

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 835.000	USD 6'956,250
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:	27-Feb-08	29-Ene-10
Fecha vencimiento:	11-Feb-11	08-Ene-14
Seguimiento Calif:	6to Seguimiento	2do Seguimiento
Estructurador:	Oblicorp	Picaval
Agente Pagador:	Produbanco	Banco Pichincha
Representante Oble:	Pólit & Pólit Abogados S.C.C.	

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.

FECHA COMITE: Noviembre 30, 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 30, 2010

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros auditados (período 2006-2009) e internos al 30 de septiembre 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.

A pesar de la volatilidad que caracteriza a la industria en la que CEDAL opera, la Compañía ha logrado proteger sus márgenes con la implementación del proceso de fundición de chatarra, el cual ha permitido reducir los costos de producción sin alterar la calidad del producto. Consideramos que la empresa mantendrá resultados estables y suficientes en los próximos años, garantizando la sostenibilidad del negocio en el tiempo.

El financiamiento obtenido a través del Mercado de Valores permitió la reestructuración del pasivo a largo plazo,

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. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente .

mejorando el calce de plazos entre activos y pasivos. Los niveles de endeudamiento que mantiene la empresa aún con el estrés realizado en relación a las cuentas por cobrar a las relacionadas (no comerciales), son consistentes con la calificación otorgada. La Calificadora evalúa positivamente la capitalización que la empresa decidió realizar de las utilidades del 2009 y que influenciaron la reducción del apalancamiento en este trimestre.

En el transcurso del 2010 se han presentado imprevistos que afectaron el desenvolvimiento normal de la empresa, presionando los niveles liquidez. Sin embargo, se espera que al cierre de este año con la reanudación de la producción que fue parcialmente detenida la Compañía este en capacidad de tener indicadores de liquidez más holgados. No obstante, persiste el riesgo de refinanciamiento de la deuda financiera de corto plazo, el cual se mitiga parcialmente por el acceso que la Compañía tiene al sistema financiero nacional.

El crecimiento que CEDAL está teniendo en el mercado colombiano gracias a la relación comercial que sostiene con VITRAL constituye un factor adicional que presiona los niveles de liquidez ya que CEDAL financia las cuentas por cobrar comerciales en dicha plaza. Sin embargo, esta es una fuente importante de sus ingresos y se espera que con el incremento de la generación de este y otros mercados potenciales como el de Perú y Alemania, CEDAL pueda aliviar las presiones en la liquidez. La Calificadora estará atenta a la evolución de los indicadores de liquidez y apalancamiento, especialmente de aquellos que constituyen los resguardos de las emisiones.

▪ 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.
- 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.

- El sector en el que desarrolla su actividad comercial es vulnerable a cambios macro económicos y depende del precio de la materia prima.
- Liquidez de la Compañía se estrecha por el crecimiento propio del negocio y factores adicionales que limitaron la producción.

AMENAZAS

- 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

Los estados financieros auditados a Dic-09 e internos a Sep-10, incorporan la consolidación de activos, pasivos y patrimonio de CEDAL y Acero Vegetal, como consecuencia del proceso de fusión por absorción concluido en Nov-09. Acero Vegetal fue constituida como 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).

El 28 de julio del 2010 se resolvió la fusión por absorción de CEDAL con TANDILSA, una de las empresas del grupo que pertenece a la Holding CORPESA. TANDILSA se encarga de la producción, cosecha, distribución e industrialización de caña guadua. Si bien todavía no se da un perfeccionamiento legal ni contable de la fusión, con la absorción CEDAL:

1. Recibirá el activo principal de TANDILSA, el mismo que se liquidará obteniendo una ganancia.
2. Obtendrá un crédito tributario de alrededor de 20M.

Con los recursos que la Compañía recibirá de la fusión que aparentemente generarían flujo por alrededor de 1.050M, se eliminarán las pérdidas que TANDILSA generaba mensualmente y las cuentas por cobrar que ascienden a 500M aproximadamente. Es decir que no se apreciará una incidencia significativa de la fusión sobre los estados financieros de CEDAL.

Un aspecto positivo de la fusión será la optimización de los gastos de administración, recursos que ya no serán destinados a este negocio que no era rentable.

CORPORATIVO

▪ 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 49.18%.

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. 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 68.3% de las ventas en kilos se realizan en el mercado nacional y el 31.7% se exporta. De este porcentaje que es exportado a otros países el 91.29% se dirige al mercado colombiano. Las ventas en Colombia se realizan a través de la compañía relacionada VITRAL¹, en la cual CEDAL mantiene 94% de participación accionaria. VITRAL posee centros de distribución en las ciudades de Bogotá y Cali.

