

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 Emitido	USD. 5.000.000
Monto en Circulación	USD. 3.334.000
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

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: Febrero-2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 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.

www.bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros interinos al 31 de diciembre 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 en tiempo y forma de los pagos a los inversionistas y en el desempeño positivo de la empresa en los principales aspectos de su gestión en relación con sus niveles históricos. Se mantiene la tendencia positiva esperada para el período en estudio, y se considera razonable la posibilidad de que ésta se mantenga en el futuro. Debe señalarse sin embargo, que no se logró alcanzar los niveles planificados inicialmente en cuanto a los niveles de liquidez y de endeudamiento.

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. Además, los factores internacionales incidieron en la disminución del costo del aluminio lo que junto con la estrategia de sustituir una parte de la materia prima (los lingotes de aluminio por aluminio de igual calidad pero producto de la fundición de aluminio reciclado) implicaron un mejoramiento del margen bruto del negocio hasta Dic-08, especialmente en el segundo semestre. Esta situación positiva se espera que se mantenga en el corto y mediano plazo.

La estructura financiera mejora debido a la reducción de pasivos y la reestructuración de la deuda de corto a largo plazo a través de la emisión. Contribuye también el crecimiento del patrimonio por las utilidades del período.

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 adicional para inventarios. Se esperaba

que la necesidad de financiamiento de inventarios se mantenga mientras no incremente el costo del aluminio en los mercados.

Pese a lo anterior, consideramos que CEDAL mantiene el reto de disminuir consistentemente el nivel de endeudamiento frente a su patrimonio, tal como proyecta la empresa. Este indicador (pasivos/patrimonio) a Dic-08 se mantiene en el límite que se comprometió a conservar durante el período de la emisión.

Sin embargo, es necesario señalar que existen cuentas por cobrar con empresas del Grupo Económico que no se relacionan al giro del negocio, que crecen y no tienen condiciones de pago definidas. Parte de estas cuentas por cobrar representan dividendos anticipados.

En todo caso estas cuentas absorben la liquidez de Cedal y se compensarían con su propia generación de dividendos. Al analizar el patrimonio libre que respalda el pasivo con terceros, reduciendo las cuentas por cobrar a relacionadas que no provienen del giro del negocio, el nivel de endeudamiento real mostrado por la relación Pasivo / Patrimonio Efectivo sigue siendo alto aunque menor a dic-08 (3.09:1 a Dic-08 y 3.60:1 a Dic-08).

A Dic-08 la capacidad de pago de la deuda de corto plazo mejora respecto del año anterior, el flujo de operación cubre el 10% de las obligaciones de corto plazo, mientras que el año anterior esta relación fue negativa ya que el flujo de caja de operaciones fue negativo. No obstante este mejoramiento la empresa no logró alcanzar el nivel de cobertura al que se comprometió en el contrato de emisión que debía ser superior a 0.41:1, es decir que el flujo operativo debió ser al menos el 41% de la deuda de corto plazo.

Como se mencionó anteriormente la emisión de obligaciones, a más de los resguardos de ley cuenta con resguardos puntuales que establecen 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. Dichos compromisos se han cumplido parcialmente a Dic-08. Adicionalmente, la garantía general cubre adecuadamente la emisión.

Si bien la capacidad de pago de la empresa con las cifras analizadas a dic-08 mejora, se mantiene la necesidad de refinanciar una parte importante de la deuda de corto plazo. Reconocemos la capacidad histórica de la empresa para acceder al refinanciamiento de sus obligaciones según sus necesidades, pero consideramos que por la situación del entorno macroeconómico y especialmente por la contracción de la liquidez en el sistema financiero el riesgo de refinanciamiento es ahora mayor. Pese a lo dicho, el Comité de Calificación decidió mantener la calificación considerando que los planes de contingencia de liquidez presentados por la empresa son viables, pero recomendó un seguimiento adicional de la calificación con cifras auditadas a dic-08 e interinas a junio-09.

Se debe mencionar que la Administración informa que han definido un cronograma de pagos para una de las cuentas por cobrar de empresas relacionadas (USD 1.680M) que sería recuperada hasta Dic-09.

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, situación que se mitiga parcialmente con la alianza estratégica con un proveedor internacional realizada en este año.
- 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 recesión del sector de la construcción en Estados Unidos
- Disminución de la 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.

CORPORATIVO

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 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 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.

