

Ecuador
**Emisión de
Obligaciones**

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

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	AA	nov-07

Principales cifras de la Empresa:

(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
ACTIVOS TOTALES	18.575	27.623	31.116	30.557
PASIVOS TOTALES	11.096	17.686	18.687	16.958
Total Patrimonio Accionistas	7.479	9.936	12.430	13.599
RESULTADO NETO DE LA GESTION	1.655	2.457	2.494	1.568
ROE Anual	22,8%	28,2%	21,2%	28,9%
ROA Anual	10,0%	10,6%	8,5%	12,2%

Nota: los indicadores ROA y ROE a May -09 son antes de impuestos y participaciones.

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
ptintop@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: Julio-2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Mayo 2009

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 mayo del 2009 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."

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria. La calificación incorpora los riesgos sistémicos que provienen de factores macroeconómicos tanto internos como externos y que afectan el riesgo crediticio de las empresas del sistema.

La decisión se fundamenta en el desempeño positivo de la empresa en los principales aspectos de su gestión en relación con sus niveles históricos. Las cifras analizadas muestran la tendencia positiva esperada para el período en estudio. Consideramos adicionalmente que la posibilidad de que la tendencia positiva de la gestión de la empresa se mantenga en el mediano plazo es razonable.

Debido a la crisis económica que afecta al país y a la región, que son el mercado de las ventas de la empresa, se modificaron las proyecciones originales, asumiendo un marco de gestión más conservador pero que mantiene la calidad de sus activos, la capacidad de pago de sus obligaciones y el proceso de fortalecimiento patrimonial.

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 a pesar del estancamiento que muestra en este período, y constituye una fuente de crecimiento para CEDAL.

Por otro lado se ha considerado la capacidad de la empresa para enfrentar su vulnerabilidad en torno al descalce de plazos entre activos y pasivos aún en un entorno económico incierto en el que se evidencia una contracción de liquidez. La calificación incorpora también la capacidad de CEDAL para soportar la volatilidad de los precios de la materia prima, capacidad que se ha fortalecido

con la implementación del proceso de fundición de chatarra, lo cual permite reducir los costos de producción y proteger los márgenes.

A pesar de los incrementos del precio de la materia prima que la empresa ha debido enfrentar en algunos períodos CEDAL ha mostrado buenos resultados, lo que le ha permitido también mantener una sana estructura financiera.

Los niveles de endeudamiento que mantiene la empresa a mayo-09, aún con el estrés realizado en relación a las cuentas por cobrar a las relacionadas (no comerciales) y las coberturas de liquidez, son consistentes con la calificación otorgada. Se espera que dichos niveles al menos se mantengan.

La capacidad de pago de la empresa con las cifras analizadas a mayo-09 mantiene una tendencia positiva, no obstante se mantiene la necesidad de refinanciar una parte importante de la deuda de corto plazo. Se reconoce la capacidad histórica de la empresa para acceder al refinanciamiento de sus obligaciones según sus necesidades, capacidad que se ha mantenido en estos meses de restricciones de liquidez del sistema financiero. Adicionalmente, la empresa ha definido planes de contingencia de liquidez para enfrentar el eventual riesgo de refinanciamiento.

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 a Mayo-09. 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, 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.
- Volatilidad en el precio del aluminio que es la materia prima más importante de la empresa, cuyos precios son regulados por los mercados internacionales

HECHOS RELEVANTES

A la fecha se encuentra en proceso el trámite de fusión por absorción de Cedal y una de sus empresas "Acero Vegetal". El resultado de dicha fusión será la unión de activos, pasivos y patrimonio de las dos empresas. La fusión de las empresas no implicaría cambios importantes en la situación financiera del emisor.

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 66% 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 en dólares 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

CORPORATIVO

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 periferia 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.

CEDAL mantiene la certificación de 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:

- Cedral: productora y comercializadora de perfiles de aluminio estructurales y arquitectónicos.
- Vitral (94% propiedad de Cedral): 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 (oldas(os) para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables).
- Tandilsa S.A.: Plantación de Guadúa, en fase de desarrollo.
- Acero Vegetal: es una empresa ecuatoriana ubicada en la ciudad Durán, Provincia del Guayas; dedicada a la fabricación y comercialización de pisos de madera sólida tropical para el mercado local e internacional, los mismos que comercializaba bajo su marca registrada TLM, (Tropical Lumber Millworks). Su extensión es de 10.000 m², la misma que se encuentra en proceso de fusión.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL DE CORPESA

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 Cia. Ltda.	4.342	2,17%
Riofrio 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 15 Accionistas	10.450	5,23%
TOTAL	200.000	100,00%

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 18,42% 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 Consultivo² que asesora a los directivos en la toma de decisiones.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA DE CEDAL

La máxima autoridad de CEDAL es el Presidente. Esta posición la ejerce Bernardo Gómez Calisto a quien reporta directamente el Gerente General y representante legal que actualmente es el Sr. Fausto Torres.