El 8.71% 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. Perú y Alemania son dos países en los que CEDAL está creciendo en exportaciones y constituyen un mercado potencial, especialmente Perú en donde existe un exceso de demanda no cubierto. En Alemania CEDAL podría crecer primordialmente en la industria automotriz y en el segmento de acabados en el sector de la construcción.

En el año 2006, CEDAL diversifica sus líneas de negocio 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 Sika². 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.

¹ El 100% del inventario de VITRAL es provisto por CEDAL.

² Línea comercial de silicón.

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%
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 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 Consultivo que asesora a los directivos en la toma de decisiones.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA DE CEDAL

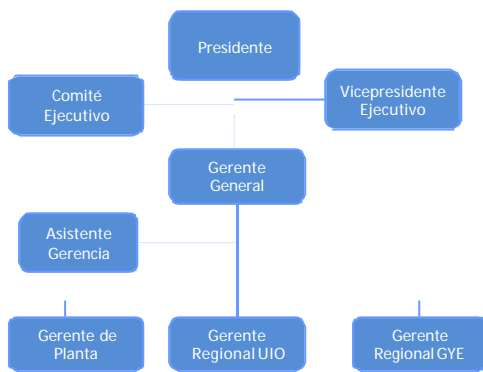
De acuerdo al organigrama funcional, CEDAL se encuentra gobernado por la Presidencia, desde donde se formulan las principales directrices que seguirá la compañía. El Gerente General quien también ejerce la representación legal reporta

CORPORATIVO

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.

CEDAL ha incrementado personal especialmente en su área comercial para cubrir sus nuevas necesidades de crecimiento. Actualmente cuenta con 303 empleados que están distribuidos de la siguiente manera:

DETALLE	A Mar-10	A Sep-10
Funcionarios (Gerencia)	4	4
Empleados	82	96
Área Administrativa	29	30
Área Comercial & Ventas	48	62
Área Calidad	5	4
Obreros	199	203
Personal de Nómina	193	197
Personal a Destajo	6	6
TOTAL PERSONAL CEDAL	285	303

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

(Por favor dirigirse al Anexo 2)

▪ **RIESGO SECTORIAL**

El sector metalmeccánico en el Ecuador, que comprende la extracción y manufacturas de metales, ha sido uno de los más dinámicos de 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 un 15%⁴, lo cual estuvo ligado al entorno macroeconómico nacional e internacional.

Las exportaciones alcanzaron los 240MM hasta el 3T2010, es decir que bajo condiciones normales de mercado las exportaciones podrían alcanzar un crecimiento de aproximadamente 17% a fines de este año. El volumen de exportación de barras y perfiles de aluminio tuvo una contracción del 22.7% en el 2009⁵, sin embargo se espera que con la recuperación del sector éstas se incrementen en el 2010. El aluminio es el segundo mineral en importancia por volumen de exportación, y mantiene una participación del 24%.

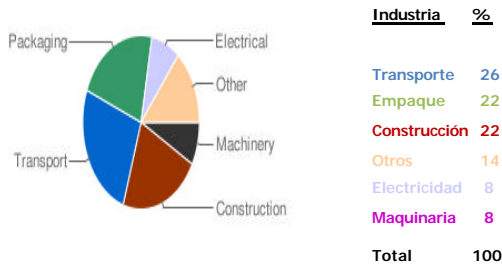
En general las aplicaciones del aluminio son variadas por lo que su mercado es amplio y diversificado. El crecimiento de esta industria durante los últimos años guarda relación con el crecimiento de sectores como el de la construcción y transporte. De acuerdo a las últimas previsiones publicadas por el BCE el sector de la construcción crecerá en 4.5% en el 2010 mientras que se proyecta un crecimiento del 4.8% para el sector de transporte y almacenamiento.

³ BCE, Exportaciones no tradicionales, valores FOB

⁴ Ibid.

