

Ecuador

**CORPORACIÓN ECUATORIANA DE
ALUMINIO S.A. -CEDAL-**

**Emisión de
Obligaciones**

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	A+	Nov-07

DESCRIPCION DE LA EMISION:

Emisor:	Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A.
Monto	USD. 5.000.000
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América
Plazo total del programa	1.080 días
Amortización Capital	Semestral, a partir de los 180 días desde la fecha de emisión de las obligaciones.
Interés:	12 cupones trimestrales pagaderos a partir de los 90 días desde la fecha de emisión.
Tasa:	Pasiva referencial publicada por el BCE, vigente para la semana de emisión más 1.5 puntos porcentuales. Reajustes cada 90 días en base a la TPR del BCE en las fechas de pago.
Garantía:	General.
Destino de la emisión:	Reestructuración de pasivos de corto a largo plazo
Calificadora de riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Oblicorp.
Agente Colocador:	Produvalores.
Agente Pagador:	Prodbanco.
Representante de los Obligacionistas:	Pólit & Pólit Abogados

Contactos

Sebastián Baus 593-2 222-323 sebastian.baus@bankwatchratings.com	Jeanneth Molina 593-2 222-323 jmolina@bankwatchratings.com
Patricia Pinto 593-2 2548-393 pintop@bankwatchratings.com	

Perfil

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A., CEDAL, es una compañía ecuatoriana constituida el 25 de enero de 1974 en Latacunga (Cotopaxi); forma parte de Corporación Empresarial S.A., CORPESA desde 1992. Se dedica a la producción y comercialización de perfiles de aluminio: estructurales y arquitectónicos.

FECHA COMITÉ: Noviembre 16 2007

ESTADOS FINANCIEROS A: Agosto 2007 y Septiembre 2007

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.

www.bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió otorgar la calificación de AA para la emisión descrita; su definición según la Ley de Mercado de Valores es la siguiente:

“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 pertenece y en la economía en general.”

Esta calificación reconoce las fortalezas de la empresa en cuanto a la calidad profesional de su administración y a su experiencia en el mercado de perfiles de aluminio. Así mismo incorpora el posicionamiento de CEDAL como líder en el mercado ecuatoriano y su importante participación en el mercado de Colombia, el cual representa oportunidades de crecimiento para la empresa.

Adicionalmente, la calificación refleja el desempeño histórico positivo de la gestión de CEDAL a pesar de la creciente competencia y del comportamiento del precio del aluminio en los mercados internacionales, factores que presionan el margen bruto del negocio. Los resultados de la empresa antes de participaciones e impuestos muestran resultados crecientes gracias a su destacada gestión de ventas y a la eficiente utilización de sus recursos que logra reducir los gastos de administración y comercialización limitando el efecto negativo del margen. Los resultados de la gestión logran compensar adicionalmente el significativo aumento de los gastos financieros que resulta principalmente del crecimiento de la deuda financiera.

Los activos de CEDAL han aumentado de forma importante durante los últimos años, la capitalización de la empresa que proviene del incremento en el volumen de ventas, del incremento en el costo de la materia prima, y de las inversiones de capital han sido principalmente apalancadas con deuda financiera, lo que hace que los índices de endeudamiento a agosto-07, sean los más altos observados desde el 2004. Así mismo, y dado que el 100% de la deuda es de corto plazo, los índices de liquidez a la fecha son ajustados por lo que el capital de la deuda tendría que ser refinanciado en su totalidad durante este año.

La decisión del comité se fundamentó en la capacidad histórica mostrada por la empresa para refinanciar su deuda de corto plazo y principalmente en que la situación actual tanto de liquidez como de endeudamiento, es coyuntural hasta el primer trimestre del año entrante, cuando la reestructuración de la deuda se concrete y la repotenciación de uno de los procesos productivos comience a dar los frutos esperados en cuanto a una mejor utilización de los inventarios y reducción de costos. Esto implicaría que los requerimientos de capital

de trabajo se reduzcan significativamente. Cabe mencionar que si bien la planta reestructurada comenzará a funcionar en un 100% el primer trimestre del 2008, pruebas piloto ya ejecutadas muestran el cumplimiento de los resultados esperados.

Por otro lado, esta emisión de obligaciones, a más de los resguardos de ley cuenta con resguardos puntuales que protegen al inversionista estableciendo niveles mínimos de liquidez en relación a la deuda de corto plazo y máximos de endeudamiento en relación al patrimonio, durante la vida de la emisión. Adicionalmente existe el compromiso formal de la empresa de mantener los niveles del patrimonio al menos en los niveles actuales.

