

Ecuador
Emisión Obligaciones

Corporación Ecuatoriana
De Aluminio S.A. -CEDAL-

Calificación

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

NR: NO REGISTRA

Detalle de las emisiones

	Sexta Emisión	Séptima Emisión
Monto emitido:	USD 5'000.000	USD 8'000.000
En circulación:	USD 1'618.000	USD 8'000.000
Plazo:	1080 días (3 años)	1440 días (4 años)
Cupón de Interés:	TPR + 1,5%	TPR + 1,5%
Pago de Interés	Trimestral (90 días)	Trimestral
Amortización:	Semestral (180 días)	Semestral
Garantía:	General	General
Destino:	Reestructuración pasivos Capital de trabajo	Reestructuración pasivos Capital de trabajo
Fecha emisión:	01-Feb-08	29-Ene-10

Contactos

Patricia Pinto
 593-2 2548-393
pintop@bankwatchratings.com
 Ana Zurita R.
 593-2 222-323
a.zurita@bankwatchratings.com

Perfil

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A., CEDAL, es una compañía ecuatoriana constituida el 25 de enero de 1974 en Latacunga (Cotopaxi). Desde 1992 forma parte de Corporación Empresarial S.A., CORPESA. El giro de su negocio consiste en producir y comercializar perfiles de aluminio: estructurales y arquitectónicos, otros artículos metálicos no ferrosos y comercializar vidrio. Por su volumen de ventas, se ha posicionado como una de las empresas más grandes del país.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros auditados a diciembre del 2009 e internos al 31 de marzo del 2010, y demás información presentada por "Corporación Ecuatoriana De Aluminio S.A. – CEDAL", el Comité de Calificación de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de las emisiones de obligaciones en AA, que de acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

"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 pertenecen 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 calificación se fundamenta en el desempeño que ha mantenido la empresa al ser generadora de flujos positivos y suficientes para honrar sus obligaciones, en su capacidad de generar resultados sustentables en los períodos de análisis, en la calidad y experiencia de sus administradores y en el posicionamiento que ha conservado como líder en el mercado ecuatoriano. La participación en el mercado colombiano es pequeña y durante el 2009 su crecimiento se estancó pero constituye una fuente de ingresos importante para CEDAL. A esto se suma el potencial crecimiento que las ventas de la empresa podrían tener con la apertura de nuevos mercados en Perú y Alemania a partir del 2010.

El significativo crecimiento del margen operativo en el 2009 estuvo influenciado por factores coyunturales de mercado que podrían no mantenerse a futuro considerando especialmente que la industria en la que CEDAL opera se ha caracterizado por su volatilidad al depender del precio del aluminio. Si bien consideramos que la empresa mantendrá resultados estables y suficientes en los próximos años, garantizando la sostenibilidad del negocio en el tiempo, creemos que éstos no alcanzarán los mismos niveles que el 2009. Este riesgo se

FECHA COMITE: Mayo, 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2009 y Marzo 2010

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

mitiga parcialmente a través de la implementación del proceso de fundición de chatarra que en el 2009 ya permitió reducir los costos de producción y proteger los márgenes.

El financiamiento obtenido a través del Mercado de Valores permitió la reestructuración del pasivo al largo plazo mejorando el calce de plazos entre activos y pasivos. Los niveles de endeudamiento que mantiene la empresa a Dic-09 y Marzo-2010 aún con el estrés realizado en relación a las cuentas por cobrar a las relacionadas (no comerciales), son consistentes con la calificación otorgada. Se espera que el nivel de endeudamiento se reduzca paulatinamente a partir del año 2011.

La capacidad de pago de la empresa es positiva en el 2009 y 1T10, no obstante se mantiene la necesidad de refinanciar una parte de la deuda de corto plazo. Pese a ello, se reconoce la capacidad histórica de la empresa para acceder al refinanciamiento de sus obligaciones a través del sistema financiero nacional.

Se consideran además los resguardos adicionales que estableció la empresa para cubrir la emisión y que indican los niveles mínimos de liquidez en relación a la deuda de corto plazo y máximos de endeudamiento en relación al patrimonio.

▪ 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 95%, 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

En Nov-09 CEDAL concluyó el proceso de fusión por absorción con Acero Vegetal, una de sus empresas relacionadas. Acero Vegetal es una compañía 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).

De acuerdo a información proporcionada por CEDAL, se liquidarán en el corto plazo los activos de la empresa absorbida dado que ésta no tiene la intención de permanecer en el negocio.

El presente análisis se realizó en base a los estados financieros auditados a diciembre del 2009 e internos a marzo del 2010, los mismos que incorporan la consolidación de activos, pasivos y patrimonio de las dos empresas.

