

Ecuador  
Emisión de  
Obligaciones**CORPORACIÓN ECUATORIANA DE  
ALUMINIO S.A. -CEDAL-****Calificación**

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	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:	Produbanco.
Representante de los Obligacionistas:	Pólit & Pólit Abogados

**Contactos**

Sonia Rodas  
593-2 222-323  
[sonia.rodas@bankwatchratings.com](mailto:sonia.rodas@bankwatchratings.com)

Patricia Pinto  
593-2 2548-393  
[pintop@bankwatchratings.com](mailto: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.

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

Con base en los estados financieros auditados al 31 de Diciembre del 2007 y Estados Financieros directos al 30 de Abril del 2008 y demás información presentada, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de "AA" a 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."**

La decisión se fundamenta en el cumplimiento de las tendencias positivas esperadas para el período en estudio, como también en la confirmación de la posibilidad razonable de que éstas se mantengan en el futuro.

CEDAL mantiene las fortalezas en cuanto a la calidad y experiencia de la administración, así como su posicionamiento como líder en el mercado ecuatoriano, a lo que se suma la importante participación en el mercado de Colombia, que es un mercado en expansión que constituye una fuente de crecimiento para CEDAL.

La gestión del período obtiene resultados positivos en cuanto al crecimiento de ventas a pesar de la creciente competencia y el comportamiento expansivo del precio del aluminio en los mercados internacionales, factores que presionan el margen bruto del negocio hasta Dic-07.

Sin embargo, esta tendencia se revierte a Abril-08 y el margen bruto mejora como resultado de la estrategia de CEDAL de sustituir parte de su materia prima, los lingotes de aluminio por aluminio de igual calidad pero producto la fundición de aluminio reciclado, estrategia que requirió la inversión en la maquinaria correspondiente.

Paralelamente se mantiene el control y optimización de gastos operacionales con lo que se logró mejorar los ingresos operativos netos a Abr-08. Los resultados alcanzados hasta abril 2008 confirman la tendencia positiva esperada tanto en el mejoramiento del margen bruto, de las utilidades netas, como en el nivel de ventas.

**FECHA COMITÉ: 30-Junio-2008****ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2007 y Abril 2008**

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.

Se mantiene una estructura financiera sólida que mejora a Abr-08, tanto por la reestructuración de pasivos, como por la disminución del nivel de endeudamiento.

La reducción del endeudamiento se explica por el pago de una parte de la deuda financiera, que fue posible realizar ya que no se necesitó financiamiento para inventarios por la utilización del stock de Dic-07. A lo que se suma el incremento del patrimonio por las utilidades del período.

Sin embargo, se considera que la empresa mantiene el reto de disminuir consistentemente el nivel de endeudamiento tal como proyecta la empresa, el mismo que a Abr-08 se mantiene en el límite que se comprometió a conservar durante el período de la emisión.

La capacidad de pago de la emisión se fundamenta en la capacidad de generación de flujo operativo positivo que es suficiente para financiar las inversiones realizadas como el pago de parte de la deuda financiera, apoyado con la colocación de la emisión de obligaciones que analizamos.

En el trimestre la capacidad de pago de la deuda de corto plazo mejora sustancialmente y el flujo de caja libre es suficiente para cubrir totalmente sus obligaciones de corto plazo y mejora la cobertura de la deuda financiera total.

La 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. Compromisos que se han cumplido a Abri-08. Adicionalmente, la garantía general cubre adecuadamente la emisión.

## ANÁLISIS FODA

### FORTALEZAS

- Estructura empresarial.
- Líder nacional en el mercado de extrusión, de perfilería 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

- 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 perfilería. 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 perfilería de aluminio, como son: vidrio y láminas de aluminio. Desde el 2007 CEDAL es distribuidor de los productos de Sika<sup>1</sup>.

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 Múltiplex.

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, louvers, mamparas, fachadas, revestimientos, graderíos); 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.

<sup>1</sup> Línea comercial de silicón.

**CORPORATIVO**

- Acero Vegetal: producción e industrialización de productos derivados de Guadúa Angustifolia (variedad de bambú) y otras maderas tropicales.

**ESTRUCTURA ACCIONARIAL**

**CORPORACION EMPRESARIAL S.A. CORPESA**  
 PRINCIPALES ACCIONISTAS

NOMBRE	# ACCIONES	PORCENTAJE
Gómez Calisto Bernardo	36.839	18,42%
Gómez Calisto José Luis	36.832	18,42%
Inversiones ALFA C.A.	31.180	15,59%
Red Lions Worldwide Corporation	26.517	13,26%
Correa Proessel Hernán Jorge	10.316	5,16%
Proaño Paz y Miño Carlos	9.724	4,86%
Burneo Mateus Mará Elena	6.542	3,27%
Inversiones ALFA C.A.	6.124	3,06%
Calisto Cabezas Josefina	5.731	2,87%
Cabaro Cia. Ltda	4.342	2,17%
Inmobiliaria Chavez Salvador Cía. Ltda.	4.342	2,17%
Riofrío Salvador María Eva del Carmen	4.213	2,11%
Calisto Cabezas Genoveva Mariana	2.623	1,31%
Correa Proessel Luis Miguel	2.221	1,11%
Vergara Camacho Carlos Ibsen	2.004	1,00%
Otros con participación menor a 1%	10.450	5,23%
<b>TOTAL</b>	<b>200.000</b>	<b>100,00%</b>

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 diseminada.

