

Ecuador
 Emisión Obligaciones

Corporación Ecuatoriana
 De Aluminio S.A. -CEDAL-

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	NR	NR

NR: NO REGISTRA

Detalle de la emisión

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL
Monto:	USD 8'000.000
Plazo:	1440 días (4 años)
Cupón de Interés:	TPR + 1,5%
Pago de Interés:	Trimestrales
Modalidad Cálculo Pago:	360/360
Amortización:	Pago de Capital Semestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos Capital de trabajo
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Picaval
Agente Colocador:	Picaval
Agente Pagador :	Banco Pichincha S.A.
Representante Obligacionistas:	Pólit & Pólit Abogados S.C.C.

Contactos

Patricia Pinto
 593-2 2548-393
pintop@bankwatchratings.com
 Lorena Oliva
 593-2 222-323
l.oliva@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 Se encuentra entre las empresas más grandes del país por nivel de ventas.

FECHA COMITE: Noviembre/12/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre, 2009

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

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.

Con base en los estados financieros interinos al 30 de septiembre del 2009 y demás información presentada, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de "AA" (Doble A) a la emisión descrita.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, esta calificación "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 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.

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

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 la fluctuación 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 septiembre-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 septiembre-09 mantiene una tendencia positiva, no obstante se mantiene la necesidad de refinanciar una parte 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. Además, 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.

▪ ANÁLISIS FODA

FORTALEZAS

- Líder nacional en el mercado de extrusión, perfiles arquitectónicos y estructuras 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.
- Claras estrategias comerciales y extensa red de distribución.
- Sistema ISO 9001:2000 para gestión de calidad.
- Estandarización de políticas comerciales a través de los manuales de distribución, marca e imagen.

OPORTUNIDADES

- Políticas gubernamentales de protección a la industria nacional
- Potencial incremento del crédito hipotecario por incentivos del Gobierno al sector de la construcción.
- 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.
- Contracción del nivel de ventas en el presente año, vulnerabilidad frente a cambios macro económicos y de precio en materia prima.

AMENAZAS

- Sector sensible a los cambios en la situación macroeconómica.
- Competencia informal que factura sin IVA y no cumple con las normas mínimas en la calidad del producto.
- Potencial disminución en 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 Y SUBSECUENTES

A la fecha se encuentra en proceso el trámite de fusión por absorción de CEDAL y una de sus empresas relacionadas Acero Vegetal. El resultado de dicha fusión será la unión de activos, pasivos y patrimonio de las dos empresas. Sin embargo, de acuerdo a información del emisor la empresa absorbida no continuará en el negocio y la intención es liquidar los activos de la misma en el corto plazo.

El presente análisis se ha realizado en base a estados financieros consolidados presentados por la empresa. Es importante mencionar que el principal efecto contable de la fusión en el balance de CEDAL fue la eliminación de cuentas por cobrar de CEDAL a Acero Vegetal. Estas cuentas se compensaron con un terreno de Acero Vegetal ubicado en Durán, donde funcionarán las nuevas instalaciones de CEDAL.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por las siguientes firmas: Ernst & Young para el año 2006, Moore Stephens 2007 y 2008, e interinos al mes de septiembre 2009, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

▪ 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. Desde el año 1992 pasó a formar parte de Corporación Empresarial S.A. CORPESA, la cual tiene el 99,98% de las acciones de la empresa.

CEDAL inició sus actividades productivas en el año 1976, y durante casi 35 años ha logrado mantener su liderazgo en el mercado de producción y distribución de perfiles de aluminio. Actualmente tiene una participación de mercado local de 55,5%.

La empresa cuenta en sus instalaciones industriales con dos prensas de extrusión, las mismas que conjuntamente con sus equipos auxiliares y de manejo fueron repotenciadas y automatizadas con tecnología de punta. Además posee líneas completas de anodizado, pintura y una planta para fundición de aluminio.

CEDAL tiene una amplia red de distribución en todo el país. Cuenta con 48 distribuidores exclusivos, en 33 ciudades del país y un local propio en Guayaquil. Además realiza exportaciones desde hace más de tres décadas, especialmente a Colombia, y algunos países en el Caribe. Actualmente el 74% de las ventas en kilos se realizan en el mercado nacional y el 26% se exporta.

Las ventas en Colombia se realizan a través de la compañía relacionada VITRAL, en la cual CEDAL mantiene 94% de participación. VITRAL posee centros de distribución en las ciudades de Cali y Bogotá, tiene alrededor del 10% de participación del mercado colombiano de perfilería. A Septiembre 2009 Colombia es el destino del 100% de las exportaciones de CEDAL.

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 Sika¹. A partir de ese año la empresa inicia su proceso de diseño e 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 Multiplex.

Esta línea comercial representó a sep-09 el 6,2% de las ventas totales, y ha mostrado un acelerado crecimiento en los últimos años (47% en relación a sep-08).

Debido a la continua innovación y estricto control de procesos, CEDAL obtuvo 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 la Holding y es propietaria de la

mayoría de las empresas que conforman el 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 (aldos para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables).

? **Tandilsa S.A.:** Plantación de caña guadua, en fase de desarrollo.