▪ 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 52%.

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.

CORPORATIVO

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. Desde hace más de tres décadas la empresa empezó a exportar a otros países aunque las ventas siguen concentradas principalmente en el mercado local. Actualmente el 70.2% de las ventas en kilos se realizan en el mercado nacional y el 29.8% se exporta. De este porcentaje que es exportado a otros países el 87.3% se dirigen al mercado colombiano. Las ventas en Colombia se realizan a través de la compañía relacionada VITRAL, en la cual CEDAL mantiene 94% de participación accionaria. VITRAL posee centros de distribución en las ciudades de Cali y Bogotá.

El 12.7% restante de sus exportaciones se está direccionando a dos nuevos mercados que CEDAL decidió abrir en el primer trimestre del 2010, Perú a través de la Corporación MIYASATO y Alemania mediante la empresa BIKAR.

En el año 2006, CEDAL diversifica sus líneas de negocio ofreciendo al mercado productos complementarios a la perifería 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.

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 (toldos para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables).

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

ESTRUCTURA ACCIONARIAL CORPESA

NOMBRE	# Acciones	%
Inversiones ALFA C.A.	463,943	18.65%
Gómez Calisto Bernardo	459,579	18.48%
Gómez Calisto José Luis	458,074	18.42%
Red Lions Worldwide Corporation	329,787	13.26%
Otros 24 Accionistas	775,982	31.20%

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 y el resto de la propiedad está diversificada en pequeñas participaciones menores al 6%.

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.

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.

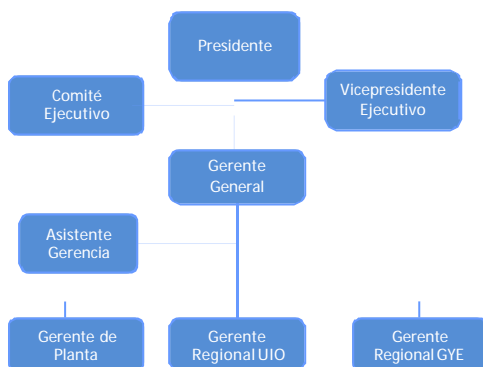
La Calificadora considera a la plana administrativa como una fortaleza de la empresa por estar conformada por profesionales con amplio conocimiento del mercado, experiencia y prestigio en los círculos financieros. Reconoce también que las decisiones se concentran en los accionistas principales.

¹ Línea comercial de silicón.

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

CORPORATIVO

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.

CEDAL cuenta con 285 empleados distribuidos de acuerdo al detalle del siguiente

Personal CEDAL al 31-Mar-10	
DETALLE	CANTIDAD
Total Personal CEDAL	285
Funcionarios	4
Empleados	82
Obreros	199
Obreros Nómina	193
Obreros a Destajo	6

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.

ENTORNO ECONÓMICO

Indicadores de la economía ecuatoriana:

	2006	2007	2008	2009
PIB (Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. % PIB (Mill. 2000)	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda Públ. Ext. /PIB	24,7	23,9	19,2	14,4
Cta. Cte. /PIB	3,9	3,6	2,3	-3,1
Resultado Global /PIB	3,3	2,1	-0,4	-3 prov.

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM	Fitch
2010	3,4	2,5	2,5	1,8	2,5

Luego del crecimiento importante que mostró el Ecuador en el 2008, durante el 2009 este se reduce significativamente influenciado por la crisis mundial y por un menor impulso por parte del gobierno comparado con años anteriores.

La inversión se desaceleró al mismo tiempo que las exportaciones se contrajeron como consecuencia principalmente, de la participación del petróleo en las exportaciones ecuatorianas.

También se ha podido apreciar en el 2009, que el consumo se ha desacelerado en relación a los mismos periodos del 2008, por el creciente desempleo, reducción de las remesas enviadas por los emigrantes ecuatorianos y el debilitamiento de la liquidez en la economía domestica, lo cual se refleja en el magro crecimiento del 0.36% en el 2009.

Fitch considera que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento quizás de 2.5%. La opinión en cuanto a ese crecimiento, se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

La incertidumbre en cuanto al desenvolvimiento de las políticas económicas y la creciente intervención del gobierno en la economía, presionarán a la baja la disponibilidad de crédito y nuevas inversiones.

El consumo interno seguirá apretándose en relación al creciente desempleo y menores remesas. Las exportaciones del sector privado podrían verse afectadas por la pérdida de competitividad del país frente a los otros países de Latinoamérica que han firmado los Tratados de Libre Comercio con los socios comerciales más importantes.