La máxima autoridad de CORPESA es 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 Consultivo<sup>2</sup> 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 Gómez Calisto a quien reporta directamente el Gerente General y representante legal que actualmente es el Sr. Jochen Münch Seitz.

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

FUNCIONARIOS DE CEDAL		
NOMBRE	CARGO	DEPARTAMENTO
GOMEZ CALISTO BERNARDO	GERENTE GENERAL	ADMINISTRACION UIO
BURBANO FRANCO BECKER MARTIN	GERENTE DE PLANTA	ADMINISTRACION LTG
CHAPARRO AGUIRRE JOSE PEDRO	GERENTE REGIONAL VENTAS GYE	VENTAS GYE
CIFUENTES NUÑEZ IVAN PATRICIO	GERENTE REGIONAL VENTAS UIO	VENTAS UIO
MUNCH SEITZ JOCHEN FRANK	ASESOR GERENCIA GENERAL	ADMINISTRACION UIO
FREILE ARDIANI GONZALO FEDERICO	EJECUTIVO	ADMINISTRACION UIO

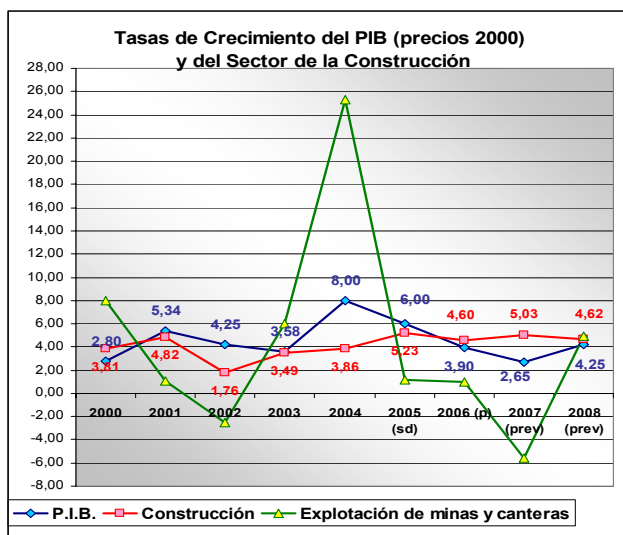
Adicionalmente, CEDAL tiene un Comité Ejecutivo conformado por: Bernardo Gómez, Gustavo Jácome, Jochen Münch y Pablo Calisto.

PERSONAL QUE LABORA EN CEDAL 27-may-08	
DETALLE	CANTIDAD
<b>Número de Personas CEDAL</b>	<b>263</b>
Personal de Nómina	257
Personal a Destajo	6
<b>Número de Funcionarios</b>	<b>6</b>
<b>Número de Empleados</b>	<b>61</b>
<b>Número de Obreros</b>	<b>196</b>
Personal de Nómina	190
Personal a Destajo	6

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 con las 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 5.03% hasta el año 2007. La construcción a Dic-07 representó alrededor del 8.65% de PIB.

En los últimos años, la construcción al igual que la economía ecuatoriana en general mostró tasas de crecimiento cada vez menores en comparación con lo alcanzado en el 2004, debido a la dependencia que la economía tiene del sector petrolero, en el año 2004 se alcanzó un gran crecimiento del PIB petrolero que impulsó el crecimiento del resto de la economía. Sin embargo a partir de entonces la economía ha ido desacelerándose, según las cifras del Banco Central durante el año 2007 se alcanzó un crecimiento del 2.65% y se espera llegar a fines del 2008 con un crecimiento de 4.25%, según las estimaciones oficiales.

El sector de la construcción muestra una tendencia de crecimiento fluctuante en los últimos cuatro años, con tasas superiores a las del PIB, situación que se mantuvo aún en el año anterior a pesar de la disminución que mostró el PIB total, como se aprecia en el gráfico anterior. Para este año se ha proyectado un crecimiento de 4.62% (4.25% para el PIB).

La construcción es 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.

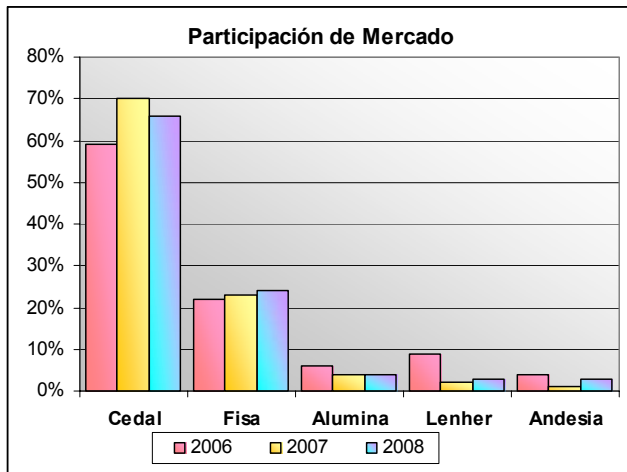
El transporte constituye el segundo gran mercado para el aluminio; “aviones comerciales y militares están hechos casi en su totalidad de aluminio, en automóviles, el aluminio aparece en interiores y exteriores como molduras, parrillas, rines, acondicionadores de aire, transmisiones automáticas y algunos 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.”<sup>3</sup>

En Ecuador, el segmento de transporte y almacenamiento del PIB se mantiene en crecimiento, aunque a niveles menores a los observados en años anteriores; 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.