ANÁLISIS FODA

FORTALEZAS

- Estructura empresarial.
- Líder nacional en el mercado de extrusión, de perfilaría arquitectónica y estructural de aluminio.
- Buen posicionamiento de imagen por su experiencia, calidad y servicio, tanto en el mercado nacional como en Colombia.
- Experiencia y conocimiento del negocio.
- Estrategia comercial y red de distribución
- Sistema ISO 9001:2000 para gestión de calidad.
Estandarización de políticas comerciales a través de los manuales de Distribución y Marca & Imagen

OPORTUNIDADES

- Menores subsidios en la producción china de productos similares.
- Precios competitivos en mercados internacionales, especialmente en Colombia por el diferencial cambiario.
- Tamaño y crecimiento del mercado colombiano, en el que la empresa ya mantiene una participación.

DEBILIDADES

- Estructura de pasivos concentrada en el corto plazo, la misma que en parte financia activos de largo plazo.
- Capacidad productiva cercana al 90%, lo que limita la posibilidad de crecimiento.
- Concentración de toma de decisiones estratégicas de CEDAL y del Grupo.

AMENAZAS

- Sector altamente sensible a la situación macroeconómica y entorno incierto.
- No renovación de las preferencias arancelarias
- Competencia informal que factura sin IVA y no cumple con las normas mínimas en la calidad del producto
- Posible ingreso de nuevos competidores por la represión del sector de la construcción en Estados Unidos
- Falta de fidelidad en la red de distribución
- Mayor competitividad y agresividad de los participantes venezolanos en la comercialización de perfiles en Colombia

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A., CEDAL, es una compañía ecuatoriana constituida el 25 de enero de 1974 en la

ciudad de Latacunga, Provincia de Cotopaxi, con el fin de producir y comercializar perfiles de aluminio: estructurales y arquitectónicos. CEDAL forma parte de Corporación Empresarial S.A., CORPESA desde 1992.

CEDAL inició sus actividades productivas en el año 1976, actualmente tiene una participación del 70% en el mercado nacional; es el líder en la producción y distribución de perfiles de aluminio en el Ecuador.

La empresa cuenta con 48 distribuidores exclusivos, a lo largo del país (en 20 provincias) y un local propio en Guayaquil. El 71% de las ventas se realizan a nivel nacional, y el 29% corresponden a exportaciones.

A partir de 1979 cuenta con presencia comercial en Colombia a través de VITRAL, compañía en la cual CEDAL mantiene 94% de participación. VITRAL posee centros de distribución en las ciudades de Cali y Bogotá y tiene alrededor del 10% del mercado colombiano de perfilaría. Colombia es el destino del 97% de las exportaciones de CEDAL, y el 3% restante corresponde a Puerto Rico, país al que ingresó desde el 2006.

En el año 2006 CEDAL diversifica sus líneas de producto ofreciendo al mercado productos complementarios a la perfilaría de aluminio, como son: vidrio y láminas de aluminio. Desde el 2007 CEDAL es distribuidor de los productos de Sika¹.

A partir del 2007 CEDAL inicia su proceso de Diseño & Innovación a través del desarrollo de nuevos productos como son su Línea Evolución, la misma que está conformada por mamparas, puertas batientes y la puerta corrediza Múltiple.

Al momento CEDAL acaba de certificarse en su sistema de gestión de calidad bajo la norma ISO 9001:2000.

CEDAL es ampliamente reconocida en el mercado nacional y extranjero por la calidad de sus productos, la confiabilidad e integridad de la empresa y su valiosa contribución al desarrollo de la industria del aluminio y la construcción en el Ecuador.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

CEDAL es parte del grupo Corporación Empresarial S.A. (CORPESA). CORPESA, es propietaria de casi el 100% de las acciones de las empresas del grupo excepto Vitral. Las empresas del Grupo son las siguientes:

- Cedal: productora y comercializadora de perfiles de aluminio estructurales y arquitectónicos.
- Vitral (94% propiedad de Cedal): comercialización de productos de aluminio con especialidad en perfiles de uso arquitectónico en Colombia.
- Estrusa: fabricación de productos de carpintería de aluminio (muros cortina, ventanas, puertas, louveres, mamparas, fachadas, revestimientos, graderíos);

¹ Línea comercial de silicón.

CORPORATIVO

soluciones estructurales (estructuras espaciales tridimensionales, estructuras de cubiertas, membranas tensadas, marquesinas, punto fijo, hangares) y productos para exteriores (toldas(os) para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables).

- Tandilsa S.A.: Plantación de Guadúa, en fase de desarrollo.
- Acero Vegetal: producción e industrialización de productos derivados de Guadúa Angustifolia (variedad de bambú) y otras maderas tropicales.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

Como se detalla anteriormente, CORPESA es la empresa del grupo que mantiene la mayoría de acciones de las subsidiarias del grupo. En el caso de CEDAL, esta posee el 99.98% de la propiedad. CORPESA es la holding del grupo, constituida en el Ecuador en el año 1992.