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

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

CORPORACION EMPRESARIAL S.A. CORPESA PRINCIPALES ACCIONISTAS		
NOMBRE	CAPITAL	%
Inversiones ALFA C.A.	463.943	18,65%
Gómez Calisto Bernardo	459.579	18,48%
Gómez Calisto José Luis	458.074	18,42%
Red Lions Worldwide Corporation	329.787	13,26%
Correa Proessel Hernán Jorge	128.298	5,16%
Proaño Paz y Miño Carlos	120.936	4,86%
Burneo Mateus Mará Elena	81.362	3,27%
Calisto Cabezas Josefina	71.275	2,87%
Cabaro Cia. Ltda	54.001	2,17%
Inmobiliaria Chavez Salvador Cia. Ltda.	54.001	2,17%
Riofrio Salvador Maria Eva del Carmen	52.396	2,11%
Calisto Cabezas Genoveva Mariana	32.622	1,31%
Correa Proessel Luis Miguel	27.622	1,11%
Vergara Camacho Carlos Ibsen	24.923	1,00%
Otros 14 Acc. con menos de 1%	128.546	5,17%
TOTAL	2.487.365	100%

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 28 accionistas, entre personas naturales y jurídicas, con participaciones de entre 18.65% y el 0.001%; sin embargo los 4 socios mayoritarios (con una participación superior al 10%) tienen el 68.8% 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 Consultivo² que asesora a los directivos en la toma de decisiones.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA DE CEDAL

La empresa no reportó cambios por lo que se mantiene el análisis del seguimiento anterior.

¹ Línea comercial de silicón.

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

CORPORATIVO

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.

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 NUNEZ IVAN PATRICIO	GERENTE REGIONAL VENTAS UIO	VENTAS UIO
MUNCH SEITZ JOCHEN FRANK	ASESOR GERENCIA GENERAL	ADMINISTRACION UIO
TORRES MOYANO FAUSTO GIOVANNI	EJECUTIVO	ADMINISTRACION UIO

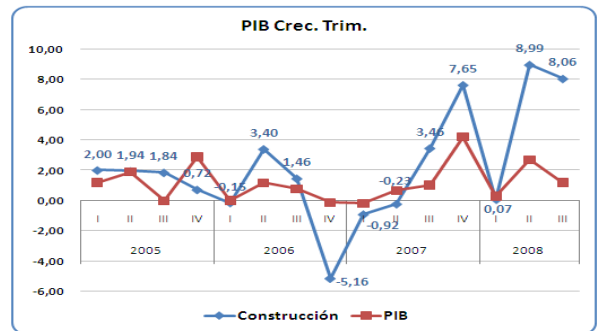
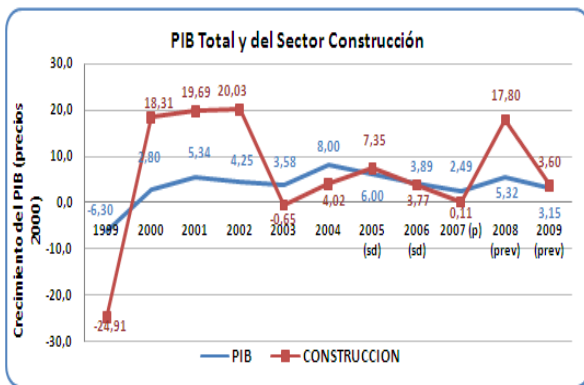
Adicionalmente, CEDAL tiene un Comité Ejecutivo conformado por: Bernardo Gómez, Gustavo Jácome, Jochen Münch y Pablo Calisto.

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

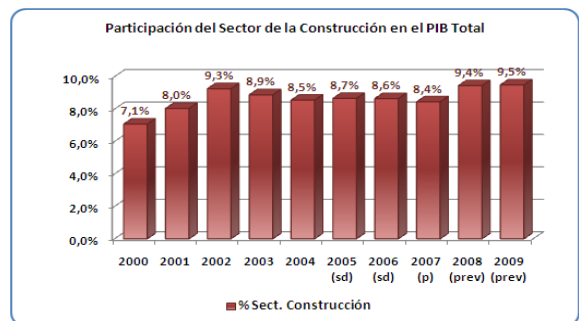
La empresa se maneja en base a políticas y estrategias definidas. Condiciones especiales a las que las empresas del grupo pueden acceder, se otorgan con el pronunciamiento del comité ejecutivo.

▪ **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 que en muchos períodos fue mayor al crecimiento del PIB total. La construcción a Dic-08 mostró un crecimiento de 3.6% (precios del 200), y representó alrededor del 9.4% del PIB posición que alcanza el sector de forma paulatina desde el 2004.



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 2.49% y en el 2008 se habría alcanzado un crecimiento de 3.15%, impulsado tanto por el crecimiento de la inversión pública en infraestructura y en el sector de la vivienda.

El sector de la construcción muestra una tendencia de crecimiento fluctuante en los últimos años, con tasas un tanto inferiores a las del PIB en el 2006 y 2007, esta situación se revirtió el año 2008, como se aprecia en el gráfico anterior sobre crecimiento anual del PIB a precios del 2000. En el año 2008 la política del Gobierno fue dio un fuerte impulso a este sector tanto a través de la construcción de obras públicas y los programas de vivienda, lo cual se refleja en el gran crecimiento alcanzado y en la posición

del sector dentro del PIB. Como se observa en los gráficos anteriores.

Para este año se ha proyectado un crecimiento de 3.6% (3.15% para el PIB).