Sin embargo, la opinión actual del FMI es que la economía ecuatoriana crecerá en el 2010, en 2.5%, por encima de lo previsto hace seis meses. La opinión de este organismo se sustenta en la recuperación de la economía mundial y por lo tanto de los precios del petróleo.

Lamentablemente, la crisis europea desatada en los últimos días constituye un limitante para la recuperación de la economía mundial, lo cual está presionando a la baja los precios del petróleo y por tanto amenaza el crecimiento esperado de la economía ecuatoriana que es cada vez más dependiente de los precios de esta materia prima.

CORPORATIVO

Tomando en cuenta el comportamiento de los precios del petróleo y que de todos modos estos ya no están en los niveles que alcanzaron en el 2008, el punto de estímulo a la economía por parte del estado, a través de inversión pública, dependerá de su capacidad para acceder a fuentes de financiamiento.

La decisión de este gobierno de haber caído en mora en el pago de la deuda, contrae el limitado acceso a mercados financieros internacionales y reduce las posibilidades en cuanto a flujos que no provengan de deuda.

Siendo una economía dolarizada, el ingreso limitado de flujos de capital podría presionar la oferta de dinero en el mercado doméstico con efectos negativos para el consumo y el crédito. Finalmente, el ingreso limitado de flujos de capital, especialmente frente al gasto, representa una amenaza al sistema monetario actual.

▪ **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. Estados Unidos también representa un mercado importante que capta el 15% de las exportaciones.

En el año 2008 Ecuador exportó USD 321MM³ en metales que corresponden al grupo de bienes industrializados no tradicionales. Dentro del sector se consideran metales como el hierro, acero, cobre, níquel, aluminio, plomo, cinc, estaño y sus diversas manufacturas. Desde el año 2004 la exportación de metales registra un crecimiento continuo a excepción del último año (2009) donde se redujo aproximadamente un 25%⁴, lo cual estuvo ligado al entorno macroeconómico nacional e internacional. El volumen de exportación de barras y perfiles de aluminio tuvo una contracción del 22.7% en el 2009⁵. Este mineral es el segundo en importancia por volumen de exportación, y mantiene una participación del 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.

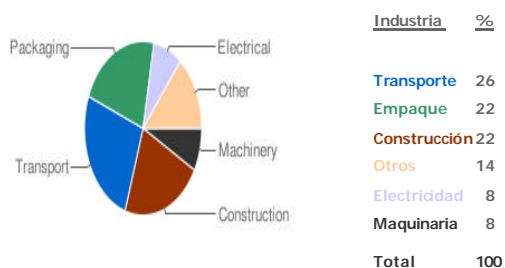
³ BCE, Exportaciones no tradicionales, valores FOB

⁴ Ibid.

⁵ <http://www.diario-expreso.com>

CORPORATIVO

APLICACIONES DEL ALUMINIO A NIVEL MUNDIAL



Fuente: Standard CIB Global Research
www.standardbank.co.za

La desaceleración económica evidenciada en el año 2009 fue uno de los mayores riesgos que debió afrontar el sector metalmeccánico, el cual al ser proveedor de materias primas depende de la reactivación de otros sectores para incrementar la demanda.

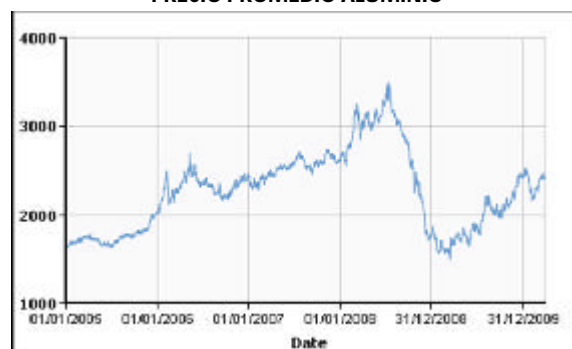
En el mediano plazo esta reactivación está asociada al potencial incremento en la inversión en obra pública e inversión privada, que dependerá de la capacidad de obtener nuevas fuentes de financiamiento.

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 a inicios del 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



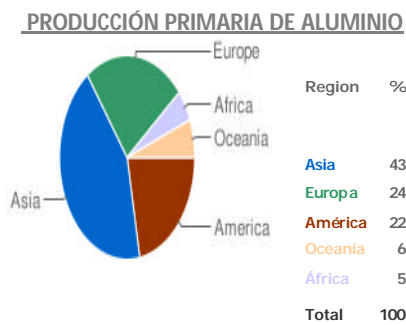
Fuente: London Metal Exchange

Site: http://www.lme.com/aluminium_graphs.asp

El gráfico señala la tendencia 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. En el año 2009 se presenció una tendencia al alza de los precios en el mercado, sin embargo hasta el momento no han alcanzado los niveles registrados en el 2008.

