mostrados a septiembre 2013.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

El principal activo de CEDAL, en concordancia con la naturaleza del negocio, corresponde al *activo fijo*, que representa el 31.9% de los activos y comprende la propiedad, planta y equipo, en Latacunga, las instalaciones en Quito y Guayaquil y las nuevas oficinas en Durán. Las inversiones del año corresponden fundamentalmente a terrenos de EXTRULIT, que de acuerdo a la Administración saldrán del balance de la empresa en noviembre.

El segundo activo en importancia es un activo corriente: *inventarios*, el 26.5% del activo total. A sep-13, CEDAL dispone de un elevado inventario, que si bien incrementa los requerimientos de capital, le permite a la empresa disponer de materia prima de costo bajo; CEDAL se abastece regularmente de materia prima para seis meses, a fin de prevenir futuros desabastecimientos de mercado o variaciones al alza en el precio del aluminio.

Forman parte del inventario, materiales y suministros reciclados para la producción de lingotes de aluminio, que constituyen la materia prima 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. Actualmente el inventario rota 3 veces al año.

La *cartera comercial* mantiene una participación estable, representa el 15.8% del activo total; 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.

A sep-13, la cartera de clientes corresponde en su mayoría a operaciones comerciales con terceros no relacionados y en un 33% 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

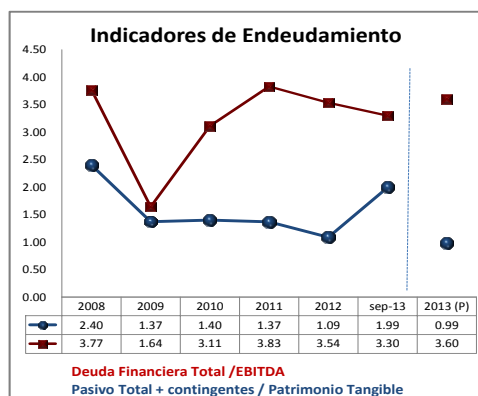


distribuidor y no se pueden generar nuevas facturas a su cargo, de esta manera controlan los niveles de morosidad.

Si bien los días de rotación promedio de los últimos años han sido cercanos a 50 días; en 2013 se observa una tendencia alcista, 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. Los proveedores extranjeros representan el 85% del inventario y el pago es de contado; mientras los proveedores locales (15%) se pagan a los 30 días.

■ 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.

Los niveles de endeudamiento de CEDAL dependen de los requerimientos de financiamiento del ciclo operativo del negocio y de las transferencias a relacionadas. A sep-13, la deuda financiera de la empresa creció 80.3% o USD11.976M respecto de dic-12; dicho comportamiento

se explica fundamentalmente porque alrededor de USD 10M sirvieron para poner en marcha el negocio de EXTRULIT. La diferencia sirvió para financiar las necesidades de capital de trabajo relacionadas al crecimiento del negocio principalmente inventarios y cuentas por cobrar.

Si bien al 31 de Octubre parte de la duda bancaria fue transferida a EXTRULIT, CEDAL respaldará estas obligaciones al menos hasta que la nueva empresa empiece a generar flujos.

Los requerimientos de CAPEX observados en el período corresponden fundamentalmente a nuevos activos fijos para la operación de EXTRULIT; la empresa contempla transferirlos, hacia el cierre de 2013, como un aporte de capital.

A sep-13, y a pesar del crecimiento de la deuda, los indicadores de deuda financiera respecto al EBITDA se mantienen en niveles similares a los de 2012 debido a la mejoría en la generación operativa de la empresa; estos sin embargo se presionan en relación a las expectativas planteadas y al comportamiento observado en el primer trimestre del año. La perspectiva futura contempla al menos mantener esta tendencia para 2014,

Los indicadores de endeudamiento en relación al patrimonio tangible¹ se presionan a sep-13, debido a que en el activo existen cuentas por cobrar a relacionadas por USD 8.4MM, que son la contraparte de las líneas de financiamiento contratadas para EXTRULIT. 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.

Por plazo, la estructura del pasivo de CEDAL tiene fundamentalmente vencimientos de hasta un año (57%); mostrando una mejoría de calce, como resultado de la colocación de una nueva emisión de obligaciones en 2013, en reemplazo de la emisión objeto de este seguimiento, que está cercana al vencimiento.