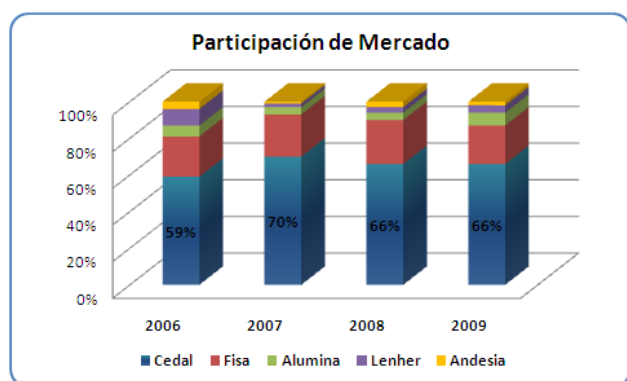
La construcción es el mercado más grande de la industria del aluminio; se emplea en puertas, cerraduras, ventanas, pantallas, boquillas y canales de desagüe; también es uno de los productos más representativos en la construcción industrial.

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.”³

En Ecuador, el segmento de transporte y almacenamiento del PIB se mantiene en crecimiento, el nivel de ventas en el mercado automotor mantiene una dinámica fuerte y positiva, aunque con tasas menores a partir del año 2005 (8.95%) y 5.1% en el 2008, y se prevé un crecimiento de 3.4% para el 2009, con una participación importante entre los diferentes sectores productivos, 7.41% en el 2008.

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



Durante el 2008 CEDAL mantiene una participación del 66% en el mercado local. Para este año la administración mantiene una

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

posición conservadora en sus proyecciones de ventas por lo que conserva 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.

Para el 2009 las ventas de CEDAL alcanzan a 9.437 TM y se distribuyen de la siguiente manera:

Segmento ecuatoriano de la construcción:	68%
Exportaciones:	32%
Colombia:	92%
Pto. Rico:	8%

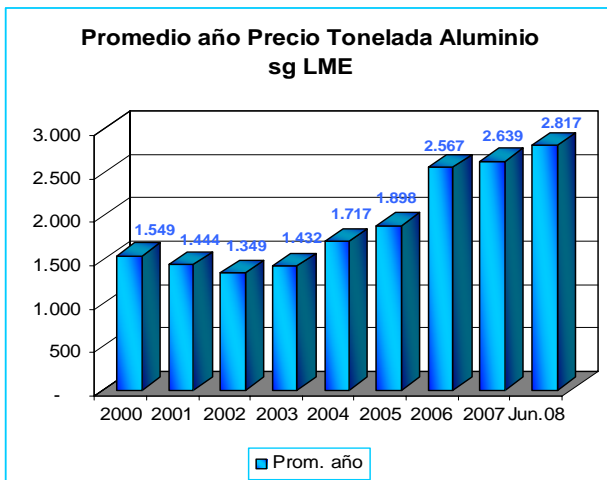
Al igual que en años anteriores una parte importante de las ventas de Cedal se destina a exportaciones, fundamentalmente a Colombia, que se realizan a través de Vitral, empresa que mantiene una participación del 10% del mercado colombiano.

El mercado de la construcción colombiano si bien podría verse afectado por la crisis internacional, ya que las previsiones de crecimiento del PIB total son de 3% para el 2009. Sin embargo, la participación de Cedal es ya importante y se espera mantenerla, aunque la empresa presupuesta una ligera disminución de las ventas en dólares derivadas de la disminución de precios esperada.

Para este año la empresa ha planificado un fortalecimiento de las ventas en el mercado nacional, a través de la atención de su demanda insatisfecha de sus clientes. Cedal estima que deja de atender al 20% de las demandas de sus clientes debido a que su capacidad de producción no abastece una mayor producción, por lo que ha realizado una alianza estratégica con una empresa multinacional que le podría proveer de ciertos productos a Cedal hasta por 780 TM en el año, dependiendo de las necesidades reales de la coyuntura del mercado. Esta alianza estratégica le permitiría además protegerse de excesos en costos de inventarios de materia prima si el mercado no crece como históricamente.

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%.

Sin embargo, en el segundo semestre del 2008 el precio del aluminio en el mercado internacional se reduce dramáticamente como consecuencia de la crisis internacional, como se advierte en el siguiente gráfico:



La variación del costo de materia prima tiene como consecuencia una disminución del costo de inventarios de materia prima, aunque no en el resto de rubros de costos ya que la disminución de precios no llegó al Ecuador en la misma proporción hasta la fecha. Esto se reflejó en una reducción del financiamiento de proveedores.

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 este seguimiento de la calificación se han revisado los estados financieros interinos de la Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL) al 31 de diciembre del 2008.

▪ **GESTIÓN OPERATIVA**

A Dic-08, CEDAL tiene ventas por USD 43.252 MM lo que representó un incremento del 11.4% con respecto al año anterior, y sobrepasa en 8.4%

El margen bruto mostró una tendencia a presionarse desde el 2004, a causa del incremento de los precios del aluminio en los mercados internacionales que no pudo ser trasladado al precio final. Sin embargo, desde el segundo semestre y en especial en el último trimestre del año 2008 la tendencia se revierte, y a dic-08 el margen bruto es de 17.21% (15.5% a Dic-07).