La propiedad CORPESA está en manos de 30 accionistas, entre personas naturales y jurídicas, con participaciones de entre 18.4% y el 0.001%; sin embargo los 4 socios mayoritarios (con una participación superior al 10%) tienen el 65.68% de las acciones, y el resto de la propiedad está atomizada.

La máxima autoridad de CORPESA recae en la Presidencia que la ejerce Bernardo Gómez Calisto. La Vicepresidencia Ejecutiva está a cargo de José Luis Gómez. Adicionalmente la empresa cuenta con un Consejo Consultivo² que asesora a los directivos en la toma de decisiones.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA DE CEDAL

La máxima autoridad de CEDAL, es así mismo el Presidente. Esta posición la ejerce Bernardo Gomez Calisto a quien reporta directamente el Gerente General y representante legal que actualmente es el Sr.Jochen Münch Seitz.

NOMBRE	CARGO	DEPARTAMENTO
GOMEZ CALISTO BERNARDO	PRESIDENTE	QUITO
GOMEZ JOSÉ LUIS	VICEPRESIDENTE EJECUTIVO	QUITO
MÜNCH SEITZ JOCHEN FRANK	GERENTE GENERAL	QUITO
BURBANO FRANCO BECKER MARTIN	GERENTE DE PLANTA	LATACUNGA
CHAPARRO AGUIRRE JOSE PEDRO	GER REGIONAL VENTAS GYE	GUAYAQUIL
CIFUENTES NUNEZ IVAN PATRICIO	GER REGIONAL VENTAS UIO	QUITO

Adicionalmente, CEDAL tiene un Comité Ejecutivo conformado por: Bernardo Gómez, Gustavo Jácome, Jochen Münch y Pablo Calisto.

A ago-07, CEDAL tiene 243 empleados, entre personal de nómina, por horas y a destajo, de estos, el 73.66% son obreros.

² Patricio Peña, Alfredo Arizaga, Mario Burbano, Guillermo Sosa, Hernán Correa y Carlos Proaño.

CORPORATIVO

Consideramos que los administradores principales de CEDAL son ejecutivos profesionales, con amplio conocimiento del mercado y prestigio en los círculos financieros.

La empresa se maneja en base a políticas y estrategias definidas. Condiciones especiales a las que las empresas del grupo pueden acceder, se otorgan con el pronunciamiento del comité ejecutivo.

▪ **RIESGO SECTORIAL**

La industria de la construcción es muy sensible a la situación macroeconómica del país, por su vinculación con la creación de infraestructura básica con fuerte impacto multiplicador en todas las ramas industriales de la economía de un país.

De acuerdo a cifras del BCE, en Ecuador el proceso de dolarización fue positivo para la construcción, con un crecimiento anual sectorial de entre el 2.5% y el 4.85% hasta el año 2006. La construcción a dic-06 representó alrededor del 7.5% de PIB.

En los últimos años, la construcción al igual que la economía ecuatoriana en general mostraba mucho dinamismo; sin embargo al ser un sector susceptible ha ido desacelerándose durante el año en curso, y a jun-07 registra un decrecimiento del -6.7% y es la actividad económica no petrolera con mayor decrecimiento en el Ecuador.

La construcción significa el mercado más grande de la industria del aluminio; se emplea en puertas, cerraduras, ventanas, pantallas, boquillas y canales de desagüe; también es uno de los productos más representativos en la construcción industrial.

El transporte constituye el segundo gran mercado para el aluminio; “aviones comerciales y militares están hechos casi en su totalidad de aluminio, en automóviles, el aluminio aparece en interiores y exteriores como molduras, parrillas, rines, acondicionadores de aire, transmisiones automáticas y algunos radiadores, bloques de motor y paneles de carrocería. Se encuentra también en carrocerías, transporte rápido sobre rieles, ruedas formadas para camiones, vagones, contenedores de carga y señales de carretera, división de carriles y alumbrado. (...) La industria de empaques para alimentos es un mercado en crecimiento rápido.”³

En Ecuador, el segmento de transporte y almacenamiento del PIB se mantiene en crecimiento, aunque a niveles menores a los observados hace un año; por otro lado, el nivel de ventas en el mercado automotor mantiene una dinámica positiva. Del comportamiento de los segmentos que consumen aluminio o sus productos, podría esperarse que la menor demanda en el sector de la construcción, sea al menos en parte, sustituida por la demanda de los otros sectores.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA EN EL SECTOR

³ <http://www.lenntech.com/espanol/tabla-peiodica/Al.htm>

A mayo del 2007, CEDAL tiene una participación del 70% en el mercado local. El fuerte posicionamiento de la empresa ha sido auspiciado por una red exclusiva de distribución a nivel nacional, lo que constituye una ventaja competitiva frente a los otros participantes del mercado. La empresa cuenta con más de 40 distribuidores y más de 60 puntos de venta. Los demás competidores en el mercado de aluminio son: Fisa, Alumina, Lenher, Andesia.