NOMBRE	CARGO	DEPARTAMENTO
TORRES MOYANO FAUSTO GEOVANNY	GERENTE GENERAL	ADMINISTRACION UIO
BURBANO FRANCO BECKER MARTIN	GERENTE DE PLANTA	ADMINISTRACION LTG
MUNOZ VILLAVICENCIO ALEXIS VLADIM	GERENTE REGIONAL VENTAS GYE	VENTAS GYE
CIFUENTES NUNEZ IVAN PATRICIO	GERENTE REGIONAL VENTAS UIO	VENTAS UIO

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

¹ Línea comercial de silicón.

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



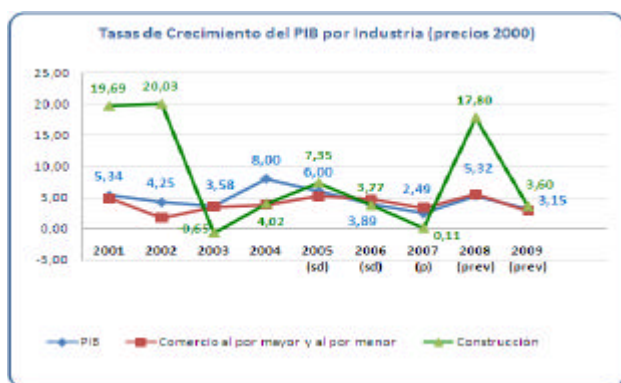
PERSONAL QUE LABORA EN CEDAL (mayo 2009)

DETALLE	CANTIDAD
Número de Personas CEDAL	295
Número de Funcionarios	4
Número de Empleados	79
Número de Obreros	212
Personal de Nómina	206
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

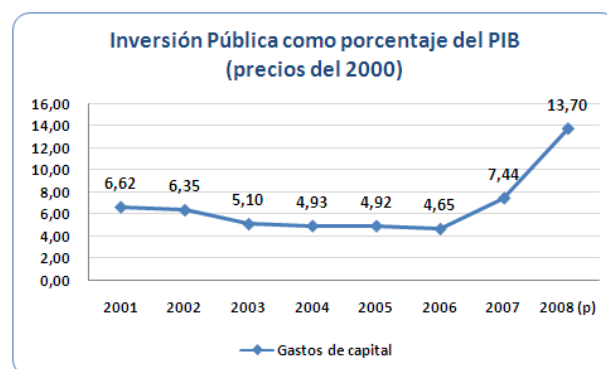


En los últimos años, la construcción al igual que la economía ecuatoriana en general mostró tasas de crecimiento cada vez menores en comparación con lo alcanzado en el 2004, debido a la dependencia que la economía tiene del sector petrolero, en el año 2004 se alcanzó un gran crecimiento del PIB petrolero 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 5.32%, 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 en todo el país, lo cual se refleja en el gran crecimiento alcanzado (17.8% con precios del 2000) y en la posición del sector dentro del PIB.

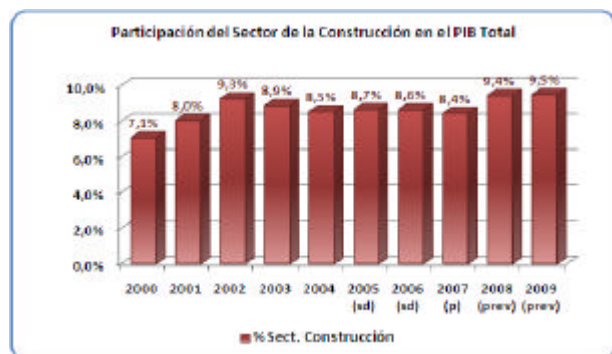
En este año, la reducción de la disponibilidad de recursos fiscales para inversión, causada por la disminución de los precios por la crisis internacional, ha frenado el crecimiento del sector en el primer trimestre de este año y las tasas de crecimiento que se esperan para fin de año son mucho menores que las del año 2008. Como se observa en el gráfico anterior.

Sin embargo, se advierte una lenta recuperación de la liquidez en la economía y en la disponibilidad del recurso para inversión pública, en parte por la recuperación de los precios del petróleo, lo que hace posible sostener el proceso de inversión pública aunque con tasas de crecimiento menores a las del año anterior, como se muestra en los gráficos siguientes, donde se presenta la relación Inversión Pública / PIB, en los años anteriores y también la lenta recuperación en los primeros meses de este año.



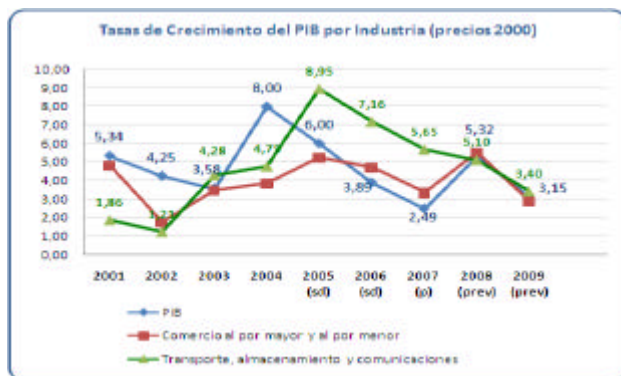
Por lo que podría ser factible el crecimiento sectorial esperado para el 2009 es de 3.6% (precios del 2000), con un leve incremento de la participación alcanzada en el año 2008 de alrededor del 9.5% del PIB posición que alcanza el sector de forma paulatina desde el 2004. Como se observa en el gráfico siguiente.