? **Acero Vegetal:** es una empresa ecuatoriana ubicada en la ciudad de Durán, Provincia del Guayas, dedicada a la fabricación y comercialización de pisos de madera sólida tropical para el mercado local e internacional, bajo la marca registrada TLM (Tropical Lumber Millworks). La extensión de los terrenos de Acero Vegetal es de 10.000 m². Como se ha mencionado, esta empresa está en un proceso de fusión por absorción con CEDAL, el cual está aprobado y se espera concluya durante el presente mes.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL CORPESA

NOMBRE	# ACCIONES	PORCENTAJE
Gómez Calisto Bernardo	459.579	18,48%
Gómez Calisto José Luis	458.074	18,42%
Inversiones ALFA C.A.	463.943	18,65%
Red Lions Worldwide Corp.	329.787	13,26%
Otros Accionistas	775.982	31,20%
Total	2.487.365	100,00%

La estructura accionarial de CORPESA está conformada por 28 accionistas, entre personas naturales y jurídicas. El 68,8% de las acciones se concentra en cuatro accionistas con participaciones superiores al 10% y el resto de la propiedad está diversificada en pequeñas participaciones.

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

¹ Línea comercial de silicón.

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

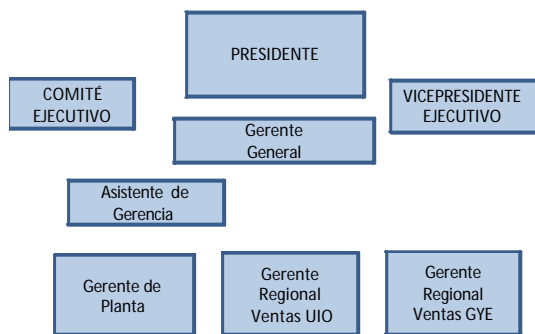
CORPORATIVO

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA DE CEDAL

De acuerdo al organigrama funcional, CEDAL se encuentra gobernado por la Presidencia, desde donde se formulan las principales directrices que seguirá la compañía. El Gerente General quien también ejerce la representación legal reporta directamente a la Presidencia. La empresa cuenta con un Comité Ejecutivo conformado por el Presidente y algunos miembros de la plana gerencial, el cual define las políticas y estrategias de la institución.

La Calificadora considera a la plana administrativa como una fortaleza de la empresa por estar conformada por profesionales con amplio conocimiento del mercado, experiencia y prestigio en los círculos financieros. Reconoce también que las decisiones se concentran en los accionistas principales.

ORGANIGRAMA FUNCIONAL



A la Gerencia General reportan directamente la Gerencia de Planta y las Gerencias Comerciales de Quito y Guayaquil. La Gerencia de Planta tiene bajo su responsabilidad todo el proceso productivo de la empresa. Las Gerencias Regionales dirigen todo el proceso comercial, que comprende políticas de ventas, exportación, mercadeo y cobranza.

CEDAL, al ser parte de un grupo empresarial y tener como principal accionista a la Holding, está sujeta a la administración corporativa que centraliza las funciones de sistemas, finanzas, contabilidad, recursos humanos, mercadeo y adquisiciones. Algunas de estas funciones son tercerizadas y provistas por una firma que da servicios a todas las compañías que conforman el Grupo.

A septiembre 2009, CEDAL cuenta con 281 empleados, distribuidos de acuerdo al detalle del siguiente cuadro:

DETALLE	CANTIDAD
Gerentes	4
Administrativos	85
Obreros	192
Personal de Nómina	274
Personal a Destajo	6
Total Personal	281

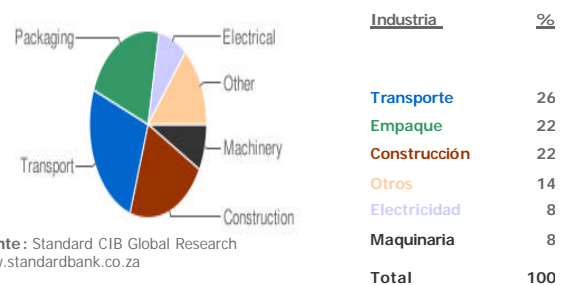
Los empleados de la Planta conformaron un Comité de Empresa en 1982, el cual ha mantenido una relación estable con la Administración, no se han reportado conflictos laborales. En el 2010 se firmará el décimo cuarto contrato colectivo.

▪ **RIESGO SECTORIAL**

El sector metalmeccánico en el Ecuador, que comprende la extracción y manufacturas de metales, ha sido uno de los más dinámicos en la economía en los últimos 5 años. De acuerdo a información de la CORPEI, las exportaciones de este sector representaban apenas el 3% de las exportaciones no petroleras en el año 2003, al finalizar el año 2008 éstas representaron el 6,3%.

El principal destino de los metales ecuatorianos y sus manufacturas han sido países latinoamericanos (Colombia, Perú y Venezuela), que en conjunto reciben el 60% de las exportaciones. Sin embargo, Estados Unidos también representa un mercado importante que capta el 15% de las exportaciones.

APLICACIONES DEL ALUMINIO A NIVEL MUNDIAL



La industria metalmeccánica ecuatoriana exportó USD 268 MM en el año anterior. Dentro del sector se consideran metales como el hierro, acero, cobre, níquel, aluminio, plomo, cinc, estaño y sus diversas manufacturas. Desde el año 2003 las exportaciones registran un crecimiento promedio de 35%. El aluminio es el segundo metal más importante por volumen de exportación, con una participación de 24%.

En general las aplicaciones del aluminio son variadas por lo que su mercado es amplio y diversificado. El crecimiento de esta industria durante los últimos años es concordante al crecimiento de sectores como el de la construcción y transporte. De acuerdo a información publicada por el Banco Central del Ecuador (BCE), estos sectores registraron un crecimiento promedio de 6,3% y 4% respectivamente en el período 2005-2008.