Las ventas de CEDAL se distribuyen de la siguiente manera:

Segmento ecuatoriano de la construcción:	60%
Exportaciones, a Colombia	29%
Otros sectores en Ecuador	10%
Exportaciones Puerto Rico	1%

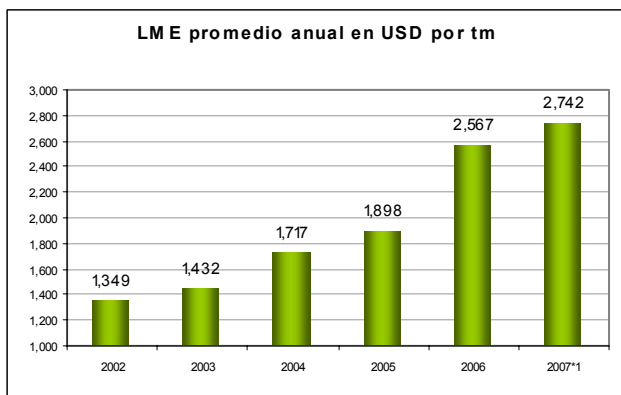
Como se detalla anteriormente, a agosto-07, el 30% de las ventas de CEDAL proviene de exportaciones, fundamentalmente a Colombia. Las ventas en Colombia se realizan a través de Vitral, empresa que mantiene una participación del 10% del mercado colombiano.

El mercado de la construcción colombiano a partir del año 2001 se ha mantenido en crecimiento, con tasas de hasta 16.9%; de acuerdo a las proyecciones del sector, para el 2008 crecería 8.1% y en los años subsiguientes mantendría tasas superiores al 6%.

Con estas consideraciones, CEDAL planea un incremento gradual de la participación en el mercado colombiano, y la apertura a nuevos mercados en el extranjero para reducir la dependencia de las ventas en el mercado ecuatoriano.

MATERIA PRIMA

El aluminio constituye la materia prima principal de la industria. En los últimos años los costos del aluminio se han incrementado sostenidamente como lo muestra el siguiente cuadro:



El grafico señala los incrementos anuales del precio promedio del aluminio primario en el London Metal Exchange (LME). Este incremento entre el 2002 y ago-2007 es de un 103,3%.

La variación del costo de materia prima tiene como consecuencia un incremento proporcional en los inventarios de materia prima, productos en proceso, de productos terminados, y cuentas por cobrar a clientes. Esto se refleja en mayores necesidades de capital de trabajo que en el caso de CEDAL están apalancadas en gran proporción en financiamientos externos.

La materia prima de este sector proviene en su mayoría de 8 países. CEDAL trabaja con tres compañías distintas para la provisión de sus insumos estratégicos (lingotes de aluminio, matrices).

INFORMACIÓN FINANCIERA

Para la presente calificación se han revisado los estados financieros auditados por Ernest & Young de los años 2004, 2005, y 2006 de Corporación Empresarial S.A. CORPESA y Subsidiarias.

El análisis de la situación financiera del emisor (CEDAL) se sustenta en estados financieros auditados por Ernest & Young, de los años 2004, 2005 y 2006, y los estados financieros interinos al 31 de Agosto de 2007.

▪ **GESTIÓN OPERATIVA**

A ago-07, CEDAL tiene ventas por USD 25MM lo que representa un incremento del 23% con respecto al mismo periodo del año anterior.

El margen bruto muestra una tendencia a presionarse desde el 2004, debido al comportamiento del aluminio en los mercados internacionales y a que el incremento del costo no se ha podido trasladar al precio. Debe tomarse en cuenta que el aluminio es el componente más importante del costo de ventas. A agosto-07, el costo de ventas absorbe el 85.7%, de los ingresos por ventas mostrándose creciente respecto de períodos anteriores y generando un margen bruto del 14.3% cuando a diciembre- 2006 fue de 16%. El resultado bruto a agosto-07, en términos nominales, asciende a USD 3.6MM, que representan el 73% del resultado bruto de dic-06; este rubro proyectado a dic-07 es de 5.8MM, lo que representaría un incremento anual del 18% como resultado de mayores volúmenes vendidos.