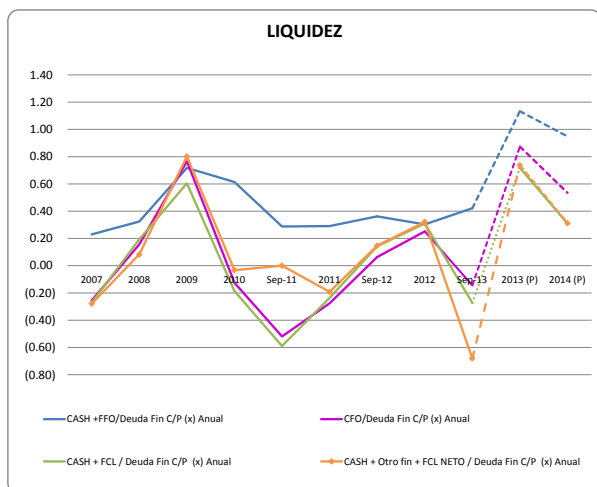
¹ El índice de apalancamiento considera el pasivo total + contingentes / patrimonio tangible.

*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.



La principal fuente de fondeo de la empresa son bancos locales, con los que tiene líneas abiertas con plazos menores a un año, respaldados con garantías reales (prenda de inventario e hipotecario). Históricamente la Empresa ha financiado con pasivos de corto plazo la transferencia de fondos; las cuentas por cobrar a relacionadas, que se recuperan 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 del requerimiento de capital de trabajo. En sep-13, adicional a las necesidades operativas de la empresa, han aumentado las cuentas por cobrar a relacionadas, lo que ha dado lugar a que el indicador de liquidez que incluye “otros financiamientos” esté más presionado.

A la fecha de análisis, el flujo de fondos operativo es positivo, pero no alcanza para cubrir la variación del capital de trabajo del período; dando lugar a un flujo de caja operativo negativo. Adicionalmente la empresa debió financiar las necesidades de inversiones en CAPEX. En el período, el incremento de activos fijos fundamentalmente corresponde a la construcción de la nueva planta para EXTRULIT.

El flujo de caja libre es negativo, evidenciando que la empresa mantiene apretados niveles de liquidez; A futuro, CEDAL continuaría con una liquidez apretada hasta que EXTRULIT empiece a producir y los niveles de ventas del grupo se incrementen, brindándole a la empresa mayores flujos y menores requerimientos para terceros.

■ ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ACTIVOS USD Miles	Sep-13	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	2,139		2,139		2,139
Cuentas por Cobrar Comerciales	10,464		10,464		10,464
Cuentas por Cobrar Relac C/P	9,739		9,739		9,739
Inversiones Temporales	-		-		-
Inventarios	17,496	8,798	8,698		8,698
Impuestos y pagos anticipados	2,393		2,393		2,393
Propiedad, planta y equipo	21,107	6,573	14,535		14,535
Inversiones Empresas Relac.	919		919		919
Activo Diferido	961		961	961	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	-		-		-
Otros Activos	915		915		915
Activos en Litigio	-		-		-
ACTIVO TOTAL	66,133	15,370	50,762	961	49,802
Séptima emisión en circulación					988
Nueva emisión de obligaciones en circulación					11,360.00
Total emisiones en circulación					12,347.50
Cobertura de garantía general emisiones vigentes					4.03

La emisión de obligaciones 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 pignoralados, los activos diferidos, activos intangibles, activos en litigio y derechos fiduciarios en garantía.

A sep-13, el activo susceptible de constituir la garantía general asciende a USD 49.8MM. Esta garantía cubre en 4.03 veces las emisiones vigentes (USD 12,3MM). Esta cobertura corresponde a lo estipulado por la regulación vigente, más 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 Septiembre del 2013 estos indicadores son:



- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible = 1.99 veces.
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = -0.14 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 y una posterior, todas han sido colocadas en su totalidad. La séptima emisión de obligaciones fue por USD 8.000M, a sep-13 se encuentra en su etapa final, con un cupón de capital pendiente. La empresa ha servido sus obligaciones con el mercado de valores en tiempo y forma.