⁵ <http://www.diario-expreso.com>

APLICACIONES DEL ALUMINIO A NIVEL MUNDIAL

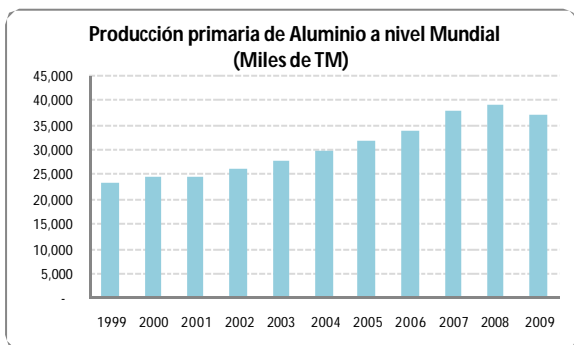


Fuente: Standard CIB Global Research
www.standardbank.co.za
www.lme.com/aluminium_industryusage.asp

El sector metalmecánico es sensible a los cambios en el entorno económico pues al ser proveedor de materias primas depende de otros sectores para incrementar la demanda. La desaceleración económica evidenciada en el 2009 afectó al sector, sin embargo su reactivación en el 2010 estará asociada al potencial incremento de la inversión en obra pública e inversión privada, que dependerá a su vez 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. La industria del aluminio y manufacturas de aluminio mueve alrededor de USD 137 mil millones en exportaciones a nivel mundial. El principal productor primario de aluminio es China concentrando cerca del 35% de la producción mundial.



Fuente: U.S. Geological Survey (USGS)
<http://minerals.usgs.gov/minerals/>
 Elaboración: BWR

Desde el año 2000 los costos del aluminio presentaron un crecimiento sostenido, sin embargo a inicios del 2008 se produjo un fuerte incremento en los precios internacionales principalmente influenciados por el acelerado aumento de los precios del petróleo. Como se aprecia a continuación, la tendencia del precio del

aluminio en los últimos diez años guarda estrecha relación con el comportamiento histórico del precio del petróleo.



Fuente: InfoMine
 Nota: En rojo (izquierda): Precio del barril de petróleo crudo; En verde (derecha): precio por kilogramo de aluminio primario.

Entre el año 2002 y Jun-08 la variación del precio del aluminio fue de alrededor del 82%. 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 2009 se presenció una tendencia al alza de los precios en el mercado, comportamiento que se mantiene en el 2010.

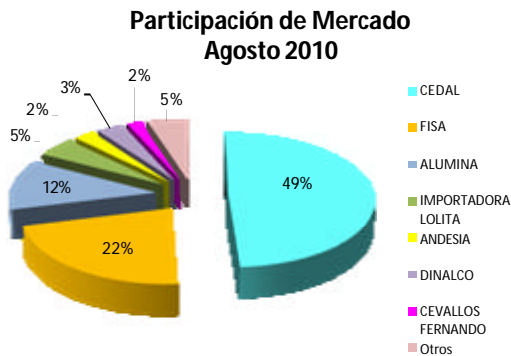
El comportamiento de la industria ha sido cíclico, lo que sugiere que no necesariamente una tendencia actual se mantendrá en los próximos años. Los márgenes de la industria son susceptibles a los cambios en los precios en la materia prima que, como se ha observado, es volátil. La variación del costo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

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A., ha mantenido históricamente su participación de mercado en el Ecuador abarcando a Sep-10 el 49.18% de las ventas nacionales. Fundiciones Industriales S.A. (FISA) ocupa el segundo lugar en el mercado con el 21.79% de participación. HSA atiende el mercado local a través de su planta de extrusión de aluminio localizada en Guayaquil y exporta a Estados Unidos y Colombia. Alumina S.A., empresa de origen colombiano ha ido ganando mayor participación en el mercado ecuatoriano, cubriendo actualmente el 12.02% de las ventas.

CORPORATIVO



Fuente: CEDAL
 Elaboración: BWR

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%). La economía colombiana se ha recuperado en el 2010 alcanzando un crecimiento anual del 4.5% en el 2T2010.

En el 2010 CEDAL se ha planteado como objetivo principal fortalecer las ventas locales atendiendo la demanda insatisfecha de sus clientes. La Compañía estima que deja de atender al 20% de la demanda 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.

Dado que la planta productiva en Latacunga está actualmente al límite de su capacidad CEDAL planea construir a largo plazo una nueva en Durán (en el terreno donde antes funcionaba Acero Vegetal) de modo que pueda manejar los volúmenes que el mercado está necesitando. Por el momento la Compañía ha decidido trasladar el centro logístico de Guayaquil a las instalaciones de Durán, y está haciendo una nueva inversión en adecuaciones y activos fijos.

La estrategia comercial de la empresa para los próximos años será crecer en la rama de accesorios que les reporta por sí sola cerca de 3MM y que es en su mayoría a base de vidrio. Adicionalmente, en el 2011 CEDAL quiere aprovechar el crecimiento que está teniendo VITRAL en Colombia abriendo dos nuevos mercados en Medellín y Barranquilla.