<sup>3</sup> <http://www.lenntech.com/espanol/tabla-peiodica/A1.htm>

**CORPORATIVO**

**POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA EN EL SECTOR**



A Dic-07, CEDAL tiene una participación del 70% en el mercado local. Para este año la administración adopta una posición conservadora en sus proyecciones de ventas por lo que estima una participación del 66%.

El fuerte posicionamiento de la empresa ha sido sustentado 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%

	Total kilos (ene-dic) 2007		Total kilos (ene-abr) 2008	
Mercado Nacional	5.860.314	72%	2.076.590	71%
Exportaciones	2.324.577	28%	832.849	29%
<b>Total</b>	<b>8.184.891</b>	<b>100%</b>	<b>2.909.438</b>	<b>100%</b>

Exportaciones	Total kilos (ene-dic) 2007		Total kilos (ene-abr) 2008	
<b>Colombia</b>	<b>2.277.438</b>	<b>98%</b>	<b>815.902</b>	<b>1731%</b>
Bogotá	1.599.944	69%	590.896	1254%
Cali	677.494	29%	225.006	477%
<b>Puerto Rico</b>	<b>47.140</b>	<b>2%</b>	<b>16.946</b>	<b>36%</b>
<b>Total</b>	<b>2.324.577</b>	<b>100%</b>	<b>832.849</b>	<b>1767%</b>

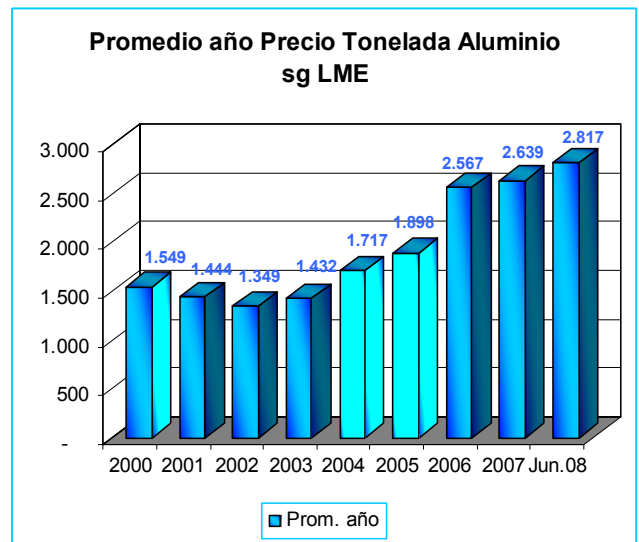
Como se detalla anteriormente, a Dic-07 y Abr-08, el 29% de las ventas de CEDAL proviene de exportaciones, fundamentalmente a Colombia. Las ventas en Colombia se realizan a través de Vitral, empresa que mantiene una participación del 10% del mercado colombiano.

El mercado de la construcción colombiano tiene un crecimiento histórico importante y 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 Jun-08 es de un 82%.

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).

**CORPORATIVO**

## INFORMACIÓN FINANCIERA

Para este seguimiento de la calificación se han revisado los estados financieros auditados por Moore Stephens Auditores del año 2007 de la Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL), y los estados financieros interinos al 30 de Abril del 2008.

### ▪ GESTIÓN OPERATIVA

A Dic-07, CEDAL tiene ventas por USD 38.8MM lo que representó un incremento del 23.2% con respecto al mismo período del año anterior. A Abril-08 presenta ventas por USD 14.12MM que representa el 35.38% de las ventas planificadas para fin del año.

Hasta Dic-07 el margen bruto muestra una tendencia a presionarse desde el 2004, a causa del comportamiento de los precios del aluminio en los mercados internacionales y debido 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 Dic-07 el costo de ventas absorbe el 84.5%, de los ingresos por ventas generando un margen bruto del 15.5%. Sin embargo, esta tendencia se revierte a Abril-08 y alcanza un margen bruto de alrededor del 20%, debido a la estrategia de CEDAL de sustituir parte de su materia prima los lingotes de aluminio por aluminio de igual calidad pero producto la fundición de aluminio reciclado para lo cual realizaron la inversión de la maquinaria correspondiente.

El resultado bruto a Abril-08, en términos nominales, asciende a USD 2.81MM, que representan el 38.81% del resultado bruto esperado para Dic-08 (7.25MM), de mantenerse lo observado se lograría un incremento del 16.42% respecto de lo proyectado y 39.16% respecto de Dic-07.