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	dic-12	sep-13
RESULTADOS							
Ventas	43,187	37,475	42,248	48,199	41,785	56,550	44,862
% crecimiento	11.27%	-13.23%	12.74%	14.09%	15.59%	17.33%	5.77%
Costos	(35,497)	(26,572)	(32,940)	(39,479)	(33,389)	(46,739)	(34,097)
% crecimiento	8.25%	-25.14%	23.96%	19.85%	12.77%	18.39%	-2.73%
MARGEN BRUTO (%)	17.81%	29.09%	22.03%	18.09%	20.09%	17.35%	24.00%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	98	0	0
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,904	6,379	4,688	4,638	4,552	4,217	6,109
MARGEN EBITDA (%)	9.04%	17.02%	11.10%	9.62%	10.89%	7.46%	13.62%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,904	6,379	4,688	4,638	4,552	4,217	6,109
MARGEN EBITDAR (%)	9.04%	17.02%	11.10%	9.62%	10.89%	7.46%	13.62%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	853	1,195	1,151	1,296	1,114	1,344	573
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,052	5,184	3,537	3,342	3,438	2,873	5,536
MARGEN EBIT (%)	7.07%	13.83%	8.37%	6.93%	8.23%	5.08%	12.34%
Gasto Financiero del período	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(1,312)	(872)	(1,212)	(1,223)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2.67%	3.17%	2.63%	2.72%	2.08%	2.14%	2.73%
Costo de Financiamiento estimado (** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7.93%	9.32%	8.86%	8.13%	6.69%	7.29%	7.80%
Impuestos a la renta	(560)	(758)	(690)	(643)	(730)	(527)	(1,357)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18%	19%	25%	27%	25%	12%	34%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	33.60%	5.85%	19.69%	40.58%	18.16%	70.48%	0.00%
UTILIDAD NETA	2,409	2,858	1,677	1,291	2,191	3,238	2,688
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5.58%	8.55%	5.03%	3.60%	5.23%	6.57%	5.99%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.36%	15.36%	8.37%	5.92%	12.17%	12.52%	11.88%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7.26%	7.49%	4.20%	2.91%	6.17%	6.65%	6.13%
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	3,305	5,058	3,261
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	2,369	4,323	3,062	3,501	3,305	3,137	3,261
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(455)	2,949	(4,090)	(6,758)	(2,235)	839	(5,271)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,914	7,272	(1,028)	(3,257)	1,070	3,975	(2,010)
Inversión en Activos Fijos	(1,183)	(1,534)	(2,990)	(1,827)	(596)	(1,412)	(2,880)
Otras Inversiones, Neto	114	(33)	61	(519)	(157)	(31)	(264)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	845	5,706	(3,957)	(5,603)	317	2,532	(5,155)
Variación Neta de Deuda Financiera	986	(4,566)	4,113	3,098	(656)	(2,773)	11,976
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	(2,400)	(810)	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	(1,401)	1,925	1,418	1,173	272	184	(6,229)
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	431	665	765	(1,332)	(67)	(57)	592
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)							
EBITDA OPERATIVO	3,989	6,379	4,688	4,638	4,552	4,217	6,109
(-) Gasto Financiero del período	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(1,312)	(872)	(1,212)	(1,223)
(-) Impuesto a la renta del período	(560)	(758)	(690)	(643)	(730)	(527)	(1,357)
(+) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pag)	0	0	0	0	0	1	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,276	4,431	2,887	2,683	2,950	2,478	3,529
(-) Variación Capital de Trabajo	(455)	2,949	(4,090)	(6,758)	(2,235)	839	(5,271)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,822	7,380	(1,203)	(4,075)	715	3,317	(1,742)
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,155	275	652	1,135	624	2,989	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	(306)	(264)	(787)	(269)	(409)	(268)
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP)	(1,063)	(76)	(213)	470	0	(1,921)	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	(2,400)	(810)	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(1,183)	(1,534)	(2,990)	(1,827)	(596)	(1,412)	(2,880)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	732	3,339	(4,828)	(5,084)	474	2,563	(4,891)
(-) Otras Inversiones neto	114	(33)	61	(519)	(157)	(31)	(264)
(-) Otros	0	0	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	845	3,306	(4,767)	(5,603)	317	2,532	(5,155)
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	5.27%	11.82%	6.83%	5.57%	7.04%	4.38%	7.87%
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,989	6,379	4,688	4,638	4,552	4,217	6,109
BALANCE							
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1,518	2,493	3,034	1,605	1,512	1,523	2,114
Activos Totales	38,572	37,709	42,113	46,603	48,147	50,789	66,133
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	11,708	9,642	9,638	14,730	15,055	13,195	16,154
Pasivo financiero Largo Plazo	3,333	833	4,950	2,956	1,975	1,718	10,735
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	15,041	10,475	14,588	17,770	17,114	14,913	26,889
Pasivos con Proveedores	1,310	918	922	1,134	1,058	1,235	1,476
Otros Pasivos	4,401	6,930	5,903	4,782	4,870	5,817	6,255
Pasivos Totales	20,752	18,323	21,413	23,686	23,042	21,965	34,621
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	17,820	19,386	20,699	22,916	25,105	28,824	31,512
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los	8,642	13,360	15,303	17,371	19,853	20,174	17,360
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	9,178	6,026	5,396	5,545	5,252	8,650	14,152
Capitalización ****	32,861	29,861	35,288	40,686	42,219	43,736	58,401
GARANTÍA GENERAL							
Activos Pignorados	978	3,681	5,220	11,855	10,390	10,391	15,370
Activos diferidos	263	462	646	1,040	950	934	961
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	37,332	33,566	36,247	33,708	36,807	39,465	49,802
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	37,332	33,566	36,247	33,708	36,807	39,465	49,802
Emisión de Obligaciones en Circulación	4,167	2,501	7,785	4,963	2,975	3,009	12,347
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	8.96	13.42	4.66	6.79	12.37	13.12	4.03
Límite Legal para Emitir Obligaciones	29,865	26,853	28,998	26,966	29,445	31,572	39,841
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	6.76	11.01	3.96	5.68	10.61	10.24	2.89