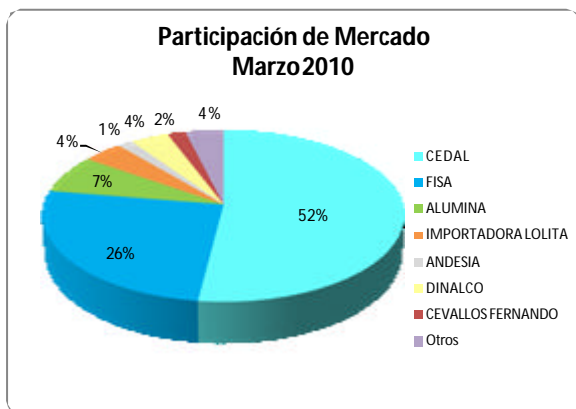
El comportamiento de la industria ha sido cíclico, lo que sugiere que no necesariamente una tendencia actual se mantenga. Los márgenes de la industria son susceptibles a los cambios en los precios en la materia prima que, como se ha observado, es volátil. La variación del costo del aluminio impacta en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



Fuente: World Bureau of Metal Statistics
 WBMS www.worldbureau.com

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA EN EL SECTOR



Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A., ha mantenido históricamente su participación de mercado en el Ecuador abarcando a marzo del 2010 el 52% de las ventas nacionales. Fundiciones Industriales S.A. (FISA) ocupa el segundo lugar en el mercado con el 26% de participación. FISA atiende el mercado local a través de su planta de extrusión de aluminio localizada en Guayaquil y exporta a Estados Unidos y Colombia. Los demás participantes del mercado: Alumina, Importadora Lolita, Andesia, Dinalco, Cevallos Fernando, entre otros tienen una participación menor al 8%.

El posicionamiento mayoritario de CEDAL en el mercado ha sido alcanzado gracias a su amplia red de distribución a nivel nacional. La empresa cuenta con más de 40 distribuidores y más de 60 puntos de venta, constituyendo una ventaja competitiva frente a los demás participantes del mercado.

CEDAL exporta a Colombia a través de su empresa relacionada Vitral, la misma que mantiene una participación en el mercado colombiano de aproximadamente el 10%. La economía colombiana ha venido creciendo a un ritmo del 4.6% en promedio los últimos seis años, sin embargo al cierre del 2009 la tasa de crecimiento real del PIB fue del 0.4%⁶, menor a su crecimiento histórico e inferior a las previsiones para este año (3%). De acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional el PIB de Colombia crecerá en 2.2% en el 2010.

Uno de los objetivos de CEDAL en este año constituye el fortalecimiento de las ventas locales atendiendo la demanda insatisfecha de sus clientes. La Compañía estima que deja de atender al 20% de la demanda de sus clientes actuales 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 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 lo ha venido haciendo.

▪ **GESTIÓN OPERATIVA**

El análisis de la situación financiera de CEDAL se lo realizó principalmente en base a los estados financieros auditados a Dic-09 e internos a marzo-2010, los cuales incorporan contablemente la fusión por absorción con Acero Vegetal.

Los estados financieros fueron auditados por Ernest & Young en el año 2006 y por Moore Stephens en los años 2007, 2008 y 2009, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones. Si bien los estados financieros a marzo-2010 no son auditados, basamos nuestro análisis en balances firmados entregados por la empresa.

⁶ Departamento Administrativo Nacional de Estadística- DANE
 Site: http://www.dane.gov.co/daneweb_V09/

Mediante Resolución No.08.G-DCS.010 del 20 de noviembre del 2008 y No. SC.DS.G.09.006 del 17 de diciembre del 2009, la Superintendencia estableció un cronograma para la implementación obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para todas las compañías, comenzando por las que participan en mercado de valores. Los estados financieros auditados de CEDAL al 31 de diciembre del 2009 e internos a marzo del 2010 presentan información financiera bajo las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC).

La fusión con Acero Vegetal no tuvo mayor incidencia en los estados financieros de CEDAL pues la participación de esta empresa en las cifras consolidadas fue marginal en todos los rubros. Los principales efectos contables de la fusión fueron la eliminación de cuentas por cobrar a Acero Vegetal y la adquisición de un terreno de 10.000 m² perteneciente a la empresa absorbida en donde funcionarán las nuevas instalaciones de CEDAL.