A Dic-07 los egresos operacionales absorben el 61% del margen bruto (a Abril-08 43.4%) mostrando un comportamiento decreciente desde el 2005. Este comportamiento se explica por una gestión continua de optimización de recursos y control de gastos de administración y comercialización.

Todo ello da lugar a un resultado operativo positivo de USD 2.3MM a Dic-07, y USD1.59MM a Abril-08; que significó un incremento del 46% respecto de Dic-06, esta tendencia se sostiene a Abril-08 y de mantenerse el resto del año se alcanzaría un crecimiento de 103% respecto de Dic-07.

A Dic-07 se contabiliza ingresos no operacionales provienen de incremento del valor patrimonial proporcional de inversiones, que constituye un aporte de rentabilidad que representó el 60.36% de la utilidad neta del año.

Según la política de contabilización de la empresa, este valor se contabiliza únicamente al final del año, ya que parte del mismo obedece a la variación del tipo de cambio que es cambiante a lo largo del año, y a las utilidades generadas en Vitral en el ejercicio

económico. En los Estados financieros interinos no se registra este valor, por lo que en la cifras a Abr-08 no consta este valor. Según estimaciones de Cedal este valor a Abril 2008 alcanzaría a USD 1.087M con lo que se elevan los ingresos no operacionales de la empresa y por tanto la utilidad neta.

A Dic-07 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, y en forma también importante en ingresos no operativos provenientes del incremento de VPP de su empresa Vital de Colombia.

Los resultados a Abril-08 mejoran tanto en términos cualitativos como cualitativos, ya que las utilidades antes de impuestos y participaciones son generadas mayoritariamente en el giro del negocio, y representan el 37.8% de lo alcanzado en el año 2007 (32% de lo proyectado para final de año) de mantenerse este comportamiento se alcanzaría un incremento de 21.2% respecto de las utilidades antes de impuestos y participaciones del 2007.

Si se incorpora el incremento del VPP de las inversiones en acciones de Vitral estimado por la empresa a Abr-08, las utilidades antes de impuestos alcanzadas a Abr-08 representan el 79.9% de las contabilizadas a Dic-07.

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 asumidas 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.

Los resultados alcanzados hasta abril 2008 confirman la tendencia positiva esperada tanto en el mejoramiento del margen bruto, de las utilidades netas como en el nivel de ventas.

### • ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al 31.12.07, CEDAL tiene activos por USD 27.623M, y los principales activos son inventarios (34.5%), cuentas por cobrar (12.64%), propiedades (13.3%) e inversiones (10.48%). Con saldos a Abril-08 los activos llegan a USD 29.630M y se reduce la participación de los inventarios a 28.79% y en se eleva aunque en menor proporción la de Cuentas por Cobrar a 14.8%, en general el activo corriente disminuye frente al incremento ligeramente mayo de activos fijos por lo que el activo corriente elevó su participación de 31% (Dic-07) a 33%.

## CORPORATIVO

El financiamiento del activo se hace 36% con patrimonio y 64% con pasivos. La estructura de financiamiento mejora en Abril-08 ya que la participación del patrimonio se fortalece por la transferencia de las utilidades del año 2007 a reservas facultativas, y por las utilidades del período. El fortalecimiento subsecuente del patrimonio dependerá de las políticas de dividendos que se adopten. A la fecha no tenemos la decisión al respecto sobre las utilidades del 2007.

Dentro de la estructura de pasivos se advierte una mejora por la reorganización que permitió la colocación de la emisión por lo que el pasivo de corto plazo que a Dic-07 representó el 95.1% a Abril se reduce a 74.2%, dentro del cual el 48.1% (USD7.908M) corresponden a deuda financiera de corto plazo (79.5% a Dic-07).

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

**Las cuentas por cobrar** se corresponden a cuentas comerciales y relacionadas. Las primeras se originan en las ventas de perfilería a distribuidores y cuentan con garantía sobre prenda industrial o hipotecas<sup>4</sup>; 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.

CEDAL dispone de políticas comerciales establecidas dentro de sus manuales<sup>5</sup>. 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 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.

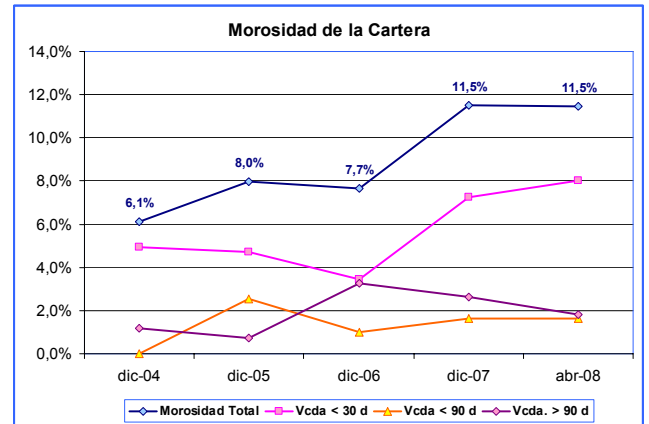
Históricamente los niveles de morosidad de CEDAL han fluctuado entre el 6% y el 8%; pero debido a una operación puntual con una relacionada se observó un crecimiento especial. Sin embargo, a abr-08 se mantiene aún una mayor morosidad que la histórica.