* 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+mercados, 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	dic-12	sep-13
INDICADORES FINANCIEROS							
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING							
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.39	5.36	4.22	3.53	5.22	3.48	4.99
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.36	4.07	1.53	2.14	4.54	2.31	2.64
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.46	5.36	4.22	3.53	5.22	3.48	4.99
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2.97	4.72	3.60	3.04	4.38	3.04	3.89
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2.58	7.20	-0.08	-2.10	1.82	3.74	-0.42
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.97	4.72	3.60	3.04	4.38	3.04	3.89
CFO/cargos fijos	2.58	7.20	-0.08	-2.10	1.82	3.74	-0.42
APALANCAMIENTO							
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.77	1.64	3.11	3.83	2.82	3.54	3.30
Deuda Financiera Total AJUSTADA/NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3.39	1.25	2.46	3.49	2.57	3.18	3.04
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6.61	2.36	5.05	6.62	4.35	6.02	5.71
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.46	0.35	0.41	0.44	0.41	0.34	0.46
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.03	0.04	0.08	0.07	0.05	0.07	0.03
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.72	0.57	0.68	0.75	0.74	0.68	0.78
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2.40	1.37	1.40	1.36	1.16	1.09	1.99
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2.40	1.37	1.40	1.37	1.16	1.09	1.99
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1.74	0.78	0.95	1.02	0.86	0.74	1.55
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.00%	99.63%	25.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.78	0.92	0.66	0.83	0.88	0.88	0.60
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.19	0.46	0.30	0.18	0.26	0.19	0.29
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2.73	2.66	1.02	1.34	3.93	1.22	2.07
CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.32	0.72	0.61	0.29	0.36	0.30	0.42
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.16	0.77	-0.12	-0.28	0.06	0.25	-0.14
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	2.19	4.43	-0.42	-2.03	0.95	1.64	-1.02
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.19	0.60	-0.19	-0.24	0.14	0.31	-0.27
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	2.70	3.50	-0.63	-1.73	2.14	2.02	-2.27
CASH + Otro financiamiento + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.08	0.80	-0.03	-0.19	0.15	0.32	-0.68
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,211.22	6,120.02	9,498.74	7,860.97	8,637.71	11,914.06	19,322.71
Liquidez Ácida (x)	0.92	0.76	0.84	0.61	0.75	0.87	1.08
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.39	0.45	0.57	0.46	0.52	0.51	0.55
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.09	1.13	1.08	1.11	1.18	1.38	1.22
Patrimonio / Activo Total (x)	0.46	0.51	0.49	0.49	0.52	0.57	0.48
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	10.11	8.65	8.49	6.84	6.63	6.96	5.55
Días de cuentas por cobrar	35.61	41.60	42.38	52.65	54.32	51.69	64.89
Rotación de inventarios (x)	3.81	2.75	2.81	2.60	3.31	3.25	2.60
Días de inventarios	94.58	130.90	128.00	138.20	108.70	110.68	138.54
Rotación de cuentas por pagar (x)	27.10	28.94	35.73	34.81	42.08	37.84	30.80
Días de cuentas por pagar	13.29	12.44	10.07	10.34	8.56	9.51	11.69
Rotación Capital de Trabajo	4.32	4.34	3.47	5.02	5.15	3.92	2.35
Días de Capital de Trabajo	83.28	82.91	103.81	71.68	69.85	91.77	153.01
Días de Ciclo de Operación	-33.63	-77.15	-56.49	-108.82	-84.62	-61.09	-38.73
Activo corriente / Pasivo corriente	1.57	1.42	1.70	1.43	1.47	1.65	1.84