Sin embargo, durante el año 2009 se han observado signos de desaceleración en la economía. Según las previsiones del

CORPORATIVO

BCE, el Producto Interno Bruto del 2009 tendrá un crecimiento de apenas un 1%. El sector de la construcción, que ha sido uno de los más dinamizadores de la economía especialmente por el volumen de empleo que genera, decrecerá en este año en -1%.

La desaceleración económica es uno de los mayores riesgos que deberá afrontar el sector metalmeccánico, el cual, al ser proveedor de materias primas depende de la reactivación de otros sectores para incrementar la demanda.

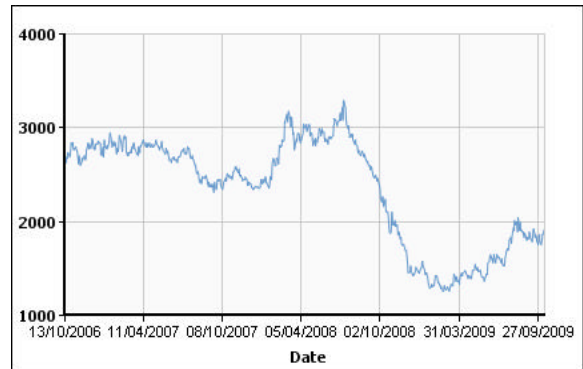
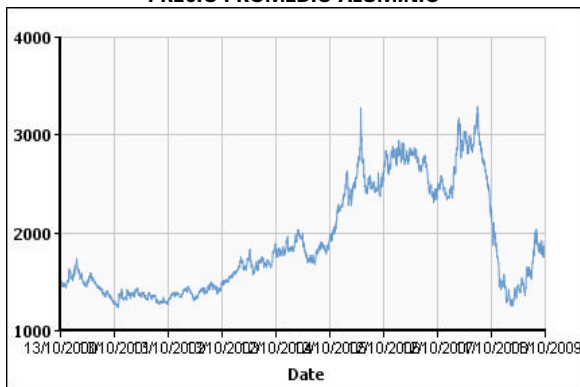
En el mediano plazo esta reactivación está asociada al potencial incremento en la inversión en obra pública e inversión privada, que dependerá de la capacidad de obtener nuevas fuentes de financiamiento.

MATERIA PRIMA

El aluminio comenzó a cobrar importancia en la industria apenas a mediados del siglo 19, cuando se descubrió que al ser un metal ligero, de alta conductividad y resistencia, era ideal para ser utilizado en un sin número de aplicaciones. En la actualidad, la industria del aluminio y manufacturas de aluminio mueve alrededor de USD 137 mil millones en exportaciones a nivel mundial.

Desde el año 2000 los costos del aluminio presentaban un crecimiento sostenido, sin embargo en el 2008 se produjo un fuerte incremento en los precios internacionales principalmente por el impacto del acelerado aumento de los precios del petróleo ocurrido en ese período.

PRECIO PROMEDIO ALUMINIO



Fuente: London Metal Exchange

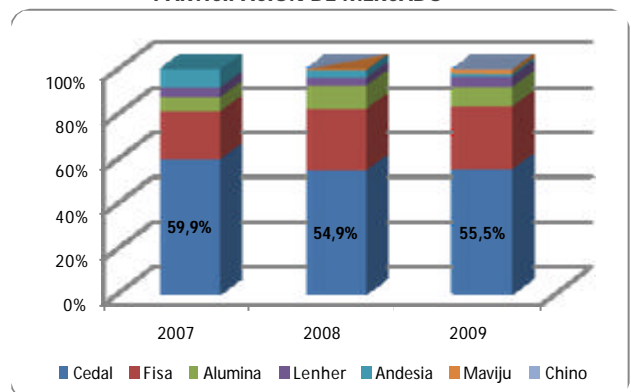
Los gráficos señalan las tendencias de variación de precios anuales promedio del aluminio primario según London Metal Exchange (LME). La variación entre el 2002 y Jun-08 es de un 82%. Sin embargo, en el segundo semestre del 2008 el precio del aluminio en el mercado internacional se reduce y vuelve a los niveles en los que se encontraba en el año 2004. A partir de Mar-09 se puede observar una ligera tendencia de los precios al alza.

El comportamiento de la industria ha sido cíclico, lo que sugiere que no necesariamente una tendencia actual se mantenga. Los márgenes de la industria son susceptibles a los cambios en los precios en la materia prima que, como se ha observado, es volátil. La variación del costo del aluminio impacta en el costo de inventarios y en el costo de ventas.

En el Ecuador, el aluminio proviene en su mayoría de 8 países. CEDAL importa sus insumos estratégicos, lingotes de aluminio y chatarra de varios proveedores especialmente de países latinoamericanos.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA EN EL SECTOR

PARTICIPACIÓN DE MERCADO



*Información del período Enero - Agosto para los 3 años.

CORPORATIVO

La participación histórica de CEDAL en el mercado ecuatoriano ha sido mayoritaria. En promedio durante el 2008 las ventas de la empresa representaron el 66% del total del mercado. En el período Enero – Agosto 2009 la participación fue ligeramente mayor al mismo período 2008, sin embargo menor a la observada en años anteriores.