Este comportamiento se explica por dos factores importantes:

- Como se mencionó anteriormente los precios del aluminio se reducen a nivel internacional y los precios finales de los productos se mantienen aún en el mercado nacional, esperando una reducción en este año, aunque no en las mismas proporciones que se registró en el costo de las materias primas a nivel internacional.
- Además, se complementa con la estrategia de la empresa 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 aluminio es el componente más importante del costo de ventas, que a Dic-08 absorbe el 82.79%, de los ingresos por ventas generando un margen bruto del 17.21%.

El resultado bruto a Dic-08, en términos nominales, asciende a USD 7.445M, que sobrepasan en 2.75% del resultado bruto esperado para Dic-08 (7.25MM).

A Dic-08 los egresos operacionales absorben el 55.4% (61% a Dic-07) del margen bruto. El crecimiento de gastos (12.4%) es mayor al incremento de los ingresos por ventas (11.4%), sin embargo, el mayor margen bruto, derivado de la reducción del costo de ventas, absorbió el crecimiento de gastos sin afectar el resultado operativo, mismo que mejora (41.3%) sustancialmente respecto del año 2007.

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. En las cifras analizadas a dic-08 aún no se ha contabilizado este valor por lo que las cifras definitivas de las utilidades del año podrían ser superiores en alrededor de USD 875M que son las estimaciones preliminares de la empresa.

CORPORATIVO

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.

Gastos financieros crecen el 17% debido al mayor endeudamiento financiero, y a pesar del menor costo de su financiamiento en este año.

Se debe mencionar que las cifras analizadas son interinas y los resultados analizados a Dic-08 aún no contemplan el rubro anual correspondiente al 2008 de ingresos no operativos provenientes del incremento de VPP de su empresa Vital de Colombia, ni tampoco los gastos de participación de trabajadores ni la provisión de impuestos a la renta, se considera que el valor neto de estas previsiones tendría un saldo neto que mejorará los resultados finales.

Los resultados a Dic-08 sin considerar estos rubros, mejoran en términos cualitativos ya que las utilidades antes de impuestos y participaciones son generadas mayoritariamente en el giro del negocio, y muestran una disminución del 6% respecto de lo alcanzado a Dic-07. Sin embargo, considerando las estimaciones preliminares de la empresa sobre estos valores se podría esperar que los niveles de utilidades mejoren ligeramente en relación con el año anterior.

PROYECCIONES PARA 2009

Tm	8,654		9,437		783	9%
	dic-08	% Dic -08	dic-09	% Dic -09	Var	Var %
VENTAS EN MN	47.389	110%	42.460	103%	-4.929	-10%
DESCUENTO EN VENTAS (-)	15.900	34%	14.245	34%	-1.655	-10%
MERCADERIAS LC	1.575	4%	3.206	8%	1.631	104%
VENTAS EN ME	10.187	24%	9.709	24%	-478	-5%
INGRESOS TOTALES VENTAS	43.252	100%	41.130	100%	-2.121	-5%
COSTO DE VENTAS	35.832	83%	31.865	77%	-3.967	-11%
MARGEN DE VENTAS	7.419	17%	9.265	23%	1.846	25%
GASTOS EN VENTAS	1.465	3%	1.889	5%	424	29%
GASTOS ADMINISTRACION	2.657	6%	2.810	7%	153	6%
GASTOS OPERACIONALES	4.122	10%	4.699	11%	577	14%
MARGEN OPERACIONAL	3.297	8%	4.566	11%	1.269	38%
GASTOS FINANCIEROS	1.078	2%	1.485	4%	407	38%
OTROS EGRESOS - INGRESOS	162	0%	-	0%	162	-100%
TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES	916	2%	1.485	4%	569	62%
UTILIDAD/PERDIDA BRUTA (Contable)	2.381	6%	3.081	7%	700	29%
Provisión Impuestos 36 25%	863	2%	1.117	3%	254	29%
UTILIDAD NETA CONTABLE	1.518	4%	1.964	5%	446	29%

Para el año 2009 la empresa prevé algunos cambios en su presupuesto de ventas respecto de lo proyectado inicialmente, derivadas del entorno nacional e internacional y de su nueva estructura de costos.

Se prevé un incremento de ventas en volúmenes del 9% localizado especialmente en las exportaciones. En segundo lugar contemplan una disminución en los precios del producto final tanto en el mercado nacional como en las exportaciones. De lo cual se tiene

como resultado que el total de ingresos por ventas tendría una disminución de aproximadamente el 5%.

Paralelamente, se considera una disminución del precio del aluminio, hasta mayo 2009 que posteriormente se recupera ligeramente en el segundo semestre sin llegar a los niveles del año anterior. Lo que junto con el cambio en la composición de las materias primas (con un mayor porcentaje de aluminio reciclado), explica una reducción del 11% en el costo de ventas. Como resultado de lo anterior, el margen bruto mejora y pasa de 17% en el 2008 a 23% en el 2009.