Desde el año 2005 las ventas de CEDAL han crecido sostenidamente a un ritmo promedio del 19.5%, y se han distribuido aproximadamente en un 75% en el mercado local y 25% en el exterior. En el 2009 las ventas ascendieron a USD 37.475M, un 13.2% menor a las ventas registradas a Dic-08. Esta contracción en las ventas estuvo influenciada por la disminución generalizada de precios en el mercado, que están estrechamente ligados a la variación del precio del aluminio, el cual se redujo sustancialmente desde el segundo semestre del año 2008.

Pese a la disminución de las ventas, el margen bruto de la empresa se incrementó de manera importante en el 2009 (46%) gracias a que el alza de precios internacionales del aluminio en el primer semestre del año 2008 permitió incrementar el precio del producto terminado de CEDAL, que luego de su aumento no se redujo a la misma velocidad ni en la misma proporción en la que se redujo el precio del aluminio en el mercado internacional.

Adicionalmente, la empresa decidió sustituir parte de la materia prima importada por productos hechos de la fundición de aluminio reciclado, lo que no afectó la calidad del producto pero disminuyó considerablemente el costo. La implementación de esta estrategia le permitió a la empresa reducir el costo de ventas en un 26% incidiendo positivamente en el incremento del margen bruto. En el 2009 se alcanzó un margen bruto del 29.9%, el más alto de los últimos cinco años.

Los gastos operativos crecieron de manera importante en el 2009. El peso del gasto operativo frente a las ventas se incrementó en prácticamente siete puntos porcentuales debido en parte a la contracción en las ventas. En relación al año anterior, el gasto operativo presionó en mayor medida el margen, sin embargo una parte del incremento del gasto fue absorbido por el significativo crecimiento del margen bruto.

En el 2009 el gasto financiero creció únicamente en 3.2%, en contraste con el importante crecimiento que tuvo en períodos anteriores. Este bajo crecimiento del gasto financiero se explica fundamentalmente por la reducción de la deuda financiera en el período analizado. El gasto financiero ha representado generalmente entre el 2% y 3% de las ventas de la empresa y su costo financiero aproximado bordea el 9%.

Al cierre del ejercicio 2009 la Compañía alcanzó los USD 4.274M de utilidades, casi el doble de lo que había proyectado para este año. La empresa alcanzó los indicadores de rentabilidad más altos en relación a su histórico, el ROE se ubicó en 31.2% y el ROA fue de 13.7%.

La rentabilidad neta de la empresa ha estado influenciada por otros ingresos generados por el rendimiento de inversiones que CEDAL mantiene en otras empresas del Grupo. Estos ingresos no constituyen un flujo en efectivo sino un aumento en el valor patrimonial proporcional de las inversiones y a Dic-09 representaron el 21,1% del resultado neto de la gestión.

Las proyecciones muestran una tendencia creciente en las ventas con incrementos de 3,6% anual a partir del 2011, porcentajes que son conservadores en relación al desempeño histórico de la Compañía. La proyección considera una futura reducción del precio del aluminio que se trasladaría 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.

De acuerdo a las proyecciones, uno de los objetivos de la empresa para los próximos cinco años constituye un manejo eficiente de su gasto operativo y la reducción paulatina del gasto financiero.

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. En vista de que el margen operativo del 2009 se benefició por temas coyunturales del mercado no se esperaría que los resultados se mantengan en los mismos niveles en los próximos años, sin embargo si se considera que estos podrían ser buenos, estables y suficientes para sostener el negocio y cumplir con sus obligaciones.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los activos de la empresa a Dic-09 ascienden a USD 31.329M, conformados en un 62% por activos corrientes y el 38% corresponde a activos de largo plazo. Los principales activos dentro del balance de CEDAL constituyen los inventarios, propiedad, planta y equipo, cartera clientes e inversiones en acciones de empresas relacionadas.

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.

CORPORATIVO

Las cuentas por cobrar que mantiene la Compañía corresponden en su mayoría a operaciones comerciales con terceros que se originan en las ventas de perfilería a distribuidores y cuentan con garantía sobre prenda industrial o hipotecas⁷. Las cuentas por cobrar a relacionadas son de igual manera importantes, a Dic-09 representaron el 8% de los activos totales y corresponden a rubros que se cobran a CORPESA y a Vitral. En el segundo caso se originan por las ventas que se direccionan a Colombia a través de esta empresa. El plazo aproximado de recuperación de estas cuentas es de alrededor de 60 días aunque en la práctica es de 30 días.

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. Si bien estos rubros siguen siendo importantes dentro del balance, cabe recalcar que tuvieron una significativa reducción en relación al año anterior.