CORPORATIVO



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.

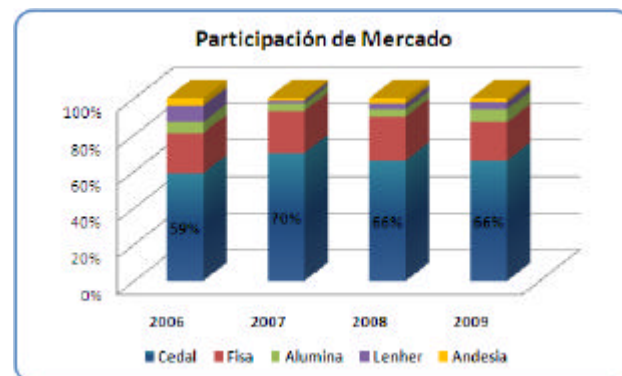
El transporte constituye el segundo gran mercado para el aluminio; en automóviles, en vehículos pesados el aluminio aparece en interiores y exteriores como molduras, parrillas, rines, acondicionadores de aire, transmisiones automáticas y algunos radiadores, bloques de motor y paneles de carrocería. Se 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.



En Ecuador, el segmento de transporte y almacenamiento 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, 7.4% para el 2008 y 2009.

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 que se reduce con respecto a su participación en el 2007. Para este año la administración maneja una posición conservadora en sus proyecciones de ventas por lo que estima que la participación se mantendría en los mismos niveles. En el período Ene-May-09 se eleva la participación de Cedal (59.41%) en comparación con igual período del año anterior en el que la participación fue del 54.6%.

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.

Históricamente la distribución de las ventas de Cedal en el mercado Nacional y en Exportaciones se distribuye de la siguiente forma:

CEDAL: Ventas en Toneladas Métricas

	Merc. Nacional	%	Exportación	%	Total
2000	2.817	60,9%	1.809	39,1%	4.626
2001	3.619	73,0%	1.336	27,0%	4.955
2002	4.144	76,0%	1.312	24,0%	5.456
2003	4.322	74,4%	1.484	25,6%	5.806
2004	4.900	77,2%	1.451	22,8%	6.351
2005	5.272	77,7%	1.510	22,3%	6.782
2006	5.410	74,4%	1.862	25,6%	7.272
2007	5.860	71,6%	2.325	28,4%	8.185
2008	6.293	72,7%	2.361	27,3%	8.654

En la información anterior se advierte que en el año 2008 el mercado nacional ganó participación en el total de ventas en volúmenes de la empresa.

En el período Ene-May-09 las ventas se distribuyen de la siguiente forma:

	Total kilos (ene-may) 2009	
Mercado Nacional	2.408.154	74%
Exportaciones	855.210	26%
Total	3.263.364	100%

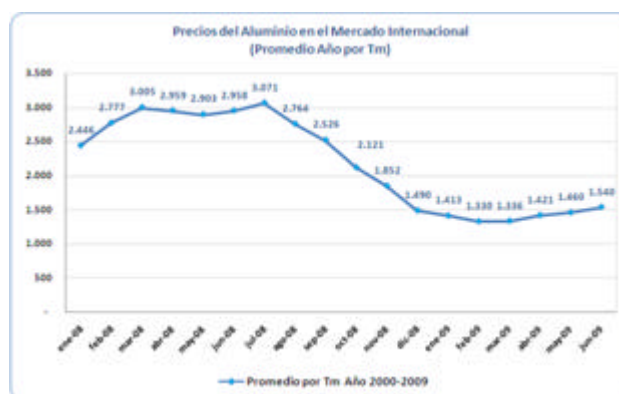
Al igual que en años anteriores una parte importante de las ventas de Cedal son exportaciones, fundamentalmente a Colombia, que se realizan a través de Vitral, empresa que mantiene una participación del 9% del mercado colombiano. Con respecto al 2007, las ventas locales aumentan su participación en las ventas totales de Cedal mientras que las exportaciones reducen su participación.

El mercado de la construcción colombiano podría verse afectado por la crisis internacional. Las previsiones de crecimiento del PIB total son de 3% para el 2009 cuando la economía colombiana ha venido creciendo a ritmos del 4.6% promedio en los últimos seis años y en el primer trimestre del 2009 muestra una tasa trimestral de -0.6%. La participación de Cedal en el mercado colombiano es para la empresa importante considerando el tamaño del mercado. Aunque la empresa presupuesta una ligera disminución de las ventas en dólares, derivadas de la disminución de precios esperada, se supone que su participación en el mercado se mantenga.

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. Para mitigar esta situación, la empresa 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 pero en el 2008 se observó una fuerte reducción que se mantiene hasta el primer trimestre del 2009, que parece ya revertirse en el segundo trimestre con un ligero incremento, como lo muestran los gráficos siguientes:



El gráfico 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.