TOTAL CARTERA	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	abr-08
NACIONAL	1.326	1.956	2.534	3.075	3.310
EXPORTACIONES	247	536	649	363	896
<b>Total Cartera</b>	<b>1.573</b>	<b>2.492</b>	<b>3.183</b>	<b>3.438</b>	<b>4.206</b>
<b>Cartera Vencida USD M</b>	<b>96,0</b>	<b>198,5</b>	<b>244,4</b>	<b>395,3</b>	<b>482,2</b>
Vcda < 30 d	77,8	117,6	109,2	249,8	337,8
Vcda < 90 d	0,0	62,9	31,1	55,5	68,3
Vcda. > 90 d	18,3	18,1	104,2	90,0	76,1
MOROSIDAD	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	abr-08
<b>Morosidad Total</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,7%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>
Vcda < 30 d	4,9%	4,7%	3,4%	7,3%	8,0%
Vcda < 90 d	0,0%	2,5%	1,0%	1,6%	1,6%
Vcda. > 90 d	1,2%	0,7%	3,3%	2,6%	1,8%

<sup>4</sup> Para distribuidores y clientes no relacionados.

<sup>5</sup> Manuales de Distribución y Marca e Imagen.

**CORPORATIVO**



**Los inventarios**, los días de inventarios a Dic-07 es de 106. A Dic-07 se presentó un crecimiento significativo del inventario (34.5% anual), el mismo que se explica tanto por el encarecimiento del aluminio en los mercados internacionales como por el incremento en toneladas vendidas. A lo que se suma la estrategia de la empresa de proveerse para el siguiente período.

Los días de capital de trabajo a Dic-07 con 24 y los días de proveedores son de 41, en tanto que los días de clientes son 47 y los de inventarios 106. Por lo que dado el giro del negocio y la estructura de financiamiento concentrada en el corto plazo. La empresa tiene un ciclo del negocio negativo de alrededor de -106 (Dic-07) días; situación que mejora sustancialmente a Abril-08 debido a la reestructuración del pasivo que se produce por la emisión de obligaciones de largo plazo (3 años), donde el ciclo del negocio es de -27 días, es decir el negocio necesita ahora únicamente un financiamiento de corto plazo.

Esta tendencia podría sostenerse adicionalmente, por el cambio en los costos de producción derivados de la utilización de la fundidora.

**ENDEUDAMIENTO**

	dic-05	dic-06	dic-07	abr-08
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)	15,17	8,53	2,82	4,14
Deuda Financiera Total /EBITDA o EBITDAR(x) Anual	3,84	4,68	5,41	2,01
Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,23	3,91	4,85	1,81
Deuda Financiera Total / FFO (x)	5,12	6,90	10,57	2,66
(FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera total	-41%	-24%	-38%	85%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	42,62%	53,86%	58,58%	50,34%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,00%	0,00%	0,51%	0,55%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	70,46%	78,05%	79,47%	68,37%
ENDEUDAMIENTO Pasivo Tot.NO ajust.leasing/ Patrimonio (x)	1,05	1,48	1,78	1,48
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	1,05	1,50	1,88	1,55
SOLIDEZ (Pasivo Tot. / Activo Tot.) (%)	51,3%	59,7%	64,0%	59,7%

A partir del año 2005 el nivel de endeudamiento de CEDAL creció, a Dic-07 llegó a 1.78 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 fundidora6. 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.

Según las cifras de Abril del 2008 no requirió financiamiento de inventarios por el contrario se utilizó el stock alcanzado a Dic-07, y se fortaleció el patrimonio, razones que indujeron un mejoramiento de la posición de endeudamiento de la empresa, y bajan los índices de endeudamiento.

La capitalización de la empresa en los primeros cuatro meses del 2008 se redujo en términos absolutos debido a la reducción de la deuda financiera que no fue compensada totalmente con el incremento del patrimonio. Como se puede ver en las cifras del cuadro anterior la relación deuda financiera/capitalización representó se redujo de 58.58% a 50.34%.

• **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

LIQUIDEZ	dic-05	dic-06	dic-07	abr-08
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a lea)	100%	100%	100%	70%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluy	15,82%	16,53%	10,34%	14,37%
FFO/intereses del período (FFO/interest cover)	1237%	679%	244%	414%
CFO/intereses del período (CFO/interest cover)	-1721%	-306%	-585%	867%
FFO/cargos fijos(intereses período+cuota leasing)	1237%	679%	244%	414%
CFO/cargos fijos	-1721%	-306%	-585%	867%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,20	0,14	0,09	0,54
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,30	-0,08	-0,38	1,48
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del	0,26	0,21	0,18	0,71
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del	0,26	0,21	0,17	0,60
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gas	15,17	8,53	2,82	1,85
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anu	-0,41	-0,24	-0,38	1,20

A Dic-07 la liquidez de CEDAL se mantuvo con restricciones debido a la concentración de obligaciones en el corto plazo, existe 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 requirió la reestructuración de sus vencimientos para reducir la presión financiera de la empresa.