CEDAL dispone de políticas comerciales establecidas dentro de sus manuales⁸. 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%.

La rotación de la cartera fue menor en diciembre del 2009 y marzo del 2010 como consecuencia de la fusión con Acero Vegetal, pues la cartera de la empresa absorbida es de más lenta recuperación. La disminución de la rotación estuvo influenciada también por la decisión de la empresa por financiar las operaciones de dos clientes específicos a mayor plazo. Cabe recalcar que el descenso en la rotación de las cuentas por cobrar no implica un deterioro en la calidad ni en la recuperación de la cartera.

A partir del año 2005 la rotación promedio de los inventarios ha sido de 96 días. Se puede evidenciar una tendencia al alza en los días de rotación lo cual es consistente con el incremento de los inventarios en términos absolutos en relación a períodos anteriores analizados. En el 3T09 los inventarios de Acero Vegetal representaron 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, son de fácil realización.

Los pasivos y patrimonio de la empresa financian el 52.3% y 47.7% del activo respectivamente. La empresa ha mostrado una

posición más solvente a medida que se han reinvertido las utilidades generadas dejándolas en reservas.

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. En el 2009 la empresa decidió pagar dividendos a sus accionistas por USD 2.4MM, de los cuales el 83% se cancelarán mediante los títulos emitidos en la séptima emisión de obligaciones. Por esta razón, la mayor parte del pago de los dividendos (USD 2.0MM) correspondientes a las utilidades del 2008, no implica flujo en el corto plazo sino en la medida que se vaya venciendo la emisión de obligaciones.

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 descalse 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.

■ ENDEUDAMIENTO

INDICADOR	COMPORTAMIENTO HISTÓRICO			
	2007	2008	2009	Mar-10
Deuda Financiera Total /EBIDTA Anual	12.6	7.0	2.5	1.8
Deuda Financiera Neta /EBITDA Anual	11.3	6.3	2.0	1.3
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	3.0	2.7	1.2	1.1
Pasivo Total ajus Leasing + Contingentes/Patrimonio Tangible	3.7	3.7	1.9	1.9

INDICADOR	PROYECCIONES			
	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-14
Deuda Financiera Total /EBIDTA Anual	2.6	2.2	1.9	1.6
Deuda Financiera Neta /EBITDA Anual	2.2	1.9	1.6	1.2
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	0.9	0.7	0.5	0.4
Pasivo Total ajus Leasing + Contingentes/Patrimonio Tangible	1.4	1.1	0.9	0.7

En el período 2005 – 2007 la empresa mantuvo deuda financiera concentrada en el corto plazo e índices de apalancamiento apretados. A partir del año 2008, la empresa muestra un mejor calce de plazos entre activos y pasivos, gracias a la emisión de obligaciones colocada en este año.

En marzo del 2010 ya se puede observar el efecto de la nueva emisión de obligaciones. De igual manera se mejoró la estructura del pasivo evitando la concentración en el corto plazo y se redujo la deuda con instituciones financieras en un 58.8%. En el 1T10 las obligaciones se mantuvieron en su mayor parte (54.1%) en el Mercado de Valores, en instituciones financieras (18.8%), en Proveedores (12.3%) y en otras cuentas y documentos por pagar (14.7%). Cabe recalcar que el crecimiento de la deuda financiera es directamente proporcional al incremento de los inventarios, pues el inventario de materia prima (aluminio) se financia mediante pago directo con documentos bancarios.

⁷ Para distribuidores y clientes no relacionados.

⁸ Manuales de Distribución y Marca e Imagen.

DISTRIBUCIÓN PASIVO	2007	2008	2009	Mar-10
Mercado de valores	0	4,167	2,501	9,618
Instituciones financieras	14,055	11,087	8,107	3,343
Proveedores	2,125	1,680	1,254	2,188
Cuentas y documentos por pagar	1,506	1,753	4,517	2,613
PASIVO Total	17,686	18,687	16,380	17,763

Debe tomarse en cuenta 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 de apalancamiento incluyendo en el pasivo las garantías otorgadas a terceros para otras empresas del Grupo, y restando del patrimonio los activos de incierta recuperación. El índice Pasivo Total ajustado a leasing financiero y contingentes/ Patrimonio tangible tuvo una contracción importante en el 2009, la misma que se mantuvo en el primer trimestre del 2010 pese al incremento del pasivo por la nueva emisión de obligaciones. La recuperación del apalancamiento frente al patrimonio tangible recoge también el efecto de las importantes utilidades generadas en el 2009.