▪ **GESTIÓN OPERATIVA**

El análisis de la situación financiera de CEDAL se realizó principalmente en base a los estados financieros auditados de los últimos cuatro años (2006-2009), estados financieros internos a Sep-10 firmados por el Representante Legal y demás información adicional presentada por la Compañía. Cabe indicar que los estados financieros internos incorporan contablemente la fusión por absorción con Acero Vegetal.

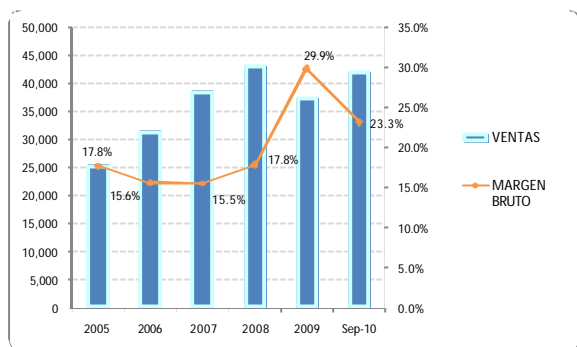
Los estados financieros fueron auditados por Ernest & Young en el año 2006 y por Moore Stephens en los años 2007, 2008 y 2009, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

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 septiembre 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. Dado que CEDAL no tenía la intención de permanecer en el negocio de la empresa absorbida, se liquidaron todos los activos de Acero Vegetal en el corto plazo.

Las ventas de CEDAL han crecido sostenidamente a un ritmo promedio del 18.3% (período 2005-2008). En el 2009 las ventas se contraen debido a 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 2008.

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



Fuente: Estados Financieros auditados

Elaboración: BWR

*Nota: Ventas anualizadas a Sep-10

Como se puede apreciar en el gráfico, si bien las ventas se contraen en el 2009, el margen bruto de la empresa alcanzó su mayor crecimiento en este mismo año. A Sep-10 ocurre algo similar pues, si bien las ventas no alcanzan el volumen registrado en el 2008, el margen bruto si es superior.

Esta situación se explica por dos factores: en primer lugar, CEDAL incrementó el precio de su producto terminado en el primer semestre del 2008, debido a que en este período los precios internacionales del aluminio alcanzaron el pico histórico más alto de los últimos diez años. Si bien en el 2009 el precio de la materia prima bajó, el precio del producto terminado no se redujo a la misma velocidad ni en la misma proporción en la que disminuyó el precio del aluminio en el mercado internacional.

En segundo lugar, a partir del 2009 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. El costo de ventas del 2010 posiblemente será mayor al del año anterior pero no superará el costo registrado en el 2008.

Las ventas de CEDAL a Sep-10 ascienden a USD 31,644M y representan el 84.4% de las ventas registradas en el 2009; es decir que al cierre de este año las ventas podrían alcanzar un crecimiento de aproximadamente 12.6%. El 68% de las ventas son colocadas en el mercado local y el 32% restante se dirige al exterior. La proporción de las exportaciones se incrementó en el 2010 por el aumento de la demanda en el mercado colombiano, y por la apertura de dos nuevos mercados en Alemania y Perú.

La Compañía ha mantenido un gasto operativo promedio del 12.06% en relación a las ventas. En el transcurso del 2010, CEDAL logró tener un mayor control de su gasto operativo, generando una menor presión sobre el margen bruto. La mayor parte del gasto (58.6%) corresponde a gastos administrativos. El gasto financiero ha representado generalmente entre el 2% y 3% de las ventas de la empresa y su costo financiero aproximado es del 6.1% en promedio.

Si bien la utilidad neta a Sep-10 es menor a la del año anterior, la Compañía continúa manteniendo indicadores de rentabilidad sobre activos y patrimonio atractivos, del 22.6% y 11.0% respectivamente. Cabe indicar que la rentabilidad del 2009 estuvo

influenciada por factores coyunturales y por la generación de otros ingresos provenientes del rendimiento de inversiones que CEDAL mantuvo en otras empresas del Grupo. Estos ingresos no constituyeron flujo sino un aumento en el valor patrimonial proporcional de las inversiones.

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 espera 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 ascienden a USD 35.955M a Sep-10, conformados en un 63.2% por activos corrientes y 36.8% por activos de largo plazo. Los principales activos dentro del balance constituyen los inventarios, propiedad, planta y equipo, cartera de clientes e inversiones en acciones de empresas relacionadas.