Sin embargo, a Abril 2008 la liquidez mejora de forma importante debido a la reestructuración del pasivo que se produjo con la colocación de la emisión de obligaciones en el mercado de valores una parte de la cual tiene un plazo mayor. A lo que se suma la generación de flujo de caja operativo positivo que fortalece su capacidad de pago de corto plazo, y la capacidad de pago de la

<sup>6</sup> Cedal debe acumular estos inventarios hasta ene-08, momento en el cual la fundidora inicia operación, y empieza a consumir estos inventarios.

deuda de corto plazo pasa de un déficit de -38:1 a 1.48:1. El flujo de caja libre es suficiente para cubrir sus obligaciones de corto plazo, el indicador pasa de -0.38:1 a 1.20:1.

De igual forma, la capacidad de pago de la deuda financiera total mejora entre Dic-07 y Abril 2008, la relación Flujo de Caja libre / Deuda Financiera Total pasa de -38% a 85%.

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”.

ACTIVOS	abr-08	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	1.136		1.136	-	1.136
Inversiones Brutas	-		-	-	-
Cartera Productiva Bruta	3.756		3.756	-	3.756
Inventarios, otras ctas x cob. e inversiones de largo plazo	16.171	680	15.491	-	15.491
<b>Total Activos Productivos</b>	<b>21.063</b>	<b>680</b>	<b>20.383</b>	-	<b>20.383</b>
Fondos Disponibles Improductivos	-		-	-	-
Cartera en Riesgo	482		482	-	482
Activo Fijo	4.254	298	3.956	-	3.956
Valores negociables, pagos anticipados, activos diferidos	1.905		1.905	452	1.453
Total Provisiones	-171		-171	-	-171
<b>Total Activos Improductivos</b>	<b>6.470</b>	<b>298</b>	<b>6.172</b>	<b>452</b>	<b>5.720</b>
<b>Total Activos</b>	<b>27.533</b>	<b>978</b>	<b>26.555</b>	<b>452</b>	<b>26.103</b>

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.

Los activos que constituyen al garantía general ascienden a USD 26.103M con cifras a Abr-08, y la emisión en circulación es de USD 5.000M y representa el 19.15% de los activos que constituyen la garantía general de la empresa, por lo tanto la garantía general cubre adecuadamente la emisión en los términos exigidos por la ley.



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.

Con cifras a Abr-08 estos indicadores están dentro de los límites establecidos:

- Pasivo Total / Activo Total = 64% A Dic-07 y 59.7% a Abril-08
- Flujo de Fondos Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0.09 a Dic-07 y 0.54 a Abr-08.

### • **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.

Esta emisión fue colocada en su totalidad el día 27 de febrero del 2008, a la fecha ha cumplido con el pago del primer cupón de intereses el 27 de mayo del 2008. El próximo cupón de intereses y el primero de capital se cancelarán el 25 de agosto.