Por otro lado, se mantiene un crecimiento del 13.9% de los gastos operacionales y se prevé un incremento del 38% de gastos financieros, llegando a una utilidad final mayor en 29.6% a la generado en el año 2008, sin contemplar los ingresos no operativos provenientes de las inversiones en Vitral.

Se considera que las proyecciones podrían tener una alta probabilidad de mantenerse en los términos analizados por la empresa.

Las proyecciones consideran un ahorro futuro en costos con la operación de una fundidora propia; particularmente en este año 2009 cuando ya se tenga un 100% de utilización de la planta durante todo el año.

Los resultados alcanzados a Dic-08 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 31.12.08, CEDAL tiene activos por USD 30.496M, y los principales activos son inventarios (30.6%), cuentas por cobrar (13.5%), propiedades (13.7%), e inversiones en acciones y empresas relacionadas (9.6%).

Además mantiene el 15.2% de los activos en cuentas por pagar no comerciales de corto plazo, en su mayor parte son cuentas con sus empresas relacionadas, no tienen costo de financiamiento, y respecto de la cuales no se tienen condiciones definidas para su recuperación, la administración está acordando y definiendo las condiciones de las formas de pago y plazos de recuperación de algunas de estas cuentas.

Además, se tiene una cuenta por cobrar a largo plazo con otra empresa relacionada del grupo, que representa el 4.4% de los activos, la empresa deudora tiene actividades de producción agroindustrial, que podría ser absorbida por Cedal en el mediano plazo.

El financiamiento del activo se hace 40.15% con patrimonio y 59.85% con pasivos. La estructura de financiamiento mejora a Dic-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 año 2008.

CORPORATIVO

El fortalecimiento subsecuente del patrimonio dependerá de las políticas de dividendos que se adopten en este año. A la fecha no tenemos la decisión que se tomaría sobre los dividendos.

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 76.8%, dentro del cual el 64.15% (USD 11.708M) corresponden a obligaciones financieras 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 de terceros y relacionadas. Las primeras se originan en las ventas de perfilera a distribuidores y cuentan con garantía sobre prenda industrial o hipotecas⁴; dentro de las relacionadas 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 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.

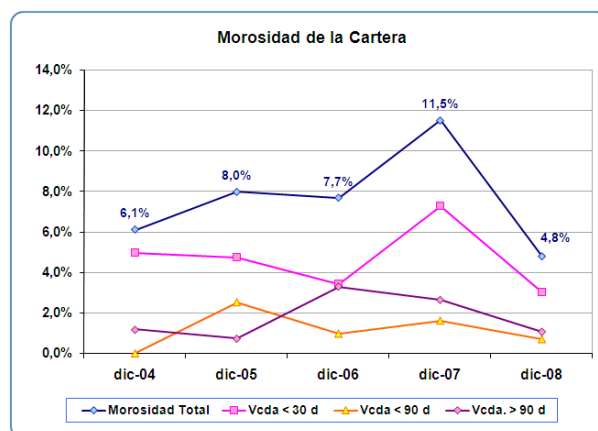
Cabe destacar que CEDAL dispone de un dispositivo en su sistema por medio del cual una vez vencido el plazo de pago, se bloquea al distribuidor y no se puede generar nuevas facturas a su cargo, de esta manera vigila los niveles de morosidad. La compañía considera que la cartera representa un riesgo cuando está vencida desde los 90 días, por lo que los niveles de riesgo serían menores al 2% a Dic-08.

Históricamente los niveles de morosidad de CEDAL han fluctuado entre el 6% y el 8%; pero a Dic-07 debido a una operación puntual con una relacionada se observó un crecimiento especial. A Dic-08 se mantiene una menor morosidad que la histórica.

TOTAL CARTERA	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08
NACIONAL	1.326	1.956	2.534	3.075	3.397
EXPORTACIONES	247	536	649	363	848
Total Cartera	1.573	2.492	3.183	3.438	4.245
Cartera Vencida USD M	96,0	198,5	244,4	395,3	202,7
Vcda < 30 d	77,8	117,6	109,2	249,8	127,4
Vcda < 90 d	0,0	62,9	31,1	55,5	30,0
Vcda > 90 d	18,3	18,1	104,2	90,0	45,3
MOROSIDAD	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08
Morosidad Total	6,1%	8,0%	7,7%	11,5%	4,8%
Vcda < 30 d	4,9%	4,7%	3,4%	7,3%	3,0%
Vcda < 90 d	0,0%	2,5%	1,0%	1,6%	0,7%
Vcda > 90 d	1,2%	0,7%	3,3%	2,6%	1,1%

⁴ Para distribuidores y clientes no relacionados.

⁵ Manuales de Distribución y Marca e Imagen.



Los inventarios: los días de inventarios a Dic-08 son 95 (Dic-07 106) la disminución se explica por la reducción del costo de inventarios derivado tanto de la disminución del precio del aluminio como también a la utilización de la chatarra.

Los días de capital de trabajo a Dic-08 son 76 y los días de proveedores son de 12, en tanto que los días de clientes son 36 y los de inventarios 95.