Al finalizar el año 2010, con el incremento de la deuda a través de la emisión de obligaciones, el apalancamiento sobre EBITDA se incrementará pero se estima que a partir del año 2011 empiece a reducirse paulatinamente, manteniendo niveles ligeramente inferiores a los actuales.

▪ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

INDICADOR	COMPORTAMIENTO HISTÓRICO			
	2007	2008	2009	Mar-10
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.49)	(0.04)	0.34	0.31
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.59)	(0.12)	0.12	0.21

INDICADOR	PROYECCIONES				
	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.43	0.30	0.29	0.37	0.49
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.15	0.03	0.06	0.08	0.18

La empresa es históricamente generadora de EBITDA operativo y flujo de fondos positivos. El importante crecimiento del margen bruto influenciado por factores de mercado incidió en el incremento del EBITDA en el 2009 permitiéndole cubrir el gasto financiero e impuesto a la renta del período con holgura, dejando un flujo de caja operativo suficiente para satisfacer las necesidades de capital de trabajo, las inversiones en CAPEX y el pago de dividendos en efectivo del año 2008, que la empresa decidió realizar en el 2009 por USD 400M.

Dado que los USD 2MM restantes se amortizarán a medida que se cancele la emisión de obligaciones, el peso del flujo por pago de dividendos se trasladó a largo plazo permitiéndole obtener en el 2009 un flujo de caja libre importante que representa el 8.08% de las ventas netas y que tiene capacidad de cubrir la deuda financiera de corto plazo hasta en un 12%. Esta tendencia positiva se mantiene a marzo del 2010.

La restructuración del pasivo que se produjo con la colocación de la emisión de obligaciones anterior en el mercado de valores, contribuyó a mejorar la 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, lo cual se refleja en la reducción de la deuda financiera y de pasivos totales. Además, una mejor posición de liquidez se debe a la mayor generación de resultados operativos.

El flujo de caja de operaciones en relación a la Deuda financiera de corto plazo se recuperó en el 2009. A esta fecha el CFO pudo cubrir el 34% de la deuda, debiendo refinanciar el 66% de la misma. Este indicador tiene una tendencia positiva los próximos cinco años. 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.

▪ **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	Mar-10 en miles USD	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	3,384		3,384	-	3,384
Cuentas por Cobrar	4,755		4,755	-	4,755
Inversiones Temporales	29		29	-	29
Inventarios	11,179	2,056	9,123	-	9,123
Impuestos y pagos anticipados	320		320	-	320
Cuentas por Cobrar Relac C/P	1,951		1,951	-	1,951
Propiedades	5,166	255	4,910	-	4,910
Construcciones en Curso	-		-	-	-
Inversiones Empresas Relacionadas	4,675		4,675	-	4,675
Activo Diferido	264		264	264	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	1,351		1,351	-	1,351
Otros Activos	784		784	-	784
ACTIVO TOTAL	33,857	2,311	31,546	264	31,282
Emisión en circulación					1,618
Emisión propuesta					8,000
Cobertura de garantía general (No. Veces)					3.25

A Marzo-2010 los activos que constituyen la garantía general ascienden a USD 31.282M. La emisión anterior tiene un saldo en circulación de USD 1.618M y la nueva emisión de USD 8.000M. Es decir que los activos libres cubrirían 3,25

CORPORATIVO

veces el endeudamiento en mercado de valores considerando las dos emisiones.

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 Marzo-2010 estos indicadores son:

- ? Pasivo Total + Contingentes/ Patrimonio Tangible = 1.86
- ? Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = 0.31

Si bien los indicadores de liquidez a Dic-2009 y 1T10 están por debajo del resguardo, se considera que al finalizar el 2010 y en los próximos cinco años la Compañía estará en capacidad de tener indicadores más holgados gracias a que la emisión de obligaciones permitirá un mejor calce de plazos.

- 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.

La emisión de obligaciones por USD 8.000M es la séptima que la empresa oferta 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.