Los demás participantes en el mercado de aluminio son: Fisa, Alumina, Lenher, Andesia. Fundiciones Industriales S.A. Fisa, es el competidor que le sigue a Cedal en participación de mercado con 28% de las ventas totales nacionales. Es una planta de extrusión de aluminio ubicada en Guayaquil que también realiza exportaciones a Estados Unidos y Colombia.

El fuerte posicionamiento de CEDAL ha sido sustentado principalmente por su amplia red 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.

CEDAL
Ventas en Toneladas Métricas

	Mercado Nacional	% Crec	Exportación	% Crec	Total	% Crec
2000	2.817		1.809		4.626	
2001	3.619	28%	1.336	-26%	4.955	7%
2002	4.144	15%	1.312	-2%	5.456	10%
2003	4.322	4%	1.484	13%	5.806	6%
2004	4.900	13%	1.451	-2%	6.351	9%
2005	5.272	8%	1.510	4%	6.782	7%
2006	5.410	3%	1.862	23%	7.272	7%
2007	5.860	8%	2.325	25%	8.185	13%
2008	6.293	7%	2.361	2%	8.654	6%
2009	5.689	-10%	1.947	-18%	7.636	-12%

* En el 2009 se han anualizado las ventas a septiembre sin considerar factores estacionales.

Históricamente CEDAL ha distribuido sus ventas en el mercado nacional y en exportaciones en una relación promedio aproximada de 75% y 25% respectivamente.

Al mes de agosto el 26% de las ventas se dirigieron hacia Colombia, y se realizaron a través de su empresa relacionada Vitral. Vitral mantiene una participación del mercado colombiano cercano al 10%.

Desde el año 2005 las ventas locales han crecido sostenidamente a un ritmo promedio de 6%, mientras que las exportaciones crecieron aceleradamente en el 2006 y 2007 por sobre el 20%. Al anualizar las ventas de CEDAL del mes de septiembre 2009, se puede estimar que este año las ventas tendrán un decrecimiento cercano a -13%.

El sector de la construcción colombiano, así como en varios países latinoamericanos, podría verse afectado por la crisis internacional. Las previsiones de crecimiento del PIB en Colombia 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%.

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.

■ GESTIÓN OPERATIVA

ESTRUCTURA DE MARGEN	dic-06	dic-07	dic-08	sep-09
INGRESOS OPERACIONALES				
Ingresos por ventas y servicios	100%	100%	100%	100%
(-) Costo de venta y servicios	-84,4%	-84,5%	-81,7%	-70,6%
RESULTADO BRUTO	15,6%	15,5%	18,3%	29,4%
EGRESOS OPERACIONALES				
(-) Gastos Administrativos	-3,2%	-9,5%	-9,8%	-7,5%
(-) Gastos de Comercialización	-7,3%	0,0%	0,0%	-4,9%
RESULTADO OPERATIVO	5,1%	6,1%	8,5%	17,1%
Ingresos No Operacionales	2,9%	4,2%	2,0%	0,4%
Rendimiento por Inversiones	2,5%	3,8%	2,0%	0,4%
Otros Ingresos	0,4%	0,4%	0,0%	0,0%
Egresos No Operacionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
(-) Otros Egresos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESULTADO NO OPERACIONAL	2,9%	4,2%	2,0%	0,4%
RESULTADO OPERACION NETO ANTES G.	8,0%	10,2%	10,6%	17,4%
(-) Gastos Financieros	-0,7%	-2,4%	-2,7%	-3,3%
RESULTADO ANTES DEL IMPUESTO	7,3%	7,9%	7,9%	14,2%
(-) Participación Empleados (15%)	-0,8%	-0,6%	-0,9%	0,0%
(-) Impuesto a las Utilidades de las Empresas	-1,2%	-0,9%	-1,3%	0,0%
RESULTADO NETO DE LA GESTIÓN	5,3%	6,3%	5,7%	14,2%

Para el presente análisis se han considerado cifras de balance consolidado entre CEDAL y Acero Vegetal, pues el proceso de fusión por absorción de las empresas está a punto de culminarse. Es importante mencionar que los balances a septiembre consolidados no son auditados, y basamos nuestro análisis en balances firmados entregados por la empresa. La participación de Acero Vegetal en las cifras consolidadas es marginal en todos los rubros.

Hasta el mes de septiembre 2009 las ventas consolidadas de CEDAL ascendieron a USD 27.681 M, lo que representaría un decrecimiento de -15,1%, en el 2009, sin considerar factores estacionales. La empresa proyecta que hasta finalizar el presente período las ventas alcanzarán un 87% de aquellos obtenidos en el 2008, es decir una contracción anual de -12,7%. Las ventas de Acero Vegetal a sep-09 representan menos del 1% de las ventas de CEDAL. Es importante señalar que la contracción de las ventas obedece en mayor medida a la disminución de los precios generales en el mercado durante el segundo semestre del año, que a una reducción de la demanda. La reducción de los precios se debe a que los precios de los productos terminados se van ajustando en relación a la disminución del precio del aluminio.

El 71% de las ventas fue absorbido por el costo de ventas, dejando un margen bruto de 29,3%, 11 puntos porcentuales más alto al registrado en dic-08, y el mayor de los períodos analizados.

Algunos factores han colaborado en el incremento del margen bruto durante el 2009. Primeramente, el alza de precios internacionales del aluminio ocurrido en el primer semestre del año anterior motivó el incremento de precios del producto terminado en el mercado, los cuales, luego de su aumento no se redujeron a la misma velocidad ni en la misma proporción en que se redujo el precio del aluminio desde el segundo semestre del 2008. Esta situación del mercado benefició los márgenes del segundo semestre del 2008 y del primer semestre del 2009.