Los egresos operacionales a la fecha de análisis absorben el 61.8% del margen bruto, mostrando un comportamiento decreciente desde el 2005. Este comportamiento se explica por una gestión continua de optimización de recursos y control del gastos de administración y comercialización que pasan del 9.8% de las ventas en el 2006 al 8.8% en el 2007.

Todo ello da lugar a un resultado operativo positivo de USD 1.4MM, que representa un 86% del resultado operativo del año anterior.

CORPORATIVO

Los egresos no operacionales se incrementaron de 0,8% (2006) al 1,3% (2007), afectados por un aumento en el costo financiero que resulta de mayor endeudamiento principalmente.

Los ingresos no operacionales provienen de inversiones de liquidez y principalmente de los dividendos generados por VITRAL. Estos ingresos se registran el último trimestre del año y representaron al 31.12.06 el 34% de las utilidades antes de impuestos y participaciones. Según las proyecciones del 2007, este rubro representaría el 36% de las utilidades antes de impuestos y participaciones, las mismas que alcanzarían a 2.506M y mostrarían un incremento del 9% con respecto al 2006.

El resultado neto del período es de buena calidad pues se originó fundamentalmente en el giro del negocio de la empresa.

Debe destacarse que pese a la reducción del margen bruto y a mayores gastos financieros, la empresa logra incrementar sus resultados gracias a mayores volúmenes de ventas y a control de gastos administrativos y de comercialización.

De acuerdo a las proyecciones elaboradas por la empresa, el nivel de ventas para 2008, 2009 y 2010 crecería 2.5%, 4.1% y 4.2%, respectivamente. A pesar de las amenazas consideradas en el análisis se considera que las proyecciones son conservadoras, tomando en cuenta los altos niveles de crecimiento histórico y las oportunidades que provienen principalmente de los mercados internacionales

Las proyecciones consideran un ahorro futuro en costos (alrededor de USD 1.3MM anuales), con la operación de una fundidora propia; dicho ahorro daría lugar a una mejoría de 4 puntos en el margen bruto, lo que se traduciría en un menor peso de los gastos operativos sobre dicho resultado y en una utilidad futura superior a USD 2.5MM para el primer año.

• **ESTRUCTURA DEL BALANCE**

Al 31.08.07, CEDAL tiene activos por USD 25.579M, de entre los cuales, inventarios (34.79%), cuentas por cobrar (15.73%), propiedades (11.90%) e inversiones (11.57%) son los rubros de mayor peso.

El financiamiento del activo se hace 33% con patrimonio y 67% con pasivos. Dentro de la estructura de pasivos, el 88.1% (USD15MM) corresponden a deuda financiera de corto plazo.

Entre el 31.12.04 y 31.12.06, el patrimonio de los accionistas crece en 16.50% como consecuencia principalmente de las utilidades alcanzadas en el 2006, las utilidades netas obtenidas en el 2004 y 2005, se distribuyeron como dividendos en un 90%. Al 31.8.07, se observa que las utilidades netas del 2006, se mantienen como reserva facultativa, lo cual junto con las utilidades del período muestran un crecimiento del patrimonio entre 31.12.04 y 31.8.07 del 33%. El fortalecimiento subsecuente del patrimonio dependerá de las políticas de dividendos que se adopten.

Las cuentas de activo que tienen mayores demandas de financiamiento son: cuentas por cobrar e inventarios.

Las cuentas por cobrar provienen fundamentalmente de dos fuentes: comerciales y relacionadas. Las primeras se originan en las ventas de perfilería a distribuidores y cuentan con garantía sobre prenda industrial o hipotecas⁴; dentro de este grupo constan las ventas a Vitral; tienen un plazo teórico de recuperación de alrededor de 60 días aunque en la práctica están en los 30 días. Éste rubro tiene el siguiente comportamiento:

	Dic-04	%	Dic-05	%	Dic-06	%	Ago-07	%
CARTERA POR VENCER:	\$ 1,477	93.9	\$ 2,294	92.0	\$ 2,939	92.3	\$ 3,281	82.2
Vencimiento < 1 año M.N	\$ 1,230	78.2	\$ 1,757	70.5	\$ 2,290	71.9	\$ 2,283	57.2
Vencimiento < 1 año M.E	\$ 247	15.7	\$ 536	21.5	\$ 649	20.4	\$ 997	25.0
CARTERA VENCIDA:	\$ 96	6.1	\$ 199	8.0	\$ 244	7.7	\$ 709	17.8
Veda < 30 d	\$ 78	4.9	\$ 118	4.7	\$ 109	3.4	\$ 418	10.5
Veda < 90 d	\$ -	0.0	\$ 63	2.5	\$ 31	1.0	\$ 122	3.1
Veda. > 90 d*	\$ 18	1.2	\$ 18	0.7	\$ 104	3.3	\$ 168	4.2
CARTERA NON ACCRUAL	\$ -	0.0	\$ -	0.0	\$ -	0.0	\$ -	0.0
TOTAL	\$ 1,573		\$ 2,492		\$ 3,183		\$ 3,989	
Cartera Vencida	\$ 96	6.1	\$ 199	8.0	\$ 244	7.7	\$ 709	17.8