Los rubros del activo que más crecieron en el tercer trimestre del 2010 fueron la cartera de clientes y los 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 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. CEDAL mantiene cuentas por cobrar a sus relacionadas CORPESA y Vitral, que representan el 7% de

⁷ Para distribuidores y clientes no relacionados.

CORPORATIVO

los activos totales a Sep-10. Cabe indicar que CEDAL mantiene una relación comercial con VITRAL, por tanto esta cartera se origina de las exportaciones que CEDAL dirige al mercado colombiano a través de esta empresa.

El plazo promedio de recuperación de la cartera comercial en el período 2005-2009 ha sido de 42 días. A Sep-10 la cartera muestra una menor rotación (66 días) debido a que la Compañía decidió extender el plazo de pago de algunos clientes a 90 días. La rotación también disminuye como consecuencia de la fusión con Acero Vegetal, pues la cartera de la empresa absorbida es de más lenta recuperación. El descenso en la rotación de las cuentas por cobrar no implica un deterioro en la calidad de la cartera.

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.

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 relación a períodos anteriores analizados. La mayor parte del inventario a Sep-10 estuvo conformado por materias primas principalmente reciclables.

Los pasivos y patrimonio de la empresa financian el 50.7% y 49.3% del activo respectivamente. La empresa muestra una posición más solvente gracias a la capitalización de las utilidades del 2009, de las cuales el 72% se mantiene dentro de patrimonio como una reserva facultativa. El 28% de las utilidades del año anterior se destinaron a aumentar el capital social, lo cual es evaluado positivamente por la Calificadora.

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.

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 descalce 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 HISTORICO			
	2007	2008	2009	Sep-10
Deuda Financiera Total /EBITDA Anual	12,6	7,0	2,5	2,7
Deuda Financiera Neta /EBITDA Anual	11,3	6,3	2,0	2,5
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	1,5

INDICADOR	PROYECCIONES				
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
Deuda Financiera Total /EBITDA Anual	2,6	2,2	1,9	1,6	1,3
Deuda Financiera Neta /EBITDA Anual	2,2	1,9	1,6	1,2	0,9
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	1,0	0,7	0,6	0,4	0,3
Pasivo Total ajus Leasing + Contingentes/Patrimonio Tangible	1,5	1,2	1,0	0,8	0,6

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 sexta emisión de obligaciones que fue colocada en este año.

En el 2009 el indicador de apalancamiento disminuyó respecto a su histórico. La empresa decidió pagar dividendos a sus accionistas 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 implicaron flujo en el corto plazo sino en la medida que se vaya venciendo la emisión de obligaciones. La recuperación del apalancamiento frente al patrimonio tangible recoge también el efecto de las importantes utilidades generadas en el 2009.

El apalancamiento de la empresa mantiene niveles razonables en el 2010 gracias al fortalecimiento que tuvo el patrimonio al capitalizar una porción de las utilidades del 2009 y mantener la diferencia como una reserva facultativa. Adicionalmente, el índice mejora a Sep-10 por la nueva estructura que ha adquirido el pasivo evitando la concentración en el corto plazo, lo cual es atribuido a la nueva emisión de obligaciones.

Con la emisión de obligaciones colocada en el 2010, CEDAL sustituye la deuda bancaria por deuda contraída con el mercado de valores generando de esta manera un mejor calce de plazos. En el 3T2010 las obligaciones se mantuvieron en su mayor parte (42.7%) en el Mercado de Valores y en Instituciones financieras (39.9%). 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.

⁸ Manuales de Distribución y Marca e Imagen.

DISTRIBUCIÓN PASIVO	2007	2008	2009	Sep-10
Mercado de valores	0	4.167	2.501	7.785
Instituciones financieras	14.055	11.087	8.107	7.277
Proveedores	2.125	1.680	1.254	1.469
Cuentas y documentos por pagar y Otros*	1.506	1.753	4.517	1.706
PASIVO Total	17.686	18.687	16.380	18.237

* Otros incluye: Anticipo de clientes, gastos acumulados, impuestos y retenciones por pagar, part.trabajadores, provisión para jubilación y otros pasivos corrientes.