EMPRESA: Cedal Quito, ECUADOR					PROYECTADOS			
	dic-05	dic-06	dic-07	abr-08	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10
<b>RESULTADOS</b>								
Ventas	25.400	31.511	38.812	14.120	38.947	39.904	41.549	43.312
% crecimiento	14,8%	24,1%	23,2%	9,1%	23,6%	2,5%	4,1%	4,2%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	<b>17,76%</b>	<b>15,59%</b>	<b>15,51%</b>	<b>19,91%</b>	<b>14,96%</b>	<b>18,16%</b>	<b>18,18%</b>	<b>18,32%</b>
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos p</b>	<b>1.360</b>	<b>1.849</b>	<b>2.598</b>	<b>1.860</b>	<b>3.277</b>	<b>4.981</b>	<b>5.645</b>	<b>6.361</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>13,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,7%</b>
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos  </b>	<b>1.360</b>	<b>1.849</b>	<b>2.598</b>	<b>1.860</b>	<b>3.277</b>	<b>4.981</b>	<b>5.645</b>	<b>6.361</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>13,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,7%</b>
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las q	492	512	493	270	1.253	1.937	2.379	2.822
<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación emp</b>	<b>867</b>	<b>1.337</b>	<b>2.105</b>	<b>1.591</b>	<b>2.024</b>	<b>3.044</b>	<b>3.266</b>	<b>3.539</b>
Gasto Financiero del período	-90	-217	-920	-450	-791	-647	-428	-140
Impuestos a la renta	-251	-377	-348	0	-207	-599	-709	-850
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pas	2,4%	3,1%	8,1%	3,6%	7,9%	6,4%	4,6%	3,1%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>1.330</b>	<b>1.655</b>	<b>2.457</b>	<b>1.154</b>	<b>1.923</b>	<b>2.598</b>	<b>2.978</b>	<b>3.449</b>
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	19,8%	22,8%	28,2%	32,9%	22,8%	24,7%	22,9%	21,7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10,4%	10,0%	10,6%	12,6%	8,5%	9,8%	16,1%	11,9%
<b>FLUJO DE CAJA</b>								
<b>Resultado Neto</b> de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Pr	<b>1.822</b>	<b>2.166</b>	<b>1.467</b>	<b>1.424</b>	<b>3.176</b>	<b>4.535</b>	<b>5.357</b>	<b>6.271</b>
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capit	-2.561	-1.919	-6.712	2.489	-2.805	-136	-1.302	-813
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egre:</b>	<b>-739</b>	<b>248</b>	<b>-5.245</b>	<b>3.913</b>	<b>371</b>	<b>4.398</b>	<b>4.055</b>	<b>5.458</b>
Inversión en Activos Fijos	-664	-1.161	-1.557	-738	-2.750	-1.901	-3.852	-4.283
Otras Inversiones, Neto	-2.199	-868	1.048	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(inclu</b>	<b>-3.603</b>	<b>-1.781</b>	<b>-5.754</b>	<b>3.176</b>	<b>-2.378</b>	<b>2.498</b>	<b>203</b>	<b>1.175</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	2.996	3.444	5.395	-2.813	2.673	-2.321	548	-652
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-728	-1.197	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	861	-88	379	-298	563	613	370	830
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período</b>	<b>-474</b>	<b>379</b>	<b>20</b>	<b>64</b>	<b>857</b>	<b>789</b>	<b>1.121</b>	<b>1.353</b>
<b>Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH</b>								
EBITDA OPERATIVO	1.360	1.849	2.598	1.860	3.277	4.981	5.645	6.361
(-) Gasto Financiero del período	-90	-217	-920	-450	-791	-647	-428	-140
(-) Impuesto a la renta del período	-251	-377	-348	0	-207	-599	-709	-850
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso ma	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operation</b>	<b>1.019</b>	<b>1.255</b>	<b>1.330</b>	<b>1.411</b>	<b>2.279</b>	<b>3.735</b>	<b>4.507</b>	<b>5.371</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-2.561	-1.919	-6.712	2.489	-2.805	-136	-1.302	-813
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-1.543</b>	<b>-664</b>	<b>-5.382</b>	<b>3.900</b>	<b>-526</b>	<b>3.598</b>	<b>3.205</b>	<b>4.558</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	803	911	1.621	13	897	800	850	900
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-728	-1.197	0	0	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-664	-1.161	-1.557	-738	-2.750	-1.901	-3.852	-4.283
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-2.131</b>	<b>-2.110</b>	<b>-5.319</b>	<b>3.176</b>	<b>-2.378</b>	<b>2.498</b>	<b>203</b>	<b>1.175</b>
<b>FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)</b>	<b>4,01%</b>	<b>3,98%</b>	<b>3,43%</b>	<b>9,99%</b>	<b>5,85%</b>	<b>9,36%</b>	<b>10,85%</b>	<b>12,40%</b>
cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos a	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PER</b>	<b>1.360</b>	<b>1.849</b>	<b>2.598</b>	<b>1.860</b>	<b>3.277</b>	<b>4.981</b>	<b>5.645</b>	<b>6.361</b>
<b>BALANCE</b>								
Caja e Inversiones Corrientes	825	1.432	1.453	1.137	1.106	964	934	1.136
<b>Activos Totales</b>	<b>14.423</b>	<b>18.575</b>	<b>27.523</b>	<b>27.532</b>	<b>26.429</b>	<b>26.801</b>	<b>28.579</b>	<b>29.630</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	5.216	8.660	14.055	7.908	6.333	5.678	7.892	8.909
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	3.333	5.000	3.334	1.668	0
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	5.216	8.660	14.055	11.242	11.333	9.012	9.560	8.909
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>7.021</b>	<b>7.479</b>	<b>9.936</b>	<b>11.090</b>	<b>9.401</b>	<b>11.673</b>	<b>14.351</b>	<b>17.500</b>
<b>Capitalización ****</b>	<b>12.237</b>	<b>16.139</b>	<b>23.991</b>	<b>22.332</b>	<b>20.734</b>	<b>20.685</b>	<b>23.911</b>	<b>26.409</b>
<b>pasivos contingente</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>ACTIVO PIGNORADO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>836</b>	<b>978</b>	<b>836</b>	<b>836</b>	<b>836</b>	<b>836</b>
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado- sumar	0	93	541	452	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	<b>14.423</b>	<b>18.481</b>	<b>26.247</b>	<b>26.102</b>	<b>25.594</b>	<b>25.966</b>	<b>27.743</b>	<b>28.795</b>
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	5.000	<b>5.000</b>	5.000	3.334	1.668	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	#iDIV/0!	#iDIV/0!	5	5	5	8	17	#iDIV/0!
Límite Legal para Emitir Obligaciones	<b>11.539</b>	<b>14.785</b>	<b>20.997</b>	<b>20.881</b>	<b>20.475</b>	<b>20.773</b>	<b>22.194</b>	<b>23.036</b>