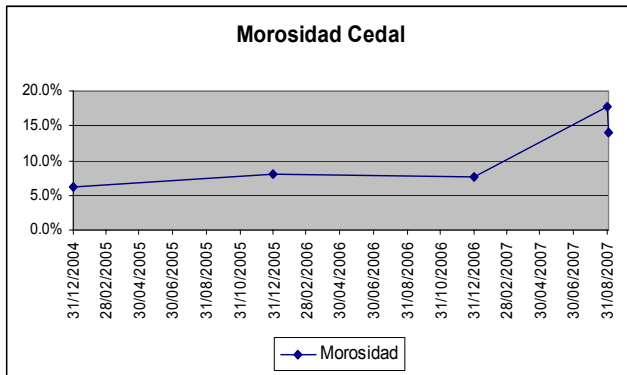
* CARTERA EN RIESGO

CEDAL dispone de políticas comerciales establecidas dentro de sus manuales⁵. Es política de la compañía establecer plazos, cupos y garantías de acuerdo con los requerimientos comerciales de sus distribuidores. Para el manejo de la cartera se dispone de procesos y procedimientos definidos, los mismos que comprenden el cobro de interés sobre facturas vencidas, cierres de despacho y el proceso de calificación de refinanciamientos ocasionales. Cabe destacar que CEDAL dispone de un dispositivo en su sistema por medio del cual una vez vencido el plazo de pago, se bloquea al distribuidor y no se puede generar nuevas facturas a su cargo, de esta manera vigila los niveles de morosidad. La compañía considera que la cartera representa un riesgo cuando está vencida desde los 90 días.

Históricamente los niveles de morosidad de CEDAL han fluctuado entre el 6% y el 8%; pero debido a una operación puntual con una relacionada se observó un crecimiento especial. Se espera que la morosidad regrese a los niveles históricos en el cuarto trimestre del año 2007.

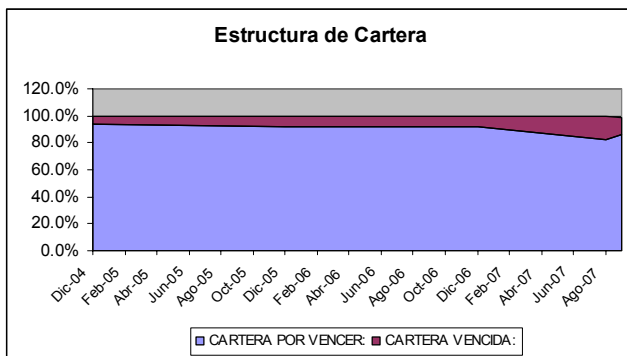
⁴ Para distribuidores y clientes no relacionados.

⁵ Manuales de Distribución y Marca e Imagen.



Si no se toma en cuenta a las compañías relacionadas, la morosidad a septiembre - 07, es de 8.9%.

La cartera de la empresa se divide entre aquella por vencer y vencida; dentro de esta última se contabiliza a la reestructurada.



La cartera por vencer es el principal rubro de cartera, a ago-07 representa el 82.2% de la cartera total. Se observa a ago-07 que la cartera vencida ha incrementado su participación y pasó del 7.7% en dic-06 a 17.8% a ago-07; sin embargo, a sep-07 la participación de cartera por vencer mejora frente a la cartera vencida que fue de 12.6%, mostrando que el deterioro es coyuntural durante este último trimestre, ya que se debe a que la empresa aumentó su financiamiento a un cliente puntual del grupo⁶ el cual cancelará hasta fin de año.

Cabe destacar que históricamente la deuda comercial de relacionadas ha sido el grueso de la cartera vencida; y que las condiciones de dicha endeudamiento cambian coyunturalmente en función de las necesidades del grupo.