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 apalancamiento sobre EBITDA aumenta ligeramente en este año debido a factores no previstos que afectaron a la generación y presionaron la liquidez, sin embargo está acorde a lo proyectado por la empresa.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

INDICADOR	COMPORTAMIENTO HISTÓRICO			
	2007	2008	2009	Sep-10
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.49	-0.04	0.34	-0.46
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.59	-0.12	-0.09	-0.67

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

Históricamente CEDAL ha sido generadora de EBITDA operativo positivo, lo cual le ha permitido cubrir con holgura los gastos financieros del período y el pago del impuesto a la renta. En el 2010 la Compañía continúa manteniendo un flujo de fondos importante, sin embargo éste no alcanza a cubrir la variación del capital de trabajo que a Sep-10 es negativa.

El mayor requerimiento de capital de trabajo se produce por el crecimiento que está teniendo el negocio especialmente en la línea comercial de vidrio, por el crecimiento en Colombia y la expansión hacia otros mercados y por las nuevas inversiones en CAPEX al trasladar el centro logístico a Durán.

Adicionalmente, en este trimestre existieron imprevistos que hicieron aumentar la demanda de capital de trabajo. En primer lugar, CEDAL decidió realizar una inversión importante en una de sus plantas de extrusión con el fin de mantener los estándares de calidad en el producto final. Esta nueva inversión conllevó el detenimiento parcial de la producción por un lapso aproximado de un mes.

En segundo lugar, la Compañía no pudo producir lo que habitualmente produce debido a que uno de sus proveedores tuvo problemas con el envío de insumos de vidrio provenientes de México. Por esta razón, las importaciones en tránsito aumentaron en la misma proporción en la que disminuyó el inventario de producto terminado.

Esta variación negativa del capital de trabajo que se produce por los factores mencionados anteriormente, presionó el flujo de caja operativo incidiendo negativamente sobre los indicadores de liquidez. El flujo de caja de operaciones en relación a la Deuda financiera de corto plazo es negativo a Sep-10 poniendo en evidencia que el riesgo de refinanciamiento persiste. Este riesgo se mitiga en parte por la capacidad que tiene la empresa de acceder a líneas de crédito aún disponibles. Sin embargo, el descalce de plazos le hace vulnerable a una potencial contracción de liquidez en todo el sistema.

Los administradores afirman que la producción estará tomando su curso normal en el último trimestre del 2010 por lo que esperamos que esta presión en la liquidez sea temporal y que el año cierre con indicadores de liquidez más holgados.

■ ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

Las emisiones que se encuentran en circulación tienen garantía general, es decir están garantizadas con los activos de la empresa.

De acuerdo a la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: "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-10 en miles USD	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1.418		1.418	-	1.418
Cuentas por Cobrar	6.142		6.142	-	6.142
Inversiones Temporales	1		1	-	1
Inventarios	12.618	2.608	10.010	-	10.010
Anticipo a Proveedores	21		21	-	21
Impuestos y pagos anticipados	847		847	-	847
Cuentas por Cobrar Relac C/P	1.170		1.170	-	1.170
Propiedades	6.252	463	5.788	-	5.788
Construcciones en Curso				-	
Inversiones Empresas Relacionadas	4.676		4.676	-	4.676
Activo Diferido	262		262	262	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	1.351		1.351	-	1.351
Otros Activos	1.198		1.198	-	1.198
ACTIVO TOTAL	35.955	3.071	32.884	262	32.622
Sexta emisión en circulación					839
Séptima emisión en circulación					6.954
Cobertura de garantía general (No. Veces)					4.19

A Septiembre del 2010 los activos totales de la empresa suman USD 35.955M. De este valor, USD 3.071M son activos pignorados y USD 262M son activos diferidos. Esto quiere decir que la empresa cuenta con un activo libre de gravamen de USD 32.622M para constituir las garantías de la emisión de obligaciones.

CORPORATIVO

Las emisiones tienen un saldo en circulación de USD 835M y 6.956M respectivamente. Es decir que los activos libres cubren 4.19 veces el endeudamiento en el mercado de valores.

La Compañía ha establecido los resguardos de ley para sus emisiones y adicionalmente se ha comprometido a mantener los siguientes límites en los indicadores que se detallan a continuación:

Para la sexta emisión de obligaciones:

- Pasivo Total/ Activo Total = 0.60 veces
- Flujo de Caja Operativo /Deuda financiera de Corto Plazo = 0.41

Para la séptima emisión de obligaciones:

- 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-10 estos indicadores son:

- ? Pasivo Total/ Activo Total: 0.51 veces
- ? Pasivo Total + Contingentes/ Patrimonio Tangible = 1.52 veces
- ? Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = -0.46 veces.

La Calificadora reconoce como resguardos al índice de endeudamiento Pasivo Total + Contingentes/ Patrimonio Tangible y como indicador de liquidez al Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo.