Dado el giro del negocio y la estructura de financiamiento concentrada en el corto plazo, la empresa tiene un ciclo del negocio negativo que durante este año se ha reduce debido a la reestructuración del pasivo que se produce por la emisión de obligaciones de largo plazo (3 años). Por lo que a Dic-08 el ciclo del negocio es de -43 días, es decir el negocio necesita de 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

INDICADORES FINANCIEROS	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	15,17	8,53	2,82	3,87
(EBITDA - Inver en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	7,76	3,17	1,13	2,90
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)	15,17	8,53	2,82	3,87
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	3,84	4,68	5,41	3,60
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,23	3,91	4,85	3,24
Deuda Financiera Total / FFO (x)	5,12	6,90	10,57	4,86
(FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera total	-41%	-24%	-38%	4%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Capitalización (%)	42,62%	53,66%	58,58%	55,13%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,00%	0,00%	0,51%	0,38%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Pasivo Total (%)	70,46%	78,05%	79,47%	82,41%
ENDEUDAMIENTO Pasivo Tot.NO ajust.leasing/ Patrim	1,05	1,48	1,78	1,49
Pasivo Total NO ajustado leasinf/ Patrimonio Tangible (x)	1,05	1,50	1,88	1,54
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1,05	1,48	1,78	1,49
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio Tangible	1,05	1,50	1,88	1,54
SOLIDEZ (Pasivo Tot. / Activo Tot.) (%)	51,32%	59,74%	64,03%	59,85%

CORPORATIVO

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.

A Dic-08 no requirió mayor financiamiento de inventarios se mantiene los niveles de inventarios en dólares a pesar del menor costo de inventarios, se recupera la cartera en mora, a lo que se suma el fortalecimiento del 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 el 2008 se incrementó debido al aumento del patrimonio. Como se puede ver en las cifras del cuadro anterior la relación deuda financiera/capitalización representó se redujo de 58.58% a 55.13%, ya que la deuda financiera se eleva en menor proporción.

La emisión prevé que a Dic-08, la empresa mantendrá un nivel de endeudamiento (Pasivo/Activo) no superior a 0.60, en la cifras analizadas a Dic-08 este índice de endeudamiento es de 0.598:1.

• **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

TABLA DE AMORTIZACION

FECHA	CAPITAL	INTERES	DIVIDENDO	SALDO
27-feb-08				5.000.000
27-may-08		93.375	93.375	5.000.000
25-ago-08	833.000	93.375	926.375	4.167.000
23-nov-08		77.819	77.819	4.167.000
21-feb-09	833.000	77.819	910.819	3.334.000
22-may-09		62.262	62.262	3.334.000
20-ago-09	833.000	62.262	895.262	2.501.000
18-nov-09		46.706	46.706	2.501.000
16-feb-10	833.000	46.706	879.706	1.668.000
17-may-10		31.150	31.150	1.668.000
15-ago-10	833.000	31.150	864.150	835.000
13-nov-10		15.594	15.594	835.000
11-feb-11	835.000	15.594	850.594	0
TOTALES	5.000.000	653.812	5.653.812	

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

CORPORATIVO

LIQUIDEZ	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100%	100%	100%	78%
Caja e Inv Comentes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo ci	15,82%	16,53%	10,34%	12,99%
FFO/intereses del periodo (FFO/interest cover)	1237%	679%	244%	387%
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover)	-1721%	-306%	-585%	149%
FFO/cargos fijos/intereses periodo+cuota leasing)	1237%	679%	244%	387%
CFO/cargos fijos	-1721%	-306%	-585%	149%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,20	0,14	0,09	0,26
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,30	-0,08	-0,38	0,14
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo	0,26	0,21	0,18	0,36
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo	0,26	0,21	0,17	0,33
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Fij	15,17	8,53	2,82	2,18
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,41	-0,24	-0,38	0,05

A Dic-08 la liquidez de CEDAL mejoró respecto de los niveles del 2007, a pesar de lo cual se mantienen 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.

La posición de cobertura de liquidez mejora debido a la restructuración 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 de operaciones (CFO) positivo que apoya la capacidad de pago de la deuda de corto plazo, que pasa de -0.38:1 a 0.14:1. No obstante se advierte que este nivel es menor al que se comprometió la empresa en el contrato de emisión, que indica que el flujo de caja de operaciones sobre la deuda financiera de corto plazo debe ser superior a 0.41:1.

Cabe destacar que la empresa ha probado su capacidad para refinanciar su deuda. Adicionalmente, frente a la incertidumbre del entorno financiero del país para el próximo año ha definido planes de contingencia, que le permitirían mantener el financiamiento actual, entre los que están: el financiamiento de largo plazo con la CFN con la que han avanzado procesos de evaluación; en el sistema financiero se mantienen líneas de crédito con varios bancos de prestigio nacional e internacional, que no están utilizadas en su totalidad; además se prevé la posibilidad de obtener financiamiento externo a través de su compañía relacionada del exterior.

• **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”.