La cartera vencida más de 90 días, que para el análisis es considerada como de riesgo, a ago-07 representa el 4.2% de la cartera total. Parte de la deuda de más largo plazo (más de 360 días) se originó en Guayaquil y corresponde a 3 procesos con

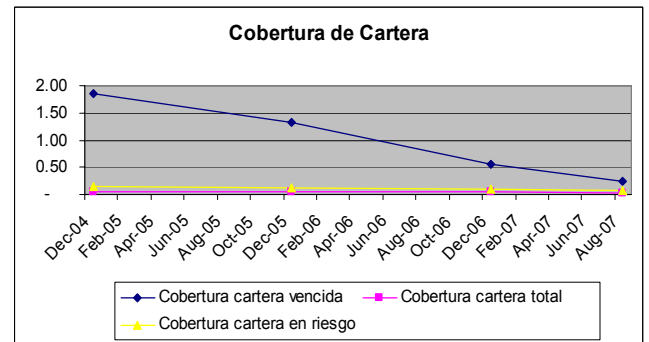
⁶ Ampliaciones de plazo se conceden bajo aprobación del Comité Ejecutivo, y bajo un análisis "caso a caso".

CORPORATIVO

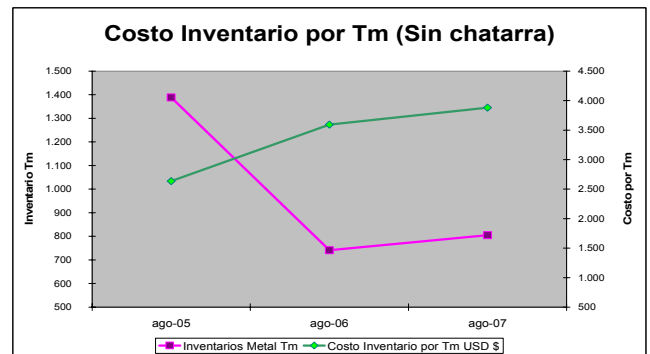
juicio de por medio; cabe destacar que de entre ellos, con el mayor deudor Cedral acordó un cronograma de pagos, por el cual dicha deuda sería saldada hasta el cierre del año 2008.

Por otro lado, existe una cuenta por cobrar con relacionadas, originada en la venta de las acciones de las empresas del grupo a CORPESA en el año 2004, cuya amortización contempla un plazo de 20 años, y que a ago-07 registra un saldo de USD 2.4MM que representa el 50% de la deuda original.

La cobertura vía provisiones para la cartera total se ha mantenido; mientras que la de cartera vencida ha crecido en el tiempo, Cabe destacar que CEDAL realiza el ajuste de provisiones para la cartera total en el mes de diciembre de cada año, por ello de momento este rubro registra el mismo nivel de dic-06.



Los inventarios, dado el giro del negocio –manufactura- tienen un ciclo de transformación de alrededor de 120 días; la rotación de inventarios a ago-07 es de 4 veces. En el período se observa un crecimiento significativo del inventario (60.7%), el mismo que se explica tanto el encarecimiento del aluminio en los mercados internacionales como por el incremento en toneladas vendidas.



El incremento de los costos de materia prima observados en el período de análisis no ha sido transferido en su totalidad al precio, de manera que el peso de inventarios en la estructura financiera de la compañía ha crecido.

ENDEUDAMIENTO

	2004	2005	2006	Ago.07
Solidez (pasivo total/activo total) (%)	41.9	51.3	59.7	66.6
Endeudamiento(pasivo total/patrimonio)*	0.72	1.05	1.48	2.00
Deuda Financiera neta/EBITDA* (años)	0.32	3.23	3.91	5.88
EBITDAR/Deuda Financiera	1.50	0.26	0.21	0.15
EBITDAR/Deuda Financiera + Gto Financiero	1.53	0.27	0.22	0.16
Deuda Financiera/Capitalización (%)	25.69	42.62	53.66	63.97

A partir del año 2005 el nivel de endeudamiento de CEDAL creció, a ago-07 asciende a 2 veces su patrimonio, ello ocurrió debido a los mayores requerimientos de capital de trabajo de la empresa, tanto por aumento del precio de la materia prima, como por la necesidad la empresa de incrementar temporalmente sus inventarios en el segundo semestre de 2007 mientras se instala la nueva fundidora⁷. Adicionalmente, durante el 2005 y el 2006, CEDAL re-potenció sus prensas para mejorar su productividad; y a partir del primer trimestre de 2007, realizó desembolsos para adquirir una fundidora y así reducir sus costos de producción a futuro.

La capitalización de la empresa en el año 2006 y 2007, provino principalmente de deuda financiera al contrario de años anteriores. El cuadro que antecede muestra que mientras en el año 2004, la deuda financiera/capitalización representó el 25.69%, a agosto-07, este indicador es 63.97%.

El 100% de la deuda financiera de la compañía es de de corto plazo y a ago-07 asciende a USD 15.154M.