Otro factor importante fue la decisión de la empresa de sustituir parte de la materia prima importada por productos hechos de la fundición de aluminio reciclado, lo que no afecta a la calidad del producto pero disminuye considerablemente el costo. Para implementar esta estrategia la empresa realizó la respectiva inversión en maquinaria y los resultados del año son positivos.

Los egresos operacionales absorben el 42% (53,4% a Dic-08) del resultado bruto, porcentaje menor al registrado en períodos anteriores debido a que el crecimiento de gastos operacionales se diluyó con el incremento del margen. La relación egresos operacionales sobre ventas se incrementó en 3 puntos porcentuales llegando al 12,80%.

El gasto financiero muestra una tendencia a disminuir. Esto se explica a partir del financiamiento que la empresa ha obtenido en el mercado de valores a menor costo y con mayores plazos.

A sep-09 el ROE y el ROA fueron 36,6% y 16,7%, respectivamente. Los resultados hasta septiembre 2009 no consideran provisiones para participación de utilidades a empleados e impuesto a la renta, por lo que la utilidad neta estaría sobrevalorada en esos valores. No obstante, se puede observar que se mantiene la calidad de la generación de resultados, y se proyecta que hasta finalizar el año la empresa podría alcanzar una utilidad neta con un crecimiento de 6% en relación al 2008. Debe tomarse en cuenta que una parte importante de las utilidades (35% en el 2008 y aproximadamente 20% esperado para el 2009) proviene de ingresos por rendimiento de inversiones que CEDAL mantiene en otras empresas del Grupo. Este rendimiento no representa un ingreso en efectivo sino un aumento en el valor patrimonial proporcional de las inversiones.

Las proyecciones de la empresa muestran una contracción de ventas en el 2009, y los siguientes años tendrían una ligera recuperación de las ventas con incrementos de 3,6% anual a partir del 2011, porcentajes que son conservadores en relación al desempeño histórico. La proyección considera una futura reducción del precio del aluminio que se traslada parcialmente al precio final, tanto en el mercado nacional como en las exportaciones. El comportamiento del precio del aluminio, junto con el cambio en la composición de las materias primas (con un mayor porcentaje de aluminio reciclado) son dos factores

importantes que la empresa estima pueden variar los márgenes a futuro. El margen bruto proyectado es de 22%.

Por otro lado, se estima que la empresa será más eficiente en el manejo de su gasto operativo y se mantiene un crecimiento del 3,6% de los gastos operacionales y se prevé un incremento promedio anual de 7% en el gasto financiero. En las proyecciones se estima que habrá Otros Ingresos por USD 500 M, los cuales corresponden a ingresos por dividendos en acciones de Vitral (Valor Promedio Patrimonial).

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, éstos han sido buenos en relación a las ventas y a los activos, además atractivos para los accionistas. El ROE y el ROA proyectados para este período considerando participación de empleados y pago de impuestos, son de 34,7% (ROE final 21,4% a Dic-08) y 16,1% (ROA final 8,5% a Dic-08) respectivamente. En vista de que el margen operativo del 2009 se ha beneficiado por temas coyunturales del mercado no se esperaría que los resultados se mantengan en los mismos niveles, en los próximos años, sin embargo se esperaría que estos sean buenos, estables y suficientes para sostener el negocio y cumplir con sus obligaciones.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al finalizar el tercer trimestre del 2009 CEDAL presenta la siguiente estructura de activos: el 64% corresponde a activos corrientes y el 36% a activos de largo plazo. Los principales activos que maneja la empresa son: Inventarios (31%), Propiedad, planta y equipos (18%), Cartera clientes (14%), e Inversiones en acciones y empresas relacionadas (12%).

Además la empresa tiene un rubro importante de cuentas por cobrar a compañías relacionadas que asciende al 11% de los activos totales. Estas cuentas no tienen costo de financiamiento ni condiciones definidas para su recuperación. La Administración ha informado que se están definiendo las condiciones para pago y plazos de recuperación de algunas de estas cuentas, que en su mayor parte corresponden a dividendos por cobrar y financiamiento operativo. Con el proceso de fusión por absorción con Acero Vegetal, se puede observar en el balance consolidado que se ha dado de baja la cuenta por cobrar de corto plazo que existía con esta compañía.

Las cuentas de activo que tienen mayores demandas de financiamiento son: cuentas por cobrar e inventarios. 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 presenta un riesgo cuando está vencida desde los 90 días, por lo que los niveles de riesgo serían menores al 2%.

A septiembre 2009, el indicador de cuentas por cobrar disminuye a 6, en relación a lo histórico que ha sido de 8. Una menor rotación de la cartera fue consecuencia de dos factores principales: primeramente es efecto de la fusión con Acero Vegetal, pues la cartera de la empresa absorbida es de más lenta recuperación. El segundo factor es el financiamiento de mayor plazo a dos clientes específicos por operaciones puntuales. La disminución del indicador no responde a un deterioro en la calidad ni en la recuperación de la cartera.

Los inventarios: los días promedio de rotación de inventarios a Sep-09 fueron 137. Se puede observar una tendencia de incremento de los días de rotación y un aumento de los inventarios en términos absolutos en relación a períodos anteriores analizados. El monto de inventarios de Acero Vegetal representó el 8,3% del total de inventarios de las empresas fusionadas. La mayor parte de ellos son producto terminado, y de acuerdo a información del emisor, de fácil realización.