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 y adicionalmente de varios proveedores de la chatarra para fundición.

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 mayo del 2009.

GESTIÓN OPERATIVA

CEDAL S.A. ESTADO DE RESULTADOS Expresado en miles de USD S				
	REAL may-09	PRESUP. may-09	variación	
VENTAS EN MN	18.000	18.042	100%	-42
Dcto EN VENTAS (-)	6.016	6.051	99%	-35
MERCADERIAS LC	731	1.202	61%	-471
OTROS MERCADOS	-	-		0
VENTAS EN ME exportaciones	2.940	3.959	74%	-1.019
INGRESOS TOTAL VENTAS	15.654	17.151	91%	-1.496
COSTO DE VENTAS	11.762	13.378	88%	-1.616
MARGEN DE VENTAS	3.893	3.773	103%	120
GASTOS EN VENTAS	736	859	86%	-123
GASTOS ADMINISTRACION	1.158	1.165	99%	-7
GASTOS OPERACIONALES	1.894	2.024	94%	-130
MARGEN OPERACIONAL	1.999	1.749	114%	250
GASTOS FINANCIEROS	523	605	86%	-83
OT. EGR. INGR	(94)	-		-94
TOTAL GASTOS NO OPERAC.	429	605	71%	-176
UTILIDAD/PERDIDA BRUTA (Contable)	1.570	1.144	137%	426
Leasing	-	-		0
Provisión Impuestos 36.25% (-Leasing)	569	415	137%	154
UTILIDAD NETA CONTABLE	1.001	729	137%	272

A May-09, CEDAL tiene ingresos por ventas por USD 15.654M que representa el 36% de lo alcanzado a Dic-08, y el 91% de lo planificado para el período, debido a la disminución de las exportaciones, pero esta caída en las ventas se compensó con el menor costo de producción derivado de la reducción del precio del aluminio, y por tanto el margen bruto en ventas es 3% mayor al planificado, lo cual sumado al menor monto de gastos operacionales respecto de lo planificado llevó a un resultado final mayor en 37% al planificado, a pesar del mayor nivel de provisión de impuestos.

Respecto a los niveles históricos, desde el año anterior el margen bruto mantiene una tendencia a mejorar debido a la disminución de los precios del aluminio en los mercados internacionales ya que el precio final no disminuyó, y a may-09 el margen bruto es 24.87% (17.21% a Dic-08 y 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 no han bajado en la misma proporción que se lo hizo el costo de las materias primas a nivel internacional, se realizó una baja de precio del 4% en el mes de Febrero y se ha manejado promociones desde Abril.
- 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.

Los egresos operacionales absorben el 48.7% (53.4% a Dic-08) del margen bruto, que es un porcentaje menor que en períodos anteriores debido a que el crecimiento de gastos operacionales se diluye con el crecimiento de ventas.

Los resultados a May-09 no incluyen las provisiones para participación de utilidades ni impuestos por lo que el resto de indicadores de rentabilidad no son comparables, no obstante se mantiene la calidad de la generación de utilidades, y debido a que se obtienen resultados operativos superiores a los planificados sería probable que se al menos se mantengan los resultados alcanzados el año anterior.

Las proyecciones para final del año se exponen a continuación:

CEDAL S.A. ESTADO DE RESULTADOS (PRESUPUESTO 2009) (expresado en dólares)				
INGRESOS OPERACIONALES	Fin de año		Acum. mayo	
VENTAS TOTALES	37.700.260		15.654.763	
mercado nacional				
venta de periferia	24.670.188	100.0%	10.473.176	100.0%
costo de periferia	-17.438.350	-70.7%	-7.417.834	-70.8%
margen bruto periferia	7.231.838	29.3%	3.055.342	29.2%
venta LINEA COMERCIAL	3.200.398	100.0%	1.201.856	100.0%
costo LINEA COMERCIAL	-2.613.759	-81.5%	-984.287	-81.9%
margen bruto LINEA COMERCIAL	586.639	18.5%	217.575	18.1%
margen mercado nacional	8.289.140		3.469.238	
mercado exportación				
venta de periferia	9.709.075	100.0%	3.958.885	100.0%
draw back	114.599	1.2%	30.847	0.8%
costo de periferia	-8.847.562	-91.1%	-3.685.034	-90.1%
margen mercado exportación	976.112	10.1%	304.698	7.7%
margen bruto total	9.265.252	22.5%	3.773.936	22.0%
GASTOS GENERALES				
gastos de comercialización	-1.888.961	-4.6%	-858.417	-5.0%
gastos de administración	-2.810.272	-6.8%	-1.165.485	-6.8%
total gastos generales	-4.699.233	-11.4%	-2.023.902	-11.8%
resultado operacional	4.566.018	11.1%	1.749.433	10.2%
INGR. Y EGR. NO OPERACIONALES				
Impuesto a la Circ. Capitales	0	0.0%	0	0.0%
ingresos financieros + VPP Vitral	0	0.0%	0	0.0%
costos financieros	-1.484.915	-3.6%	-605.409	-3.5%
resultado no operacional	-1.484.915	-3.6%	-605.409	-3.5%
resultado neto	3.081.104	7.5%	1.144.024	6.7%
participación trabajadores	462.166	1.1%	0	0.0%
impuesto a la Renta	654.734	1.6%	0	0.0%
resultado disponible	1.964.204	4.8%	1.144.024	6.7%

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 una reducción de ingresos por ventas del 13.3% respecto al 2008, debido a la reducción del precio del aluminio que se traslada parcialmente al precio final, tanto en el mercado nacional como en las exportaciones. Las ventas a mayo 09, representan el 41.6 % de las proyectadas para fin de año.