• **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

OTROS INDICES	2004	2005	2006	Ago.07
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	5,387	3,573	2,559	2,793
Liquidez Acida (x)	1.77	0.98	0.72	0.63
Activos Monetarios (caja + cxc comerciales)/ Pas Corr (x)	0.59	0.43	0.38	0.37
Activo corriente / Pasivo Total (x)	2.03	1.39	1.16	1.10
Patrimonio / Activo Total (x)	0.58	0.49	0.40	0.33
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	17	11	12	8
Días de cuentas por cobrar	22	32	30	44
Rotación de inventarios (x)	8	5	5	4
Días de inventarios	47	66	76	99
Rotación de cuentas por pagar (x)	16	19	25	21
Días de cuentas por pagar	22	19	14	17
Rotación Capital de Trabajo	3	6	10	12
Días de Capital de Trabajo	108	62	35	31
Días de Ciclo de Operación	62	-18	-57	-95

⁷ Cedal debe acumular estos inventarios hasta ene-08, momento en el cual la fundidora inicia operación, y empieza a consumir estos inventarios.

CORPORATIVO

LIQUIDEZ	2004	2005	2006	Ago.07
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (%)	51.87	15.82	16.53	9.44
FFO/intereses del periodo (FFO/interest cover)	-6196.04	-1236.65	-678.85	-386.09
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover)	143037.30	1721.23	349.27	1204.76
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.30	0.20	0.14	0.11
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-30.60	-0.30	-0.09	-0.48
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+leasing periodo (x)	1.50	0.26	0.21	0.15
EBITDAR/D. Finan. CP+ leasing+gasto financiero (x) anual	1.53	0.27	0.22	0.16
EBITDAR/ Porción Corr Deuda LP+ Cuota leasing+Gtos Finan(x)	70.20	15.17	8.53	3.86
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-30.56	-0.27	-0.12	-0.55

La liquidez de CEDAL a ago-07 es apretada, debido a que hay un desfase entre los plazos de activos y pasivos; pues el 100% de la deuda financiera es de corto plazo, pero está financiando activos de mediano y largo plazo; se requiere una reestructuración de sus vencimientos para reducir la presión financiera de la empresa.

La operación de la empresa cubre holgadamente los gastos financieros pero requiere de financiamiento externo para su capital de trabajo y sus inversiones. El flujo de caja operativo es negativo por lo que no tiene capacidad de reducir la deuda financiera durante el 2007 por lo que esta tendrá que ser refinanciada en su totalidad. Según las proyecciones esta situación se revierte en el 2008, año en el cual la situación de liquidez de la empresa se aflojaría de cumplirse los ingresos y los ahorros esperados.

Cabe destacar que la empresa ha probado su capacidad para refinanciar su deuda.

• **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS**

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa.

Según la regulación vigente: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones”.

A ago-07, los activos pignoralos de la empresa suman USD 836M y los diferidos USD631M; con activos totales por USD 25.579M, la cobertura legal para la emisión de obligaciones propuesta sería de 4.82 veces. De acuerdo al estrés realizado por esta calificadora, deduciendo de los activos susceptibles de constituirse en garantía las cuentas por cobrar no comerciales a accionistas y relacionadas sigue siendo de 4 veces.

ACTIVOS	Ago.07	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	1,049		1,049	-	1,049
Inversiones Brutas	380		380	-	380
Cartera Productiva Bruta	4,022		4,022	-	4,022
Inventarios, otras ctas x cob. e inversiones de largo plazo	15,199	539	14,660	-	14,660
Total Activos Productivos	20,651	539	20,112	-	20,112
Fondos Disponibles Improductivos	-		-	-	-
Cartera en Riesgo	-		-	-	-
Activo Fijo	2,992	297	2,696	-	2,696
Valores negociables, pagos anticipados, activos diferidos	2,091		2,091	631	1,460
Total Provisiones	-155		-155	-	-155
Total Activos Improductivos	4,928	297	4,631	631	4,000
Total Activos	25,579	836	24,743	631	24,112

Son activos esenciales para CEDAL, de acuerdo a la resolución de su Junta General de Accionistas: USD 1,5MM en perfiles de aluminio, USD 1MM en lingotes de aluminio y USD 2.5MM en cuentas por cobrar. Dichos montos se reducirán proporcionalmente contra el pago del capital de las obligaciones objeto de la emisión propuesta.

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para la emisión de obligaciones los resguardos de ley. Adicionalmente se compromete a mantener un índice de pasivo sobre activo no superior a 0.60, lo que equivale a un pasivo sobre patrimonio de 1.5 veces; y una relación flujo de caja operativo / deuda de corto plazo, no menor de 0.40.

• **COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION**

Cedal ha participado en el mercado de valores con 6 emisiones anteriores las cuales han sido colocadas con facilidad. La empresa ha cumplido con las condiciones de dichas emisiones en tiempo y forma.