Dentro del activo a largo plazo existe un rubro importante de Inversiones en acciones de compañías relacionadas, que corresponde en su mayor parte a las acciones de la empresa colombiana Vitral. Vitral tiene un tamaño de activos de USD 6,5 MM y ventas a sep-09 de USD 7,5 MM, y una participación de mercado de 10%. Vitral entrega dividendos a CEDAL en efectivo y en acciones, como valor patrimonial proporcional. Se considera que este es un activo de buena calidad para respaldar los pasivos.

El activo se encuentra financiado en 52% por el Patrimonio y 48% por el Pasivo. La estructura de financiamiento mejora constantemente, la empresa ha mostrado una posición más

solvente a medida que se han reinvertido las utilidades generadas dejándolas en reservas y se ha disminuido la deuda de la empresa.

El futuro fortalecimiento del patrimonio depende de la generación de resultados operativos positivos y de las políticas de dividendos que se adopten cada año. También depende de las políticas del Grupo en cuanto a la transferencia de fondos de CEDAL a otras empresas y/o negocios. Históricamente, los estados financieros de la empresa no muestran reparto de dividendos directamente, sin embargo en las proyecciones entregadas se considera un reparto de dividendos del 20% de la utilidad del ejercicio a partir del año 2009. En el año 2009 hubo un reparto de dividendos por USD 400 M, por utilidades del año 2008.

A pesar de que el ciclo del negocio de la empresa es de corto plazo al igual que las necesidades de financiar su capital de trabajo, la estructura de CEDAL históricamente ha mostrado un descenso de plazos entre activos y pasivos, ya que se han financiado con pasivos de corto plazo: la transferencia de fondos y las cuentas por cobrar a relacionadas que no se han recuperado y/o que se recuperarían en el largo plazo; también se ha financiado con pasivos de corto plazo la inversión en activos fijos.

La emisión de obligaciones realizada el año anterior le permitió a la empresa mejorar su estructura de pasivos por la disminución de la participación de pasivos en el corto plazo. Sin embargo a medida que se ha amortizado la deuda de mercado de valores la empresa vuelve a concentrar financiamiento en el corto plazo. La emisión propuesta permitirá reestructurar nuevamente los pasivos con el sistema financiero, y sustituirlos por financiamiento de largo plazo.

■ ENDEUDAMIENTO

INDICADORES FINANCIEROS	dic-06	dic-07	dic-08	sep-09
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	8,53	1,21	2,93	6,33
(EBITDA - Inver. en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3,17	-0,48	1,91	5,16
EBITDAR/cargos fijos/intereses y cuota leasing del período)	8,53	1,21	2,93	6,33
Deuda Financiera Total/EBITDA o EBITDAR(x) Anual	4,68	12,61	4,51	1,57
Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,91	11,31	4,06	1,34
Deuda Financiera Total / FFO (x)	6,90	-91,54	9,13	1,87
(FCF)Flujo de caja libre/ deuda financiera total	-33,3%	-58,9%	-2,9%	34,9%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	53,7%	58,6%	55,1%	41,4%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,0%	0,5%	0,4%	0,6%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	78,0%	79,5%	81,6%	77,8%
ENDEUDAMIENTO Pasivo Tot.NO ajust.leasing/ Patrimonio (x)	1,48	1,78	1,50	0,91
Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	3,01	3,73	3,28	1,29
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1,48	1,78	1,50	0,91
Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio Tangible	3,01	3,73	3,28	1,29
Deuda Financiera/ Patrimonio Tangible	2,35	2,97	2,68	1,01
Pasivo Total ajust Leasing + Contingentes/ Patrimonio Tangible	3,01	3,73	3,72	1,52
Deuda Fin mas Contingentes/ Patrimonio Tangible	2,35	2,97	3,12	1,24

El nivel de endeudamiento (Pasivo/Patrimonio) mantiene una tendencia a reducirse desde Dic-07. A sep-09 la relación pasivo sobre patrimonio incluso es menor a 1 (0,91:1) y es el menor indicador histórico. Debe tomarse en cuenta sin embargo, que el patrimonio de CEDAL apalanca otros negocios del Grupo a través de cuentas por cobrar y garantías, por lo tanto se estresa el indicador incluyendo en el

³ Para distribuidores y clientes no relacionados.

⁴ Manuales de Distribución y Marca e Imagen.

CORPORATIVO

pasivo las garantías otorgadas a terceros para otras empresas del Grupo, y restando del patrimonio los activos de difícil recuperación para establecer el patrimonio tangible. De esta forma, la relación sube a 1,52:1, que es un indicador de endeudamiento moderado y manejable.

La Deuda Financiera, incluyendo contingentes, sobre Patrimonio Tangible mantiene la misma tendencia a disminuir, pasando de 3,12:1 en Dic-08 a 1,24:1 en Sep-09. Dado 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.

Por otro lado, como se mencionó anteriormente, el fortalecimiento patrimonial se apoya principalmente en las utilidades que se generan. Debe tomarse en cuenta que las utilidades retenidas se mantienen en la cuenta de Reserva Facultativa, las cuales a Sep-09 representan el 40% del patrimonio total y el 82% del patrimonio tangible.

La política de dividendos de la empresa no está definida sino que depende de disponibilidades puntuales. Las proyecciones entregadas consideran un reparto de dividendos del 20% de las utilidades anuales generadas y mantener las cuentas por cobrar a relacionadas en los niveles actuales.