**CORPORATIVO**

INDICADORES FINANCIEROS	dic-05	dic-06	dic-07	abr-08	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15,17	8,53	2,82	4,14	4,14	7,70	13,19	45,37
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período	7,76	3,17	1,13	2,50	0,67	4,76	4,19	14,82
<b>EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)</b>	15,17	8,53	2,82	4,14	-4,14	-7,70	-13,19	-45,37
<b>Deuda Financiera Total /EBITDA o EBITDAR(x) Anual</b>	3,84	4,68	5,41	2,01	3,46	1,81	1,69	1,40
Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,23	3,91	4,85	1,81	3,12	1,62	1,53	1,22
<b>Deuda Financiera Total / FFO (x)</b>	5,12	6,90	10,57	2,66	4,97	2,41	2,12	1,66
<b>(FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera total</b>	-41%	-24%	-38%	85%	-21%	28%	2%	13%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	42,62%	53,66%	58,58%	50,34%	54,66%	43,57%	39,98%	33,73%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,00%	0,00%	0,51%	0,55%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	70,46%	78,05%	79,47%	68,37%	66,55%	59,57%	67,20%	73,44%
ENDEUDAMIENTO Pasivo Tot.NO ajust.leasing/ Patrimonio	1,05	1,48	1,78	1,48	1,81	1,30	0,99	0,69
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	1,05	1,50	1,88	1,55	1,81	1,30	0,99	0,69
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1,05	1,48	1,78	1,48	1,81	1,30	0,99	0,69
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	1,05	1,50	1,88	1,55	1,81	1,30	0,99	0,69
SOLIDEZ (Pasivo Tot. / Activo Tot.) (%)	51,3%	59,7%	64,0%	59,7%	64,4%	56,4%	49,8%	40,9%
<b>LIQUIDEZ</b>	<b>dic-05</b>	<b>dic-06</b>	<b>dic-07</b>	<b>abr-08</b>	<b>dic-07</b>	<b>dic-08</b>	<b>dic-09</b>	<b>dic-10</b>
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a lea	100%	100%	100%	70%	55,88%	63,00%	82,55%	100,00%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluy	15,82%	16,53%	10,34%	14,37%	17,47%	16,98%	11,84%	12,76%
<b>FFO/intereses del período (FFO/interest cover)</b>	1237%	679%	244%	414%	-388,16%	-677,36%	-1153,22%	-3930,58%
<b>CFO/intereses del período (CFO/interest cover)</b>	-1721%	-306%	-585%	867%	66,48%	-556,31%	-749,00%	-3250,63%
<b>FFO/cargos fijos(intereses período+cuota leasing)</b>	1237%	679%	244%	414%	-388,16%	-677,36%	-1153,22%	-3930,58%
<b>CFO/cargos fijos</b>	-1721%	-306%	-585%	867%	-66,48%	556,31%	749,00%	3250,63%
<b>FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0,20	0,14	0,09	0,54	0,36	0,66	0,57	0,60
<b>CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	-0,30	-0,08	-0,38	1,48	-0,08	0,63	0,41	0,51
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del	0,26	0,21	0,18	0,71	0,52	0,88	0,72	0,71
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del	0,26	0,21	0,17	0,60	0,59	0,99	0,76	0,73
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gas	15,17	8,53	2,82	1,85	4,14	7,70	13,19	45,37
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anu	-0,41	-0,24	-0,38	1,20	-0,38	0,44	0,03	0,13
<b>OTROS INDICES</b>	<b>dic-05</b>	<b>dic-06</b>	<b>dic-07</b>	<b>abr-08</b>	<b>dic-07</b>	<b>dic-08</b>	<b>dic-09</b>	<b>dic-10</b>
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.573	2.559	2.164	6.186	5.312	9.712	6.857	4.377
Liquidez Acida (x)	0,98	0,72	0,56	0,86	0,72	1,13	0,80	0,66
Act.Monet.(caja y equiv.+ cxc comerc.)/ Pasivo Corr.(x)	0,43	0,38	0,29	0,43	0,42	0,74	0,55	0,52
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,39	1,16	1,07	1,12	0,97	1,10	1,14	1,23
Patrimonio / Activo Total (x)	0,49	0,40	0,36	0,40	0,36	0,44	0,50	0,59
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11	12	8	8	10	9	9	9
Días de cuentas por cobrar	32	30	47	47	35	39	38	39
Rotación de inventarios (x)	5	5	3	4	4	4	4	4
Días de inventarios	66	76	106	86	94	99	94	82
Rotación de cuentas por pagar (x)	19	25	15	9	8	6	10	20
Días de cuentas por pagar	19	14	23	41	44	56	36	18
Rotación Capital de Trabajo	6	10	15	5	6	3	5	8
Días de Capital de Trabajo	62	35	24	66	58	107	73	45
Días de Ciclo de Operación	-18	-57	-106	-27	-28	25	-24	-59
Costo de Ventas/Obligaciones Financieras Promedio	562	383	246	89	269	321	366	383

(x) Índice expresado en número de veces

\* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

\*\* Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

\*\*\*\* Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.