Paralelamente, se considera una disminución del precio del aluminio, hasta mayo 2009. El comportamiento del precio del aluminio, junto con el cambio en la composición de las materias primas (con un mayor porcentaje de aluminio reciclado), explica una reducción del 18.6% en el costo de ventas. Como resultado el margen bruto mejora y pasa de 18.3% en el 2008 a 22.5% en el 2009. El margen bruto a mayo 09 es de 24.87%.

Por otro lado, se mantiene un crecimiento del 7.3% de los gastos operacionales y se prevé un incremento del 28.8% de gastos financieros, llegando a una utilidad antes de impuestos y participaciones mayor en 20% a la generada en el año 2008, sin

CORPORATIVO

contemplar los ingresos no operativos provenientes de las inversiones en Vitral. Si consideramos este ingreso, la utilidad final se incrementaría aún más. En el año 2008 este ingreso fue de USD 876M y se estima que podría mantenerse en el 2009.

A mayo-09, la utilidad antes de impuestos y participaciones representa el 50.96% de la utilidad antes de impuestos y participaciones esperada para fin de año.

La gestión operativa en el 2009, promete resultados muy importantes. Debe mencionarse que aún en los años en los que los factores externos han afectado negativamente a los resultados de la empresa, estos han sido buenos en relación a las ventas y a los activos y atractivos para los accionistas. El ROA y el ROE a may-09, sin considerar pago de impuestos, son de 28.9% (ROA final 21.2% a Dic-08) y 12.2% (ROE final 8.5% a Dic-08) respectivamente.

• ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al 31.05.09 CEDAL tiene activos por USD 30.557M, y los principales activos son inventarios (26.9%), cuentas por cobrar (15.1%), propiedades (15.3%), e inversiones en acciones y empresas relacionadas (13.23%).

Además mantiene el 9% de los activos en cuentas por cobrar no comerciales de corto plazo, con sus empresas relacionadas. Estas cuentas no tienen costo de financiamiento ni 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, que en su mayor parte corresponden a dividendos por cobrar y financiamiento operativo.

Además, se tiene una cuenta por cobrar a largo plazo con la Casa Matriz del grupo, que representa el 4.42% de los activos.

El financiamiento del activo se hace 45% con patrimonio y 55% con pasivos. La estructura de financiamiento mejora constantemente ya que la participación del patrimonio se fortalece por la transferencia de gran parte de las utilidades de cada año a reservas facultativas, y por las utilidades del período.

El fortalecimiento subsecuente del patrimonio depende de las políticas de dividendos que se adopten cada año. A may-09 se ha decidido el reparto de dividendos por USD 400M, el resto de la utilidad del año 2008, es decir USD 2.009M se dejó en Reservas.

La emisión de obligaciones realizada el año anterior le permitió mejorar su estructura de pasivos por la disminución de la participación de pasivos en el corto plazo, que a Dic-07 representó el 95.1%, a Dic-08 se redujo a 77.3%, y a May-09 constituye el 84.5%, dentro de las cuales 60.2% son deuda financiera de corto plazo.

Las cuentas de activo que tienen mayores demandas de financiamiento son: cuentas por cobrar, la demanda de

financiamiento para inventarios se ha reducido paulatinamente tanto por la disminución de los costos del aluminio como también por el cambio en la composición de la materia prima que incorpora más chatarra y menos lingotes para su procesamiento

Las cuentas por cobrar corresponden a cuentas comerciales de terceros y relacionadas. Las primeras se originan en las ventas de perfilería a distribuidores y cuentan con garantía sobre prenda industrial o hipotecas³; 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 manuales⁴. 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%.

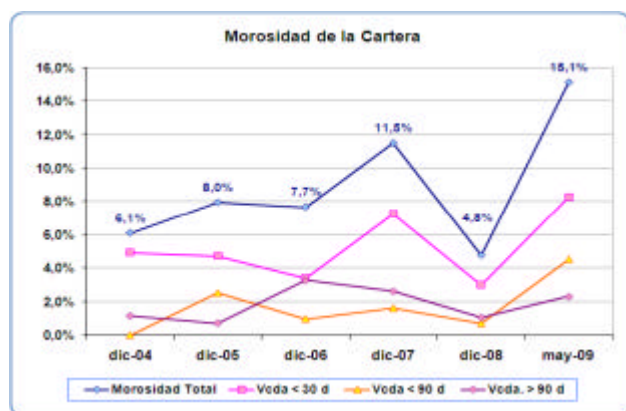
Históricamente los niveles de morosidad de CEDAL han fluctuado entre el 6% y el 8%, que si bien se redujo en Dic-08, a May-09 se eleva la morosidad a 15.1% niveles más altos que los históricos.