El objetivo de la emisión propuesta es la sustitución y reestructuración de pasivos, de manera que los niveles del endeudamiento se incrementan ligeramente hasta finalizar el año 2009, y comienzan a disminuir a partir del 2010 a medida que se amortiza la deuda con mercado de valores. El análisis para la calificación se sustenta en los indicadores estresados, los cuales a criterio de la calificadoradora muestran la posición patrimonial real de la empresa. Se espera que los niveles de endeudamiento de la empresa se mantengan en niveles similares a los actuales.

▪ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

La liquidez de CEDAL mejora considerablemente en el período de análisis. El EBITDA operativo cubre el gasto financiero y el gasto de impuesto a la renta, dejando un flujo de caja operativo suficiente para cubrir las necesidades de capital de trabajo, las inversiones en activo fijo y reducir la deuda financiera.

La reestructuración del pasivo que se produjo con la colocación de la emisión de obligaciones anterior en el mercado de valores, una parte de la cual tiene un plazo mayor a un año, contribuyó a una mejor cobertura de liquidez. Sin embargo, el efecto más importante proviene de menores requerimientos de capital de trabajo por la disminución en el precio de la materia prima y la desaceleración en las ventas. Además, una mejor posición de liquidez se debe a la mayor generación de resultados operativos.

LIQUIDEZ	dic-06	dic-07	dic-08	sep-09
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a la	100%	100%	78%	86%
Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incl	16.53%	10.34%	12.73%	17.29%
FFO/intereses del período (FFO/interest cover)	679%	83%	245%	633%
CFO/intereses del período (CFO/interest cover)	-306%	-746%	64%	465%
FFO/cargos fijos(intereses período+cuota leasing)	679%	83%	245%	633%
CFO/cargos fijos	-306%	-746%	64%	465%
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.14	-0.01	0.14	0.62
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.08	-0.49	0.06	0.54
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing de	0.21	0.08	0.28	0.74
EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing de	0.21	0.07	0.26	0.66
EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota Leasing+G	8.53	1.21	1.70	3.69
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) An	-0.33	-0.59	-0.04	0.35

El flujo de caja de operaciones (CFO) en relación a la Deuda de corto plazo se recupera a septiembre y cubre el 54% de la deuda. Mientras que el flujo de caja libre al momento podría cubrir hasta el 35% de la deuda de corto plazo.

Una fortaleza de la empresa es que tiene la capacidad de refinanciar su deuda debido al fácil acceso de líneas de crédito disponibles. Sin embargo el descalce de plazos le hace vulnerable a una potencial contracción de liquidez en todo el sistema.

La nueva emisión de obligaciones le permitirá mantener una mejor estructura de plazos entre los activos y pasivos, de manera que liberará la presión en los indicadores de liquidez que ha manejado históricamente; sin embargo, considerando que los márgenes obtenidos durante el 2009 en parte obedecen a factores coyunturales, estimamos que los niveles de liquidez de la empresa no se mantendrán en los niveles actuales pero si dentro de los resguardos establecidos.

▪ ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

Tanto la emisión propuesta como las emisiones que se encuentran ya en circulación 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	sep-09 en miles USD	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1.614		1.614	-	1.614
Cuentas por Cobrar	4.403		4.403	-	4.403
Inversiones Temporales	102		102	-	102
Inventarios	9.750	2.269	7.481	-	7.481
Impuestos y pagos anticipados	1.058		1.058	-	1.058
Cuentas por Cobrar Relac C/P	3.192		3.192	-	
Propiedades	5.631	486	5.145	-	5.145
Construcciones en Curso	-		-	-	-
Inversiones Empresas Relacionadas	3.843		3.843	-	3.843
Activo Diferido	223		223	223	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	1.351		1.351	-	1.351
Otros Activos	158		158	-	2.408
ACTIVO TOTAL	31.325				27.406
Emisión en circulación					2.500
Emisión propuesta					8.000
Cobertura de garantía general (No. Veces)					2,61

La emisión propuesta sería la séptima que la empresa oferte en el mercado de valores, la cual se espera tenga el mismo comportamiento que las anteriores, tanto en la demanda del mercado como en la capacidad del emisor de cumplir con la misma.

A Sep-09 los activos que constituyen la garantía general ascienden a USD 27.406M, la emisión en circulación es de USD 2.500 M y la emisión propuesta asciende a USD 8.000 M. Es decir que los activos libres cubrirían 2,61 veces el endeudamiento en mercado de valores considerando la nueva emisión de obligaciones.

Sin embargo es importante mencionar que el objeto de la emisión será la sustitución de pasivos, de manera que se liberarán algunas de las garantías que mantiene la empresa con el sistema financiero, disminuyendo el activo pignorado.

La compañía ha establecido para la emisión de obligaciones los resguardos de ley. Además, el emisor se compromete a mantener los siguientes límites en los indicadores que se detallan a continuación:

- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible* = 2:1
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0.41

***Patrimonio Tangible** = Patrimonio restado cuentas por cobrar a relacionadas de corto y largo plazo que no sean comerciales, otras cuentas por cobrar que no son del giro del negocio, activos diferidos, activos intangibles.

Con cifras a Sep-09 estos indicadores son:

- ? Pasivo Total + Contingentes/ Patrimonio Tangible = 1,52
- ? Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0,54

- 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 en su totalidad. La empresa ha cumplido con las condiciones de dichas emisiones en tiempo y forma.