- COMPORTAMIENTO DEL EMISOR EN EL MERCADO Y LIQUIDEZ DE LA EMISION

ACTIVOS	dic-08	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en instituciones Financieras	1.506		1.506	-	1.506
Inversiones Brutas	15		15	-	15
Cartera Productiva Bruta	4.114		4.114	-	4.114
Inventarios, otras ctas x cob. e inversiones de largo plazo	18.374	2.456	15.918	-	15.918
Total Activos Productivos	24.009	2.456	21.553	-	21.553
Fondos Disponibles Improductivos	-		-	-	-
Cartera en Riesgo	203		203	-	203
Activo Fijo	4.185	287	3.898	-	3.898
Valores negociables, pagos anticipados, activos diferidos	2.301		2.301	358	1.943
Total Provisiones	-201		-201	-	-201
Total Activos Improductivos	6.488	287	6.201	358	5.843
Total Activos	30.497	2.743	27.754	358	27.396
Emisión en circulación					4167
% Emisión en circulación / Garantía General					15,21%

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 en tiempo y forma con los pagos de los cupones de intereses y capital. El próximo cupón de intereses se pagará el 22 de mayo del 2009 y el 20 de agosto los cupones de capital e intereses.

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.

A Dic-08 los activos que constituyen al garantía general ascienden a USD 27.396M, y la emisión en circulación es de USD 4.167M y representa el 15.21% 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 en 2008, 2009 y 2010, lo que equivale a un pasivo sobre patrimonio de 1.5 veces; y una relación flujo de caja de operaciones / deuda de corto plazo, superior a 0.41.

Con cifras a Dic-08 estos indicadores son:

- Pasivo Total / Activo Total = 0.598
- Flujo de Caja de Operaciones / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0.14



EMPRESA: Cedal					PROYECTADOS			
Quito, ECUADOR	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10
RESULTADOS								
Ventas	25.400	31.511	38.812	43.252	38.947	39.904	41.549	43.312
% crecimiento	14,8%	24,1%	23,2%	206,3%	23,6%	2,5%	4,1%	4,2%
MARGEN BRUTO (%)	17,76%	15,59%	15,51%	17,21%	14,96%	18,16%	18,18%	18,32%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participaci	1.360	1.849	2.598	4.174	3.277	4.981	5.645	6.361
MARGEN EBITDA (%)	5,4%	5,9%	6,7%	9,7%	8,4%	12,5%	13,6%	14,7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participaci	1.360	1.849	2.598	4.174	3.277	4.981	5.645	6.361
MARGEN EBITDAR (%)	5,4%	5,9%	6,7%	9,7%	8,4%	12,5%	13,6%	14,7%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente)	492	512	493	853	1.253	1.937	2.379	2.822
EBIT (incluye en gastos administrativos participaci	867	1.337	2.105	3.321	2.024	3.044	3.266	3.539
Gasto Financiero del período	-90	-217	-920	-1.078	-791	-647	-428	-140
Impuestos a la renta	-251	-377	-348	0	-207	-599	-709	-850
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los tipos de deuda)	2,4%	3,1%	8,1%	8,2%	7,9%	6,4%	4,6%	3,1%
UTILIDAD NETA	1.330	1.655	2.457	2.307	1.923	2.598	2.978	3.449
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	19,8%	22,8%	28,2%	19,8%	22,8%	24,7%	22,9%	21,7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10,4%	10,0%	10,6%	8,0%	8,5%	9,8%	16,1%	11,9%
FLUJO DE CAJA								
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Impuesto a la Renta y Gastos Financieros)	1.822	2.166	1.467	3.160	3.176	4.535	5.357	6.271
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el balance)	-2.561	-1.919	-6.712	-1.493	-2.805	-136	-1.302	-813
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos operativos y financieros)	-739	248	-5.245	1.668	371	4.398	4.055	5.458
Inversión en Activos Fijos	-664	-1.161	-1.557	-1.050	-2.750	-1.901	-3.852	-4.283
Otras Inversiones, Neto	-2.199	-868	1.048	-31	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones	-3.603	-1.781	-5.754	587	-2.378	2.498	203	1.175
Variación Neta de Deuda Financiera	2.996	3.444	5.395	986	2.673	-2.321	548	-652
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitales	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	-1.140	563	613	370	830
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el F	-474	379	20	433	857	789	1.121	1.353
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH								
EBITDA OPERATIVO	1.360	1.849	2.598	4.174	3.277	4.981	5.645	6.361
(-) Gasto Financiero del período	-90	-217	-920	-1.078	-791	-647	-428	-140
(-) Impuesto a la renta del período	-251	-377	-348	0	-207	-599	-709	-850
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingresos)	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.019	1.255	1.330	3.096	2.279	3.735	4.507	5.371
(-) Variación Capital de Trabajo	-2.561	-1.919	-6.712	-1.493	-2.805	-136	-1.302	-813
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1.543	-664	-5.382	1.603	-526	3.598	3.205	4.558
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	803	911	1.621	64	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	-1.050	-2.750	-1.901	-3.852	-4.283
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-2.131	-2.110	-5.319	618	-2.378	2.498	203	1.175
FFO MARGEN (FFO/ventas)(%)	4,01%	3,98%	3,43%	7,16%	5,85%	9,36%	10,85%	12,40%
cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en el balance)	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING D	1.360	1.849	2.598	4.174	3.277	4.981	5.645	6.361
BALANCE								
Caja e Inversiones Corrientes	825	1.432	1.453	1.521	1.106	964	934	1.136
Activos Totales	14.423	18.575	27.623	30.496	26.429	26.801	28.579	29.630
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	5.216	8.660	14.055	11.708	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	15.041	11.333	9.012	9.560	8.909
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	7.021	7.479	9.936	12.244	9.401	11.673	14.351	17.500
Capitalización ****	12.237	16.139	23.991	27.285	20.734	20.685	23.911	26.409
pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	836	978	836	836	836	836
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	0	93	541	358	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	14.423	18.481	26.247	29.160	25.594	25.966	27.743	28.795
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	5.000	4.167	5.000	3.334	1.668	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	#DIV/0!	#DIV/0!	5	7	5	8	17	#DIV/0!
Límite Legal para Emitir Obligaciones	11.539	14.785	20.997	23.328	20.475	20.773	22.194	23.036



INDICADORES FINANCIEROS	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15,17	8,53	2,82	3,87	4,14	7,70	13,19	45,37
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	7,76	3,17	1,13	2,90	0,67	4,76	4,19	14,82
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)	15,17	8,53	2,82	3,87	-4,14	-7,70	-13,19	-45,37
Deuda Financiera Total /EBITDA o EBITDAR(x) Anual	3,84	4,68	5,41	3,60	3,46	1,81	1,69	1,40
Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,23	3,91	4,85	3,24	3,12	1,62	1,53	1,22
Deuda Financiera Total / FFO (x)	5,12	6,90	10,57	4,86	4,97	2,41	2,12	1,66
(FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera total	-41%	-24%	-38%	4%	-21%	28%	2%	13%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	42,62%	53,66%	58,58%	55,13%	54,66%	43,57%	39,98%	33,73%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,00%	0,00%	0,51%	0,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	70,46%	78,05%	79,47%	82,41%	66,55%	59,57%	67,20%	73,44%
ENDEUDAMIENTO Pasivo Tot.NO ajust.leasing/ Patrim	1,05	1,48	1,78	1,49	1,81	1,30	0,99	0,69
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	1,05	1,50	1,88	1,54	1,81	1,30	0,99	0,69
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1,05	1,48	1,78	1,49	1,81	1,30	0,99	0,69
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	1,05	1,50	1,88	1,54	1,81	1,30	0,99	0,69
SOLIDEZ (Pasivo Tot./ Activo Tot.) (%)	51,32%	59,74%	64,03%	59,85%	64,4%	56,4%	49,8%	40,9%
LIQUIDEZ	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100%	100%	100%	78%	55,88%	63,00%	82,55%	100,00%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo ca	15,82%	16,53%	10,34%	12,99%	17,47%	16,98%	11,84%	12,76%
FFO/intereses del período (FFO/interest cover)	1237%	679%	244%	387%	-388,16%	-677,36%	-1153,22%	-3930,58%
CFO/intereses del período (CFO/interest cover)	-1721%	-306%	-585%	149%	66,48%	-556,31%	-749,00%	-3250,63%
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)	1237%	679%	244%	387%	-388,16%	-677,36%	-1153,22%	-3930,58%
CFO/cargos fijos	-1721%	-306%	-585%	149%	-66,48%	556,31%	749,00%	3250,63%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,20	0,14	0,09	0,26	0,36	0,66	0,57	0,60
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,30	-0,08	-0,38	0,14	-0,08	0,63	0,41	0,51
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período	0,26	0,21	0,18	0,36	0,52	0,88	0,72	0,71
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período	0,26	0,21	0,17	0,33	0,59	0,99	0,76	0,73
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Fir	15,17	8,53	2,82	2,18	4,14	7,70	13,19	45,37
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,41	-0,24	-0,38	0,05	-0,38	0,44	0,03	0,13
OTROS INDICES	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.573	2.559	2.164	7.532	5.312	9.712	6.857	4.377
Liquidez Acida (x)	0,98	0,72	0,56	0,87	0,72	1,13	0,80	0,66
Act.Monet (caja y equiv.+ cxc comerc.) / Pasivo Corr.(x)	0,43	0,38	0,29	0,40	0,42	0,74	0,55	0,52
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,39	1,16	1,07	1,18	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	95	94	99	94	82
Rotación de cuentas por pagar (x)	19	25	15	29	8	6	10	20
Días de cuentas por pagar	19	14	23	12	44	56	36	18
Rotación Capital de Trabajo	6	10	15	5	6	3	5	8
Días de Capital de Trabajo	62	35	24	76	58	107	73	45
Días de Ciclo de Operación	-18	-57	-106	-55	-28	25	-24	-59
Costo de Ventas/Obligaciones Financieras Promedio	6	383	246	272	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.