TOTAL CARTERA	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
NACIONAL	1.326	1.956	2.534	3.075	3.397	3.703
EXPORTACIONES	247	536	649	363	848	1.058
Total Cartera	1.573	2.492	3.183	3.438	4.245	4.760
Cartera Vencida USD M	96,0	198,5	244,4	395,3	202,7	719,8
Vcda < 30 d	77,8	117,6	109,2	249,8	127,4	394,5
Vcda < 90 d	0,0	62,9	31,1	55,5	30,0	215,8
Vcda > 90 d	18,3	18,1	104,2	90,0	45,3	109,5
MOROSIDAD	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
Morosidad Total	6,1%	8,0%	7,7%	11,5%	4,8%	15,1%
Vcda < 30 d	4,9%	4,7%	3,4%	7,3%	3,0%	8,3%
Vcda < 90 d	0,0%	2,5%	1,0%	1,6%	0,7%	4,5%
Vcda > 90 d	1,2%	0,7%	3,3%	2,6%	1,1%	2,3%

³ Para distribuidores y clientes no relacionados.

⁴ Manuales de Distribución y Marca e Imagen.

CORPORATIVO



Se debe mencionar sin embargo, que el 55% de la cartera morosa tiene una antigüedad menor a 30 días, por lo que tendría una buena posibilidad de recuperación. Las provisiones establecidas sin embargo, cubren únicamente el 23% de la cartera vencida.

Los inventarios los días de inventarios a Dic-08 son 107 que se mantiene en los niveles históricos pero se advierte un incremento de días de inventarios respecto de dic-08 a pesar de la disminución de Inventarios en términos absolutos, debido a la reducción del costo de ventas derivado tanto de la disminución del precio del aluminio como también a la utilización de la chatarra.

Los días de capital de trabajo a May-09 son 73 y los días de proveedores son de 11, en tanto que los días de clientes son 59 y los de inventarios 107. Dado el giro del negocio y la estructura de financiamiento concentrada en el corto plazo, la empresa tiene un ciclo del negocio negativo que a 0May-09 el ciclo del negocio es de -83 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-06	dic-07	dic-08	may-09
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	8.53	2.82	3.69	4.44
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.17	1.13	2.67	3.09
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)	8.53	2.82	3.69	4.44
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	4.68	5.41	3.58	2.43
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3.91	4.85	3.23	2.14
Deuda Financiera Total / FFO (x)	6.90	10.57	5.99	3.13
(FCF)/flujo de caja libre/ deuda financiera total	-24.4%	-37.8%	1.7%	18.4%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	53.7%	58.6%	55.1%	49.9%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.0%	0.5%	0.4%	0.9%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	78.0%	79.5%	81.6%	79.9%
ENDEUDAMIENTO Pasivo Tot.NO ajust.Leasing/ Patrimonio (x)	1.48	1.78	1.50	1.25
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	12.71	5.35	4.12	2.60
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1.48	1.78	1.50	1.25
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio Tangible	12.71	5.35	4.12	2.60
Deuda Financiera/ Patrimonio Tangible	9.92	4.25	3.37	2.07

El nivel de endeudamiento (Pasivo/Patrimonio) mantiene la tendencia a reducirse a partir de Dic-07 cuando llegó a 1.78 veces

CORPORATIVO

su patrimonio, a may-09 es 1.25 veces. Estresando este indicador con el patrimonio tangible, este se mueve de 4.12:1 en Dic-08 a 2.60:1 en Mayo-09. A mayo-09, los indicadores de endeudamiento están influenciados por una reducción en el pasivo financiero.

La Deuda Financiera sobre Patrimonio Tangible mantiene la misma tendencia de mejoramiento importante en los últimos años, en este período el indicador disminuye de 3.37:1 en Dic-08 a 2.07:1 en May-09. Debido a que la principal materia prima, el aluminio se negocia en el mercado internacional de materias primas, la empresa realiza el pago directamente con documentos bancarios, no tiene financiamiento de proveedores por lo que la deuda financiera crece en forma directamente proporcional con el incremento de inventarios.

El comportamiento de los indicadores estresados es decir calculados sobre el patrimonio tangible muestran una tendencia más profunda de mejoramiento debido a que las cuentas por cobrar a relacionadas que no responden al giro del negocio, se reducen.

El fortalecimiento patrimonial se apoya principalmente en las utilidades que se generan y que en buena parte se retienen en la empresa. Durante el 2007 y 2008, no se reparten dividendos pero a mayo-09 se observa un reparto del 16% sobre las utilidades del 2008; de acuerdo a las proyecciones hasta dic-09, la distribución de dividendos sobre las utilidades del año 2008, alcanzará el 42%, es decir USD1056M. Debe tomarse en cuenta que las utilidades retenidas se mantienen en la cuenta de Reserva Facultativa, las cuales a mayo-09 representan el 47% del patrimonio total y el 98% del patrimonio tangible.

La política de dividendos de la empresa no está definida sino que depende de las disponibilidades puntuales.