EMPRESA: Cedal

(Miles de USD)	dic-06	dic-07	dic-08	sep-09
RESULTADOS				
Ventas	31.511	38.812	43.467	27.681
% crecimiento		23,2%	12,0%	-15,1%
MARGEN BRUTO (%)	16%	16%	18%	29%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.849	1.115	3.383	5.521
MARGEN EBITDA (%)	5,9%	2,9%	7,8%	19,9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleado:	1.849	1.115	3.383	5.521
MARGEN EBITDAR (%)	5,9%	2,9%	7,8%	19,9%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los	512	-990	52	947
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.337	2.105	3.331	4.574
Gasto Financiero del período	-217	-920	-1.153	-872
Impuestos a la renta	-377	-348	-560	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasi	3,1%	8,1%	8,7%	6,5%
UTILIDAD NETA	1.655	2.457	2.494	3.759
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	22,8%	28,2%	21,4%	34,7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10,0%	10,6%	8,5%	16,1%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	2.166	1.467	2.546	4.706
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1.919	-6.712	-929	-595
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	248	-5.245	1.617	4.110
Inversión en Activos Fijos	-1.161	-1.557	-1.183	-1.018
Otras Inversiones, Neto	-868	1.048	69	-109
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos	-1.781	-5.754	503	2.983
Variación Neta de Deuda Financiera	3.444	5.395	1.199	-3.661
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-1.197	2	-2	-400
Otros Financiamientos, Neto	-88	379	-1.385	549
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	379	21	315	-529
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH				
EBITDA OPERATIVO	1.849	1.115	3.383	5.521
(-) Gasto Financiero del período	-217	-920	-1.153	-872
(-) Impuesto a la renta del período	-377	-348	-560	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de to	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.255	-154	1.670	4.649
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.919	-6.712	-929	-595
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-664	-6.866	741	4.054
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	139	137	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.197	2	-2	-400
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1.161	-1.557	-1.183	-1.018
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-2.882	-8.284	-444	2.636
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	3,98%	-0,40%	3,84%	16,80%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERIOD)	1.849	1.115	3.383	5.521
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	1.432	1.453	1.518	1.717
Activos Totales	18.575	27.623	31.116	31.325
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8.660	14.055	11.920	9.926
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	11.593
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	7.479	9.938	12.429	16.434
Capitalización ****	16.139	23.992	27.683	28.027
Pasivos contingente	0	0	2.506	2.644
ACTIVO PIGNORADO	0	836	978	2.755
Activos Diferidos	93	541	281	223
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	18.481	26.247	29.857	28.347
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	5.000	4.167	2.501
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)		5	7	11
Límite Legal para Emitir Obligaciones	14.785	20.997	23.886	22.677

(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.

Información a septiembre 2009 considera balances consolidados con Acerovegetal.

CORPORATIVO

EMPRESA: Cedral

(Miles de USD)	dic-06	dic-07	dic-08	sep-09
INDICADORES FINANCIEROS				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	8,53	1,21	2,93	6,33
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3,17	-0,48	1,91	5,16
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	8,53	1,21	2,93	6,33
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	4,68	12,61	4,51	1,57
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	3,91	11,31	4,06	1,34
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	6,90	-91,54	9,13	1,87
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-33%	-59%	-3%	30%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	53,7%	58,6%	55,1%	41,4%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0%	1%	0%	1%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	78%	79%	82%	78%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1,48	1,78	1,50	0,91
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	3,01	3,73	3,28	1,29
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1,48	1,78	1,50	0,91
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	3,01	3,73	3,28	1,29
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	2,35	2,97	2,68	1,01
Pasivo Total aius Leasing + Contingentes/Patrimonio Tangible	3,01	3,73	3,72	1,52
Deuda Fin mas Contingentes/ Patrimonio Tangible	2,35	2,97	3,12	1,24
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100,0%	100,0%	78,1%	85,6%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	16,5%	10,3%	12,7%	17,3%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	678,9%	83,3%	244,9%	633,2%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-306,3%	-746,0%	64,3%	464,9%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	678,9%	83,3%	244,9%	633,2%
CFO / cargos fijos	-306,3%	-746,0%	64,3%	464,9%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,14	-0,01	0,14	0,62
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,08	-0,49	0,06	0,54
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	2,00	7,43
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	0,89	6,48
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0,21	0,08	0,28	0,74
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x)	0,21	0,07	0,26	0,66
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	8,53	1,21	1,70	3,69
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,33	-0,59	-0,04	0,35
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	-0,53	4,21
OTROS INDICES				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	2.559	2.164	6.840	7.825
Liquidez Acida (x)	0,72	0,56	0,83	0,84
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0,38	0,28	0,39	0,50
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,16	1,07	1,14	1,35
Patrimonio / Activo Total (x)	0,40	0,36	0,40	0,52
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	12	8	8	6
Días de cuentas por cobrar	30	44	47	58
Rotación de inventarios (x)	5	3	4	3
Días de inventarios	76	106	96	137
Rotación de cuentas por pagar (x)	25	15	21	16
Días de cuentas por pagar	14	23	17	23
Rotación Capital de Trabajo	10	15	5	3
Días de Capital de Trabajo	35	24	69	108
Días de Ciclo de Operación	-57	-104	-57	-64

(x) Índice expresado en número de veces

Información a septiembre 2009 considera balances consolidados con Acerovegetal.