EMPRESA: Cedal				
(Miles de USD)	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10
RESULTADOS				
Ventas	38,812	43,187	37,475	9,990
% crecimiento	23.2%	11.3%	-13.2%	6.6%
MARGEN BRUTO (%)	16%	18%	30%	26%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,115	2,169	5,016	1,820
MARGEN EBITDA (%)	2.9%	5.0%	13.4%	18.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,115	2,169	5,016	1,820
MARGEN EBITDAR (%)	2.9%	5.0%	13.4%	18.2%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los t	-990	-882	848	415
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,105	3,052	4,168	1,404
Gasto Financiero del período	-920	-1,153	-1,190	-298
Impuestos a la renta	-348	-560	-800	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasin	8.1%	8.7%	8.5%	2.3%
UTILIDAD NETA	2,457	2,494	4,274	1,146
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	28.2%	22.3%	31.2%	29.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.6%	8.5%	13.7%	14.1%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1,467	1,612	5,122	1,561
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-6,712	-929	299	-996
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-5,245	683	5,421	565
Inversión en Activos Fijos	-1,557	-1,183	-2,060	-209
Otras Inversiones, Neto	1,048	69	-27	-256
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos no op	-5,754	-431	3,333	100
Variación Neta de Deuda Financiera	5,395	1,199	-2,645	353
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0
Pago de Dividendos	2	-3	-400	0
Otros Financiamientos, Neto	379	-336	1,708	786
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	21	430	1,996	1,239
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH				
EBITDA OPERATIVO	1,115	2,169	5,016	1,820
(-) Gasto Financiero del período	-920	-1,153	-1,190	-298
(-) Impuesto a la renta del período	-348	-560	-800	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	-154	456	3,026	1,522
(-) Variación Capital de Trabajo	-6,712	-929	299	-996
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-6,866	-473	3,326	526
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	137	280	288	39
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	2	-3	-400	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,557	-1,183	-2,060	-209
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-8,284	-1,378	1,153	356
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	-0.40%	1.06%	8.08%	15.24%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍOD)	1,115	2,169	5,016	1,820
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	1,453	1,518	2,470	3,413
Activos Totales	27,623	31,116	31,329	33,857
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	14,055	11,920	9,775	6,845
Pasivo financiero Largo Plazo	0	3,333	2,833	6,117
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	14,055	15,254	12,608	12,961
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,938	12,429	14,949	16,095
Capitalización ****	23,993	27,683	27,557	29,056
Pasivos contingente	0	2,506	3,165	3,572
ACTIVO PIGNORADO	836	978	3,681	2,311
Activos Diferidos	541	281	70	264
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	26,247	29,857	27,578	31,282
Emisión de Obligaciones en Circulación	5,000	4,167	2,501	9,618
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	5.25	7.17	11.03	3.25
Límite Legal para Emitir Obligaciones	20,997	23,886	22,062	25,026

(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.

EMPRESA: Cedal				
(Miles de USD)	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Mar-10
INDICADORES FINANCIEROS				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.21	1.88	4.22	6.11
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	-0.48	0.86	2.48	5.41
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	1.21	1.88	4.22	6.11
Deuda Financiera Total / EBIDTA o EBITDAR (x) Anual	12.61	7.03	2.51	1.78
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	11.31	6.33	2.02	1.31
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	-91.54	33.43	4.17	2.13
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-59%	-9%	9%	11%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	58.6%	55.1%	45.8%	44.6%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	1%	0%	12%	0%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	79%	82%	77%	73%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.78	1.50	1.10	1.10
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	3.73	3.28	1.62	1.55
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.78	1.50	1.10	1.10
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	3.73	3.28	1.62	1.55
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	2.97	2.68	1.24	1.13
Pasivo Total ajus Leasing + Contingentes/ Patrimonio Tangible	3.73	3.72	1.93	1.86
Deuda Fin mas Contingentes/ Patrimonio Tangible	2.97	3.12	1.56	1.44
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	78.1%	77.5%	52.8%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	10.3%	12.7%	25.3%	49.9%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	83.3%	139.6%	354.4%	611.2%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-746.0%	-41.0%	279.6%	176.8%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	83.3%	139.6%	354.4%	611.2%
CFO / cargos fijos	-746.0%	-41.0%	279.6%	176.8%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.01	0.04	0.31	0.89
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.49	-0.04	0.34	0.31
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.08	0.18	0.51	1.06
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) An	0.07	0.17	0.46	0.91
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.21	1.09	1.76	1.55
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.59	-0.12	0.12	0.21
OTROS INDICES				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	2,164	6,840	6,808	11,026
Liquidez Acida (x)	0.56	0.83	0.77	0.99
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.28	0.39	0.53	0.77
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.07	1.14	1.19	1.22
Patrimonio / Activo Total (x)	0.36	0.40	0.48	0.48
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8	8	7	6
Días de cuentas por cobrar	44	47	55	57
Rotación de inventarios (x)	3	4	3	3
Días de inventarios	106	96	135	138
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	21	21	13
Días de cuentas por pagar	23	17	17	27
Rotación Capital de Trabajo	15	5	4	3
Días de Capital de Trabajo	24	69	93	135
Días de Ciclo de Operación	-104	-57	-79	-34
(x) Índice expresado en número de veces				