Según las proyecciones el endeudamiento de la empresa tiende a reducirse en el tiempo en relación al patrimonio. El fortalecimiento patrimonial de las proyecciones se sustenta también en la generación de la empresa. Si bien los resguardos adicionales a los de ley protegen al inversionista de los títulos emitidos, de un posible deterioro patrimonial de la empresa, el análisis para la calificación se sustenta en los indicadores estresados, los cuales a criterio de la calificadora muestran la posición patrimonial real de la empresa. Se esperaría que los niveles de endeudamiento de la empresa se mantengan máximo en los niveles actuales.

• CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

A May-09 la liquidez de CEDAL mejora respecto de los niveles del 2008, a pesar de lo cual se mantienen presiones debido a la concentración de obligaciones en el corto plazo; existe un desfase entre los plazos de activos y pasivos; pues el 88% de la deuda financiera es de corto plazo, pero está financiando activos de mediano y largo plazo.

Contribuye a una mejor cobertura de liquidez 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 un año. Sin embargo el efecto más importante proviene de menores requerimientos de capital de trabajo por la disminución en el precio de la materia prima. Contribuye también a una mejor posición de liquidez la mayor generación de resultados especialmente en el primer semestre de este año.

LIQUIDEZ	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100%	100%	100%	78%	88%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota)	15.82%	16.53%	10.34%	12.73%	13.51%
FFO/intereses del periodo (FFO/interest cover)	1237%	679%	244%	321%	444%
CFO/intereses del periodo (CFO/interest cover)	-1721%	-306%	-585%	49%	381%
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing)	1237%	679%	244%	321%	444%
CFO/cargos fijos	-1721%	-306%	-585%	49%	381%
FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.20	0.14	0.09	0.21	0.36
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.30	-0.08	-0.38	0.05	0.41
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo (x)	0.26	0.21	0.18	0.36	0.47
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo+ga	0.26	0.21	0.17	0.33	0.42
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financ	15.17	8.53	2.82	2.14	1.91
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.41	-0.24	-0.38	0.02	0.21

El flujo de caja de operaciones (CFO) en relación a la deuda de corto plazo se recupera y pasa de 0.05:1(Dic-08) a 0.414:1 (May-09). Con lo que se cumple ajustadamente con el compromiso asumido 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.

El flujo de caja libre generado en el primer semestre del 2009, le permitió reducir la deuda financiera de corto plazo por el pago de la parte correspondiente de la Emisión de Obligaciones en circulación. Además, se traslada la parte correspondiente de la misma hacia porción corriente.

Cabe destacar que la empresa ha probado su capacidad para refinanciar su deuda, sin embargo el descalce de plazos le hace vulnerable a la contracción de liquidez que se evidencia en el sistema. 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: 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”.

ACTIVOS	may-09	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	1.577		1.577	-	1.577
Inversiones Brutas	28		28	-	28
Cartera Productiva Bruta	4.099		4.099	-	4.099
Inventarios, otras ctas x cob. e inversiones de largo plazo	18.053	1.072	16.981	-	16.981
Total Activos Productivos	23.757	1.072	22.685	-	22.685
Fondos Disponibles Improductivos	-	-	-	-	-
Cartera en Riesgo	720		720	-	720
Activo Fijo	4.695	839	3.856	-	3.856
Valores negociables, pagos anticipados, activos diferidos	1.586		1.586	264	1.322
Total Provisiones	-201		-201	-	-201
Total Activos Improductivos	6.800	839	5.961	264	5.697
Total Activos	30.557	1.911	28.646	264	28.382
Emisión en circulación					3.334
% Emisión en circulación / Garantía General					15.21%

A May-09 los activos que constituyen la garantía general ascienden a USD 28.382M, y la emisión en circulación es de USD 3.334M 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. Compromisos que se cumplen a May-09.

Con cifras a May-09 estos indicadores son:

- ? Pasivo Total / Activo Total = 0.55
- ? Flujo de Caja de Operaciones / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0.41

• 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 en tiempo y forma con los pagos de los cupones de intereses y capital. El próximo cupón de intereses y de capital se pagará el 20 de agosto del 2009. El saldo en circulación es de USD 3.334M, USD 1.667M son de corto plazo y USD 1.667M están contabilizados en el largo plazo.