(x) Índice expresado en número de veces



Ecuador

Entorno Macroeconómico

ANEXO 1

ENTORNO MACROECONÓMICO

DATOS GENERALES

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE (Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%

Fuentes: Analisis Semanal

Fuente Banco Central

Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 días el Gobierno no la contabiliza como tal

** Datos a marzo 2013

* Presupuestp del Estado para 2013

ANTECEDENTE

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la Republica, en año de elecciones, es el nuevo gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecerá en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las

proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

Las manufacturas ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que **La construcción** crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

El petróleo y la refinación, tendrán un componente de 11.3%, del PIB. En el primer semestre del 2013 el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera 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 a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así, que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012, que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

El Mercado Laboral: La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

El salario básico unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

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 mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo en (USD 581 millones). Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.

EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las **petroleras** suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las **exportaciones no petroleras** suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm, (mayo 2013).

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

SECTOR PÚBLICO

El **Presupuesto General del Estado (PGE)** proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinera de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

INGRESOS

	2011	2012	2013 pres	Variacion 2012/2013
TOTAL INGRESOS	18,600	20,405	25,454	24.7%
TRIBUTARIOS	9,426	10,362	12,793	23.5%
PETROLEROS	7,341	8,401	8,690	3.4%
NO TRIBUTARIOS	1,234	1,130	2,946	160.7%
Transf Corrientes	422	89	1,025	1051.0%
Otros, autogestion.	177	423	-	

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

EGRESOS

	2011	2012	2013 presp	Variacion 2012/2013
TOTAL EGRESOS	22,342	24,642	30,515	23.8%
Gasto Corriente	14,966	16,699	19,347	15.9%
- Sueldos	6,519	7,547	7,884	4.5%
- Bienes y servicios	5,396	5,996	8,138	35.7%
- Transferencias y otros gastos	2,312	2,352	2,678	13.9%
Financieros	740	804	647	-19.5%
Gasto de Capital	7,376	7,943	11,168	40.6%

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

Gastos:

El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sean menores, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

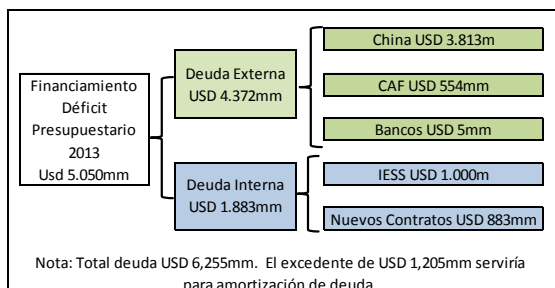
El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de



diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

La **morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a 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 bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

Resultados USD 125 millones.

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

SECTOR PRIVADO

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta 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.

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.



PERSPECTIVAS 2013

Se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

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, no así en los siguientes años.

La paralización de la refinería 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, por factores que afectan el sector como 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.

Fuentes: Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

Elaboración: BWR, julio, 2013.

Corte de información: marzo - junio 2013, proyección a diciembre 2013.