Si bien el índice de liquidez a Sep-10 incumple el resguardo establecido, consideramos que al finalizar el 2010 la Compañía estará en la capacidad de tener indicadores más holgados con la reanudación de la producción. La Calificadora estará atenta a la evolución de este indicador.

▪ 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.

CORPORATIVO

EMPRESA: Cedal

(Miles de USD)

	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Sep-10
RESULTADOS				
Ventas	38,812	43,187	37,475	31,644
% crecimiento	23.2%	11.3%	-13.2%	12.6%
MARGEN BRUTO (%)	16%	18%	30%	23%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,115	2,169	5,019	4,118
MARGEN EBITDA (%)	2.9%	5.0%	13.4%	13.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,115	2,169	5,019	4,118
MARGEN EBITDAR (%)	2.9%	5.0%	13.4%	13.0%
Cuota leasing del período	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los estados financieros)	-990	-882	851	1,077
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,105	3,052	4,168	3,042
Gasto Financiero del período	-920	-1,153	-1,190	-818
Impuestos a la renta	-348	-560	-800	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	8.1%	8.7%	8.5%	5.9%
UTILIDAD NETA	2,457	2,494	4,274	2,768
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	28.2%	22.3%	31.2%	22.6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.6%	8.5%	13.7%	11.0%
FLUJO DE CAJA				
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1,467	1,612	5,125	3,845
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-6,712	-929	299	-6,469
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-5,245	683	5,424	-2,624
Inversión en Activos Fijos	-1,557	-1,183	-2,064	-1,551
Otras Inversiones, Neto	1,048	69	-27	-478
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-5,754	-431	3,333	-4,652
Variación Neta de Deuda Financiera	5,395	1,199	-2,645	2,454
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0
Pago de Dividendos	2	-3	-2,400	0
Otros Financiamientos, Neto	379	-336	1,708	1,472
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	21	430	-4	-727
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH				
EBITDA OPERATIVO	1,115	2,169	5,019	4,118
(-) Gasto Financiero del período	-920	-1,153	-1,190	-818
(-) 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	3,029	3,301
(-) Variación Capital de Trabajo	-6,712	-929	299	-6,469
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-6,866	-473	3,329	-3,168
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	137	280	288	129
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	2	-3	-2,400	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,557	-1,183	-2,064	-1,551
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-8,284	-1,378	-847	-4,590
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	-0.40%	1.06%	8.08%	10.43%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1,115	2,169	5,019	4,118
BALANCE				
Caja e Inversiones Corrientes	1,453	1,518	2,470	1,419
Activos Totales	27,623	31,116	31,329	35,955
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	14,055	11,920	9,775	9,112
Pasivo financiero Largo Plazo	0	3,333	2,833	5,950
Financiamiento Leasing	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	14,055	15,254	12,608	15,062
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,938	12,429	14,949	17,717
Capitalización ****	23,993	27,683	27,557	32,779
Pasivos contingente	0	2,506	3,165	2,122
ACTIVO PIGNORADO	836	978	3,681	3,071
Activos Diferidos	541	281	70	262
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	26,247	29,857	27,578	32,622
Emisión de Obligaciones en Circulación	5,000	4,167	2,501	7,785
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	5.25	7.17	11.03	4.19
Límite Legal para Emitir Obligaciones	20,997	23,886	22,062	26,098

(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 desde Dic-09 considera balances consolidados con Acerovegetal.

EMPRESA: Cedal

(Miles de USD)