CORPORATIVO

EMPRESA: Cedral				
Quito, ECUADOR	Dic-06	Dic-07	Dic-08	May-09
RESULTADOS				
Ventas	31.511	38.812	43.467	15.654
% crecimiento	24.1%	23.2%	12.0%	-13.6%
MARGEN BRUTO (%)	15.59%	15.51%	18.33%	24.87%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participac	1.849	2.598	4.259	2.326
MARGEN EBITDA (%)	5.9%	6.7%	9.8%	14.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participac	1.849	2.598	4.259	2.326
MARGEN EBITDAR (%)	5.9%	6.7%	9.8%	14.9%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están	512	493	928	327
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.337	2.105	3.331	1.999
Gasto Financiero del período	-217	-920	-1.153	-524
Impuestos a la renta	-377	-348	-560	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos fina	3.1%	8.1%	8.7%	3.6%
UTILIDAD NETA	1.655	2.457	2.494	1.568
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	22.8%	28.2%	21.4%	28.9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.0%	10.6%	8.5%	12.2%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Pi	2.166	1.467	2.546	1.896
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trab	-1.919	-6.712	-1.978	249
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no opera	248	-5.245	568	2.145
Inversión en Activos Fijos	-1.161	-1.557	-1.183	-705
Otras Inversiones, Neto	-868	1.048	69	-319
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos	-1.781	-5.754	-545	1.121
Variación Neta de Deuda Financiera	3.444	5.395	1.199	-1.708
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-1.197	0	0	-400
Otros Financiamientos, Neto	-88	379	-336	1.061
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	379	20	318	74
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH				
EBITDA OPERATIVO	1.849	2.598	4.259	2.326
(-) Gasto Financiero del período	-217	-920	-1.153	-524
(-) Impuesto a la renta del período	-377	-348	-560	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual difere	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.255	1.330	2.546	1.802
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.919	-6.712	-1.978	249
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-664	-5.382	568	2.051
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	911	1.621	876	94
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(-) dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	-1.197	0	0	-400
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1.161	-1.557	-1.183	-705
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-2.110	-5.319	261	1.040
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	3.98%	3.43%	5.86%	11.51%
cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administraz	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1.849	2.598	4.259	2.326
BALANCE	Dic-06	Dic-07	Dic-08	May-09
Caja e Inversiones Corrientes	1.432	1.453	1.518	1.605
Activos Totales	18.575	27.623	31.116	30.557
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8.660	14.055	11.920	11.879
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	3.333	1.667
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	8.660	14.055	15.254	13.546
Pasivos con Proveedores	1.060	2.125	1.680	833
Otros Pasivos	1.376	1.506	1.753	2.579
Pasivos Totales	11.096	17.686	18.687	16.958
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	7.479	9.938	12.429	13.599
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arr	873	3.306	4.532	6.535
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	6.606	6.632	7.898	7.064
Capitalización ****	16.139	23.992	27.683	27.144
Pasivos contingentes	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	836	978	978
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado- sumar manualm	93	541	281	264
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	18.481	26.247	29.857	29.315
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	5.000	4.167	3.334
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	#DIV/0!	5	7	9
Límite Legal para Emitir Obligaciones	14.785	20.997	23.886	23.452



INDICADORES FINANCIEROS	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	8.53	2.82	3.69	4.44
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3.17	1.13	2.67	3.09
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)	8.53	2.82	3.69	4.44
Deuda Financiera Total /EBITDA o EBITDAR(x) Anual	4.68	5.41	3.58	2.43
Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3.91	4.85	3.23	2.14
Deuda Financiera Total / FFO (x)	6.90	10.57	5.99	3.13
(FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera total	-24.4%	-37.8%	1.7%	18.4%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Capitalización (%)	53.7%	58.6%	55.1%	49.9%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.0%	0.5%	0.4%	0.9%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Pasivo Total (%)	78.0%	79.5%	81.6%	79.9%
ENDEUDAMIENTO Pasivo Tot.NO ajust.leasing/ Patrimonio (x)	1.48	1.78	1.50	1.25
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	12.71	5.35	4.12	2.60
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1.48	1.78	1.50	1.25
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	12.71	5.35	4.12	2.60
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	9.92	4.25	3.37	2.07
LIQUIDEZ	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100%	100%	78%	88%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	16.53%	10.34%	12.73%	13.51%
FFO/intereses del período (FFO/interest cover)	679%	244%	321%	444%
CFO/intereses del período (CFO/interest cover)	-306%	-585%	49%	391%
FFO/cargos fijos(intereses período+cuota leasing)	679%	244%	321%	444%
CFO/cargos fijos	-306%	-585%	49%	391%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.14	0.09	0.21	0.36
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.08	-0.38	0.05	0.414
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período (x) anual	0.21	0.18	0.36	0.47
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del período+gastos financieros (x) anual	0.21	0.17	0.33	0.42
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros (x) anual	8.53	2.82	2.14	1.91
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.24	-0.38	0.02	0.21
OTROS INDICES	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	2.559	2.164	6.840	5.725
Liquidez Acida (x)	0.72	0.56	0.83	0.83
Act.Monet.(caja y equiv + cxc comerc.)/ Pasivo Corr.(x)	0.38	0.28	0.39	0.43
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.16	1.07	1.14	1.18
Patrimonio / Activo Total (x)	0.40	0.36	0.40	0.45
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	12	8	8	6
Días de cuentas por cobrar	30	44	47	59
Rotación de inventarios (x)	5	3	4	3
Días de inventarios	76	106	96	107
Rotación de cuentas por pagar (x)	25	15	21	34
Días de cuentas por pagar	14	23	17	11
Rotación Capital de Trabajo	10	15	5	5
Días de Capital de Trabajo	35	24	69	73
Días de Ciclo de Operación	-57	-104	-57	-83
Costo de Ventas/Obligaciones Financieras Promedio	383	246	268	82
(x) Índice expresado en número de veces				
* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amor				
** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, n				
**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.				