	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Sep-10
INDICADORES FINANCIEROS				
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.21	1.88	4.22	5.04
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	-0.48	0.86	2.48	3.14
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	1.21	1.88	4.22	5.04
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	12.61	7.03	2.51	2.74
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	11.31	6.33	2.02	2.48
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	-91.54	33.43	4.16	3.42
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-59%	-9%	-7%	-41%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	58.6%	55.1%	45.8%	45.9%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	1%	0%	12%	2%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	79%	82%	77%	83%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.78	1.50	1.10	1.03
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	3.73	3.28	1.62	1.36
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.78	1.50	1.10	1.03
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	3.73	3.28	1.62	1.36
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	1.52
Deuda Fin mas Contingentes/ Patrimonio Tangible	2.97	3.12	1.56	1.28
LIQUIDEZ				
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	78.1%	77.5%	60.5%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	10.3%	12.7%	25.3%	15.6%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	83.3%	139.6%	354.7%	503.7%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-746.0%	-41.0%	279.9%	-387.5%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	83.3%	139.6%	354.7%	503.7%
CFO / cargos fijos	-746.0%	-41.0%	279.9%	-387.5%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.01	0.04	0.31	0.48
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.49	-0.04	0.34	-0.46
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.08	0.18	0.51	0.60
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) An	0.07	0.17	0.46	0.54
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.21	1.09	1.76	1.88
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.59	-0.12	-0.09	-0.67
OTROS INDICES				
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	2,164	6,840	6,808	11,481
Liquidez Acida (x)	0.56	0.83	0.77	0.90
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.28	0.39	0.53	0.67
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.07	1.14	1.19	1.25
Patrimonio / Activo Total (x)	0.36	0.40	0.48	0.49
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8	8	7	5
Días de cuentas por cobrar	44	47	55	66
Rotación de inventarios (x)	3	4	3	3
Días de inventarios	106	96	135	142
Rotación de cuentas por pagar (x)	15	21	21	22
Días de cuentas por pagar	23	17	17	16
Rotación Capital de Trabajo	15	5	4	3
Días de Capital de Trabajo	24	69	93	128
Días de Ciclo de Operación	-104	-57	-79	-64

(x) Índice expresado en número de veces

Información desde Dic-09 considera balances consolidados con Acerovegetal.

Entorno Macroeconómico

Ecuador

■ ENTORNO MACROECONOMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009
PIB (USD Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. PIB (Mill.2000)%	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación Anual %	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda del Gobierno/PIB%	32,3	30,2	25,2	19,2
Cuenta Corriente/PIB %	3,9	3,6	2,0	-0,6
Presupuesto General del Estado/PIB	-0,2	-0,1	-1,1	-4,8
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	65,4	72,7	97,7	64,0

	enero-junio	junio-junio
crecimiento PIB 2010	1,59%	1,70%

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2010	julio de 2010
IPC	3.4%	3.4%
IPP	5.2%	6%

INDICADORES PROYECTADOS

Previsiones FITCH	2010f	2011f	2012f
Inc. PIB (Mill.2000)%	2,6	2,8	2,9
Inflación Anual %	3,7	3,6	4,1
Deuda del Gobierno/PIB%	22,3	24,9	27,4
Cuenta Corriente/PIB %	-0,8	-1,2	-1,3
Presupuesto General del Estado/PIB	-4,2	-4,1	-4,4
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	80	85	85

Las estimaciones oficiales de crecimiento para el 2010, se han reducido del 6% al 3.7%, lo cual parecería ser una proyección más realista pero todavía optimista en relación a las expectativas de otros analistas que en general estiman un crecimiento de alrededor del 3%.

Algunos aspectos que han afectado negativamente en la economía:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivó al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien la producción petrolera se ha recuperado en el segundo semestre, el crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un tema incierto.
3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo ni fomentar el gasto de capital.

4. Las exportaciones no petroleras y que no dependen del gasto público ni de las importaciones se están desacelerando, en parte debido al deterioro de marco jurídico y regulatorio para la producción y exportación de productos. Es de esperarse presión adicional tanto en la balanza comercial como en la global, las mismas que al momento ya son deficitarias.

Factores que han influenciado positivamente en la economía:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD73/b, sería un factor negativo.
2. El gobierno ha logrado obtener el financiamiento para la ejecución de al menos una parte de la inversión pública que llegará a ser el 80% de lo presupuestado (préstamos de China y Fondos del IESS).
3. Incremento en recaudación tributaria.
4. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Según "Análisis Semanal", las industrias que resultarán beneficiadas del crecimiento en el 2010 serán las que alimenten el consumo interno, entre ellas : manufactura, servicios , agricultura. Según la misma fuente, el fomento al consumo interno resultará también en el crecimiento de las importaciones en un 9% luego de la contracción del -11% en 2009. La demanda interna crecerá en 6%, y el 30% de esta sería satisfecha por importaciones. Si se estima que las exportaciones crecerán en 3%, significa que la demanda interna crecerá el doble que la economía.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación y con alternativas limitadas de financiamiento.

La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESS, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituye una estrategia sostenible en el tiempo, por lo que tanto analistas económicos internos como externos coinciden en que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará a partir del 2011.

A menos que surjan fuentes adicionales de nuevo financiamiento, la economía ecuatoriana irá perdiendo gradualmente su liquidez y por lo tanto se esperaría que el volumen de ventas en el 2011 sea menor que en el 2010.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
 Superintendencia de Bancos y Seguros
 FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR