

Ecuador  
 Emisión Obligaciones  
 Tercer Seguimiento

**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

**Resumen Financiero**

USD Millones	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Mar-11
Activos	38.57	37.71	42.11	45.45
Ventas*	43.19	37.48	42.25	42.48
Margen EBITDA (%)	9.04	17.02	11.10	16.34
ROA (%)**	7.28	8.40	5.32	7.24
Capitalización (%)	49.61	41.30	45.00	48.44
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	7.71	3.08	5.87	3.46

\*Ventas anualizadas a Mar-11;

\*\*Utilidad empleada para el cálculo del ROA considera pago del impuesto a la renta.

(x) Indicador en Número de veces

**Características de la Emisión**

Séptima Emisión de Obligaciones	
<b>Monto Emitido:</b>	USD 8'000.000
<b>Monto en Circulación:</b>	USD 5'956.250
<b>Fecha de Emisión:</b>	29-Ene-2010
<b>Fecha de Vencimiento:</b>	29-Ene-2014
<b>Plazo:</b>	1440 días ( 4 años)
<b>Cupón de Interés:</b>	TPR + 1,5%
<b>Pago de Interés:</b>	Trimestral
<b>Modalidad Cálculo Pago:</b>	30/360
<b>Amortización:</b>	Pago de Capital Semestral - Reajutable cada 90 días
<b>Garantía:</b>	General
<b>Destino de la Emisión:</b>	Reestructuración de pasivos Capital de trabajo
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estructurador:</b>	Picaval
<b>Agente Colocador:</b>	Picaval
<b>Agente Pagador :</b>	Banco Pichincha S.A.
<b>Representante Obligacionistas:</b>	Pólit & Pólit Abogados S.C.C.

**Contactos**

Telf. 593-2 222-323; 593-2 548-393

Patricia Pinto: [pintop@bankwatchratings.com](mailto:pintop@bankwatchratings.com)

Ana Zurita R: [a.zurita@bankwatchratings.com](mailto:a.zurita@bankwatchratings.com)

**FECHA COMITE: Junio 8, 2011**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 31, 2011**

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

En base a los estados financieros auditados a Dic-10 e interinos al 31 de marzo del 2011, 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 la séptima emisión de obligaciones en "AA" (Doble A), 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."*

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

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 la calidad y experiencia de sus administradores y en su posicionamiento de 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. Excepto por el año 2009, que tuvo un comportamiento especialmente positivo, el EBITDA de la empresa mantiene una tendencia más bien estable. La reducción de costos por lo antes expuesto y por un abastecimiento de materia prima a buen precio en relación al precio de mercado del producto terminado explica el comportamiento del EBITDA en el 2009.

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch Ratings considera que son confiables. BankWatch Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. *La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.*



El crecimiento del EBITDA en los próximos años dependerá de la capacidad que tenga CEDAL para continuar generando un ahorro en costos y del comportamiento del precio del aluminio en los mercados internacionales. No obstante, consideramos que la Compañía podrá mantener resultados suficientes a futuro, garantizando la sostenibilidad del negocio en el tiempo.

El apalancamiento de la empresa en relación a su generación (EBITDA operativo) se ha mantenido en niveles elevados debido a que CEDAL financia inversiones a relacionadas y accionistas, sin que estos fondos hayan regresado a la empresa al menos en el corto plazo. Esta relación que en el año 2009 se redujo a niveles más holgados, en el 2010 volvió a presionarse por el incremento de la deuda para financiar inventarios e inversiones en CAPEX. En el primer trimestre del 2011 la empresa incurre en endeudamiento adicional para transferir fondos a accionistas y relacionadas.

En relación al patrimonio tangible, el endeudamiento se redujo a niveles adecuados en el 2009 y 2010. En el 2009, gracias a la generación operativa extraordinaria que permitió pagar dividendos por el 100% de la utilidad del 2008, hacer inversiones en CAPEX y adicionalmente reducir deuda. En el 2010 gracias a que se retuvo en la empresa casi el 75% de la utilidad del 2009 y se capitalizó parte de ella.

Se esperaría que hacia finales de año y en adelante el apalancamiento de la empresa vaya reduciéndose de acuerdo a las proyecciones presentadas, especialmente en relación al EBITDA. Esta perspectiva se incorpora en la calificación actualmente otorgada.

El financiamiento obtenido a través del Mercado de Valores permitió la reestructuración del pasivo a largo plazo, mejorando el calce de plazos entre activos y pasivos. Sin embargo, después del 2009, los indicadores de liquidez vuelven a ajustarse debido al incremento de la deuda de corto plazo en términos nominales.

La liquidez de la Compañía ha estado históricamente atada a la variación del capital de trabajo que depende a su vez de varios factores principalmente de la necesidad de financiar los inventarios cuyo costo depende del comportamiento del precio del aluminio, que ha demostrado ser volátil. Como se menciona anteriormente, desde el 2010 la Compañía mantiene índices de liquidez presionados debido al importante crecimiento del inventario que debió ser financiado, por las nuevas inversiones en CAPEX que son de mediano y largo plazo y por la transferencia de fondos a accionistas y relacionadas.

BWR considera al abastecimiento de inventario como una decisión acertada de la Administración en vista del incremento que ha tenido el precio del aluminio en el 2011.

La Calificadora estará atenta a la evolución de los indicadores de liquidez y apalancamiento, de cuyo comportamiento en el corto plazo dependerá el giro que tome la calificación.

## ▪ 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 de los principales administradores.
- Claras estrategias comerciales y extensa red de distribución.
- 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 y en especial por la oferta del BIESS.
- 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.
- Déficit de vivienda en la clase media que constituye un mercado potencial para el sector de la construcción.

### DEBILIDADES

- Producción cercana al 95% de la capacidad instalada, lo que limita la posibilidad de crecimiento.
- Indicadores de liquidez presionados 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.
- El sector en el que desarrolla su actividad comercial es vulnerable a cambios macro económicos.
- Mayor competitividad y agresividad de los participantes venezolanos en la comercialización de perfiles en Colombia.
- Incertidumbre respecto a la volatilidad en el precio del aluminio que es la materia prima más importante de la empresa, los mismos que son regulados por los mercados internacionales.

## ▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- Mediante Resolución No.Q.IMV.2011.1908 del 02 de mayo del 2011, la Superintendencia de Compañías dio a conocer la cancelación total de la sexta emisión de obligaciones de CEDAL que fue emitida el 27 de



febrero del 2008 por USD 5MM. El último seguimiento a la calificación de la sexta emisión fue realizada por BWR en Noviembre del 2010. Cabe recalcar que el emisor cumplió con el pago de esta obligación en tiempo y forma.

- El 27 de abril del 2010 la Junta General Extraordinaria de Accionistas aprobó la fusión por absorción de CEDAL con TANDILSA, una de las empresas del grupo que pertenecía a la Holding CORPESA. Mediante la fusión, CEDAL, como entidad absorbente asumirá todos los activos, pasivos, obligaciones y contingentes de TANDILSA.

Dado que CEDAL no tiene la intención de mantener el negocio de TANDILSA, los activos de la empresa absorbida serán liquidados en el corto y mediano plazo. De acuerdo a la Administración la venta del principal activo de TANDILSA generará flujo por alrededor de USD 1.050M. Estos recursos serán destinados a cubrir las pérdidas que TANDILSA generaba mensualmente y a saldar las cuentas por cobrar y por pagar que mantiene en balance. Es decir que no se apreciará una incidencia significativa de la fusión sobre los estados financieros de CEDAL.

El perfeccionamiento legal de la fusión se dio mediante escritura pública del 01 de septiembre del 2010, sin embargo la fusión será registrada contablemente a partir de Abril del 2011 y por esta razón el presente reporte no incorpora aún los efectos de esta fusión.

- El 25 de marzo del 2010 la Junta General de Accionistas de CEDAL resolvió capitalizar el 37.44% (USD1.2MM) de las utilidades del año anterior, ubicando al capital social de la Compañía en USD 3.2MM a Dic-10.

### 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 (Cotopaxi), con el fin de producir y comercializar perfiles de aluminio estructurales y arquitectónicos, otros artículos metálicos no ferrosos y en vidrio.

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. CEDAL tiene una amplia red de distribución; cuenta con más de 60 puntos de venta, 48 distribuidores exclusivos en 33 ciudades del país y un local propio en Guayaquil.

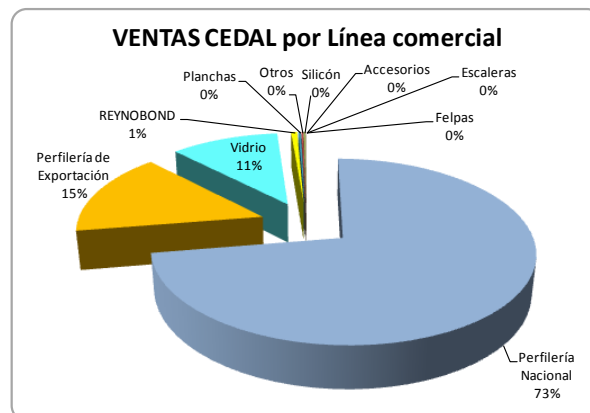
Desde hace más de tres décadas la empresa empezó a exportar a otros países aunque las ventas siguen concentradas principalmente en el mercado local. Actualmente el 65.48% de la producción (en kilos) se distribuye en el mercado nacional y el 34.52% se exporta, principalmente al mercado colombiano. Las ventas en Colombia se realizan a través de la compañía relacionada VITRAL<sup>1</sup> que posee centros de distribución en las ciudades de Bogotá y Cali.

<sup>1</sup> El 100% del inventario de VITRAL se abastece de la producción de CEDAL.

En el primer trimestre del 2010, CEDAL decidió abrir dos nuevos mercados, Perú a través de la Corporación MIYASATO y Alemania mediante la empresa BIKAR. Ambas plazas constituyen mercados potenciales, especialmente Perú en donde existe una demanda insatisfecha. En Alemania CEDAL podría crecer primordialmente en la industria automotriz y en el segmento de acabados en el sector de la construcción.

CEDAL 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. 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.

El 87.67% de las ventas de CEDAL se originan de la distribución de perfiles de aluminio. No obstante, a partir del año 2006, CEDAL diversificó sus líneas de negocio ofreciendo al mercado productos complementarios a la perfilería como son: vidrio, panel compuesto de aluminio, planchas de aluminio y accesorios. Desde el 2007 CEDAL empezó a distribuir los productos Sika<sup>2</sup> e inició un proceso de diseño e innovación a través del desarrollo de nuevos productos (*Línea Evolución*), conformados por mamparas, puertas batientes y puertas corredizas Multiplex. La línea Sika fue reemplazada en el 2010 por la representación para Ecuador de DownCorning.



\*REYNOBOND: Decoración arquitectónica con aluminio.

Fuente: CEDAL

Elaboración: BWR

### ESTRATEGIAS

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 los niveles de producción actuales en la planta de Latacunga se encuentran al límite de su

<sup>2</sup> Línea comercial de silicón.



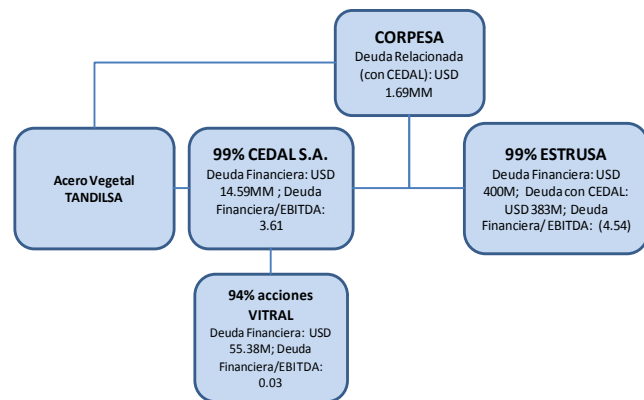
capacidad instalada. Como solución de mediano plazo a este problema, CEDAL realizó una alianza estratégica con una empresa multinacional que le provee de ciertos productos hasta por 780 TM en el año, dependiendo de las necesidades reales de la coyuntura del mercado. Esta alianza le permite además protegerse de excesos en costos de inventarios de materia prima si el mercado no crece como lo ha venido haciendo.

Para poder manejar los volúmenes que el mercado está necesitando, CEDAL se ha planteado la posibilidad de construir a largo plazo una nueva planta productiva en Durán, en el terreno donde antes funcionaba Acerovegetal, una de las empresas del Grupo que fue absorbida por CEDAL en el 2009. Por el momento, la Compañía decidió en el 2010 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 mercadería que le reporta cerca de 7MM 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.

### ▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Desde 1992 CEDAL pasó a formar parte de la Corporación Empresarial S.A. CORPESA que es la Holding y propietaria de la mayoría de las empresas que conforman el Grupo, a excepción de Vitral. CORPESA es la cabeza del Grupo Empresarial y posee el 99.98% de las acciones de CEDAL y el 99% de las acciones de ESTRUSA. Acero Vegetal y TANDILSA pertenecían a CORPESA, sin embargo en el 2009 y 2010 respectivamente la Corporación decidió ceder su participación accionaria en estas empresas a favor de CEDAL con el fin de que se fusionen. El 94% de las acciones de VITRAL pertenecen a CEDAL.



- ❖ ESTRUSA está localizada en el Ecuador y se dedica a la fabricación de productos de carpintería de aluminio<sup>3</sup>, soluciones estructurales<sup>4</sup> y productos para exteriores<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> **Carpintería:** muros cortina, ventanas, puertas, louvers, mamparas, fachadas, revestimientos, graderíos.

- ❖ 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).
- ❖ TANDILSA se encargó desde su constitución a la producción, cosecha, distribución e industrialización de caña guadua.
- ❖ VITRAL es una empresa colombiana que se encarga de la comercialización de productos de aluminio con especialidad en perfiles de uso arquitectónico.

CEDAL transfiere sus flujos a VITRAL, ESTRUSA y CORPESA como inversiones o préstamos de corto y largo plazo. En el caso de VITRAL y ESTRUSA, parte de las cuentas por cobrar surgen de la relación comercial que CEDAL sostiene con dichas compañías, sin embargo otra porción corresponde a préstamos de mutuo acuerdo que no tienen costo financiero ni plazo específico.

### ACCIONISTAS Y SOPORTE

CEDAL pertenece en un 99.98% a CORPESA y un 0.02% corresponde a la participación de Juan Carlos Gómez Calisto. La estructura accionarial de CORPESA está conformada por 26 accionistas, entre personas naturales y jurídicas. El 69.81% de las acciones se concentra en los cuatro accionistas principales 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, quien es a su vez el accionista mayoritario. CORPESA cuenta con un Consejo Consultivo que asesora a los directivos en la toma de decisiones.

<sup>4</sup> **Soluciones Estructurales:** estructuras espaciales tridimensionales, estructuras de cubiertas, membranas tensadas, marquesinas, punto fijo, hangares.

<sup>5</sup> **Para Exteriores:** toldos para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables.



**CORPORACION EMPRESARIAL S.A. CORPESA**  
PRINCIPALES ACCIONISTAS

NOMBRE	# Acciones	%
Gómez Calisto Bernardo	484,527	19.48%
Inversiones ALFA C.A.	463,943	18.65%
Gómez Calisto José Luis	458,074	18.42%
Red Lions Worldwide Corporation	329,787	13.26%
Correa Proessel Hemán Jorge	128,298	5.16%
Proaño Paz y Miño Carlos	120,936	4.86%
Burneo Mateus Mará Elena	81,362	3.27%
Calisto Cabezas Josefina	71,275	2.87%
Cabaro Cia. Ltda	54,001	2.17%
Inmobiliaria Chavez Salvador Cia. Ltda.	54,001	2.17%
Riofrío Salvador María Eva del Carmen	52,396	2.11%
Calisto Cabezas Genoveva Mariana	32,622	1.31%
Correa Proessel Luis Miguel	27,622	1.11%
Otros 13 Acc. con menos de 1%	128,521	5.17%
<b>CAPITAL SOCIAL TOTAL</b>	<b>2,487,365</b>	<b>100.00%</b>

### • ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

BWR considera a la estructura administrativa de CEDAL como una fortaleza puesto que está conformada por profesionales con amplio conocimiento del mercado, experiencia y prestigio en los círculos financieros.

Si bien estructuralmente la plana gerencial se encuentra desvinculada de los accionistas, la Calificadora reconoce que las decisiones se concentran principalmente en la Presidencia y en los accionistas principales.

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

CEDAL cuenta actualmente con 311 empleados integrados especialmente por personal de planta. Las áreas, productiva, de comercialización y ventas son las que más se han expandido en el último año en concordancia con las nuevas necesidades de crecimiento de la empresa.

Desde 1982 los empleados de la planta conformaron un Comité de Empresa, el cual ha mantenido una relación estable con la Administración, pues no se ha reportado ningún tipo de conflicto laboral. En el 2010 se firmó el décimo cuarto contrato colectivo. La provisión para jubilación patronal se encuentra al día y se la realiza en base a un estudio actuarial practicado por un profesional independiente.

### ▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

(Por favor remitirse al Anexo 2)

### ▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA

CEDAL se encuentra inmersa en el sector metalmeccánico del Ecuador que comprende la extracción y manufactura de metales.

La metalmeccánica es un sector 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 estuvo asociada principalmente a la recuperación del sector de la construcción y al incremento de la inversión en obra pública y privada.

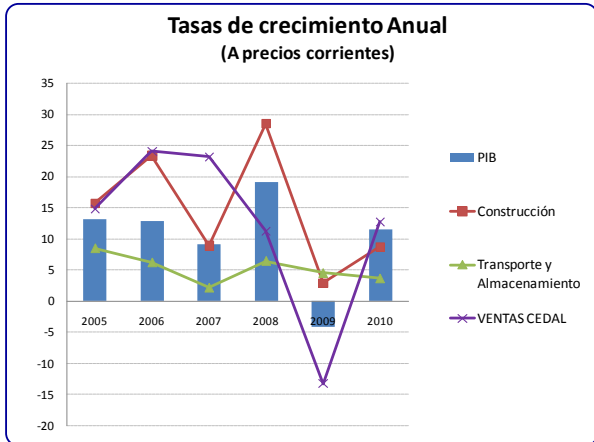
A pesar de que las aplicaciones del aluminio son variadas y por tanto puede ser empleado en diversas industrias, la experiencia demuestra que las ventas de CEDAL sostienen una estrecha relación con el comportamiento del sector de la construcción no sólo ecuatoriano sino también colombiano en vista de su relación comercial con VITRAL. En el Ecuador la recuperación del sector de la construcción en el 2010 obedece a la expansión del crédito de vivienda proveniente principalmente del BIESS y al impulso generado por el Gobierno en cuanto a la construcción de vivienda popular, que es probable que se mantenga en este año 2011<sup>6</sup>.

En el 2010 se apreció una desaceleración en el crecimiento del sector de la construcción colombiano como consecuencia del recorte presupuestario del sector público y la paralización de obras ocasionadas por el efecto climático. Se espera que la actividad constructora en Colombia retome su comportamiento expansivo en el corto plazo en vista de los planes públicos de compensación de daños ocasionados por la lluvia en la red vial y la construcción de nueva infraestructura de transporte que tendrá un efecto dinamizador en el sector<sup>7</sup>.

La economía colombiana tuvo un crecimiento de alrededor del 4.3% en el 2010, logrando recuperar su ritmo de crecimiento histórico que había sido de 4.6% en promedio en los últimos seis años, exceptuando el 2009. El Banco Central de la República de Colombia proyecta un crecimiento similar para el 2011.

<sup>6</sup> Diario EL COMERCIO, "El sector de la construcción creció 20%", Enero 2011.

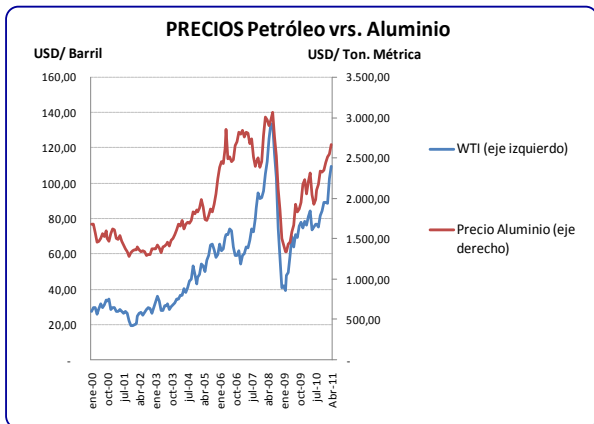
<sup>7</sup> Observatorio Inmobiliario y de la Construcción, Colombia, <http://www.observatorioinmobiliario.es/Blog/index.php/noticias/el-sector-de-la-construccion-en-colombia-crecera-un-15-en-2011/>



Fuente: BCE, PIB por industria.  
Elaboración: BWR

El aluminio puede ser sustituido por otro tipo de metales, sin embargo cuenta con propiedades únicas y favorables para el sector de la construcción pues es resistente a la corrosión, su vida útil excede el de cualquier otro metal exceptuando el acero y puede ser reciclado en varias ocasiones preservando su calidad, además de que el costo de reciclaje es bajo.

Uno de los riesgos asociados a esta industria constituye la variación y ciclicidad del precio del aluminio, materia prima esencial en el proceso productivo de CEDAL. En el 2008 se produjo un fuerte incremento en los precios internacionales del aluminio, principalmente influenciados por el acelerado aumento de los precios del petróleo. Después de la importante reducción que tuvo el precio del aluminio en el 2009, se puede apreciar que en el 2010 y 2011 la tendencia se mantiene en niveles ascendentes.

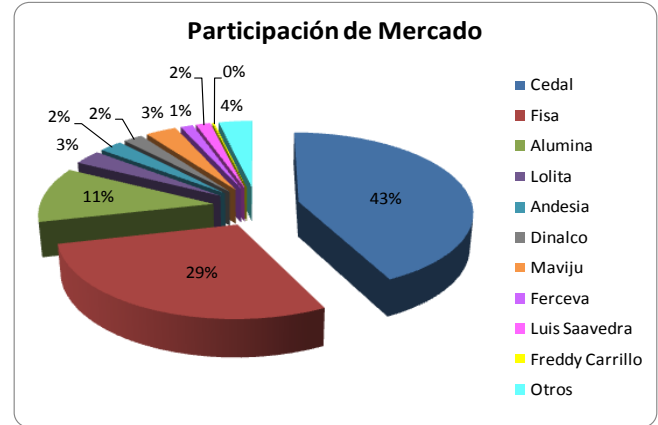


Fuente: BCE, Hidrocarburos; EIA; Indexmundi  
Elaboración: BWR

El comportamiento de los precios es incierto pues no necesariamente una tendencia actual se mantendrá en los próximos años. Los márgenes de CEDAL son susceptibles a los cambios en los precios de la materia prima que impactan directamente al costo de los inventarios y al costo de ventas. CEDAL importa sus

insumos estratégicos, lingotes de aluminio y chatarra de 18 proveedores, en especial de países latinoamericanos.

**POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA**



CEDAL ha mantenido el liderazgo en el mercado ecuatoriano de perfiles de aluminio abarcando a Mar-11 el 42.64% de las ventas nacionales. Fundiciones Industriales S.A. (FISA) es su competencia directa, empresa que ocupa el segundo lugar del mercado con el 28.72%. FISA atiende al mercado local a través de su planta de extrusión de aluminio localizada en Guayaquil y exporta a Estados Unidos y Colombia.

El posicionamiento mayoritario de CEDAL en el mercado ha sido alcanzado gracias a su amplia red de distribución a nivel nacional, 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%.

**• ANÁLISIS FINANCIERO**

El presente reporte se realizó en base a los estados financieros auditados a Diciembre del 2010 e interinos a Marzo del 2011. A pesar de que los estados financieros a Mar-11 no son auditados, basamos nuestro análisis en balances firmados por el Representante Legal de la empresa.

Los estados financieros fueron auditados por la firma D'BRAG Auditores y no presentan salvedades ni limitaciones. En el informe de auditoría externa se enfatiza en la obligación que tiene CEDAL de consolidar sus estados financieros con su subsidiaria colombiana Vitral Cía. Ltda. Tanto los estados financieros auditados como los interinos están presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's) y no se encuentran consolidados en vista de que Vitral se encuentra en proceso de conversión a estas nuevas normas contables. Los estados financieros del 2009 incorporan la consolidación de activos, pasivos y patrimonio de CEDAL y Acero Vegetal, como consecuencia del proceso de fusión por absorción

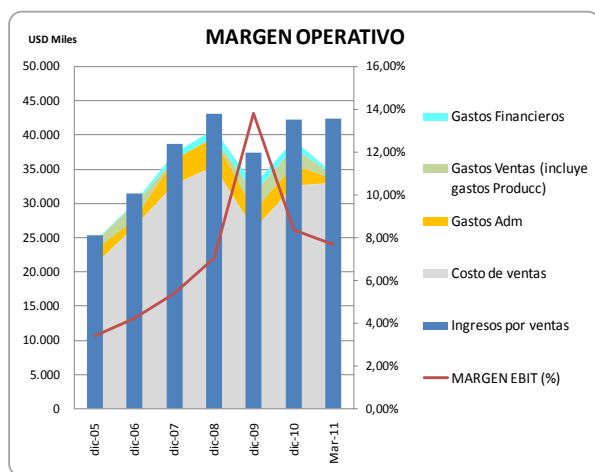


concluido en Nov-09. La fusión con Acero Vegetal no tuvo mayor incidencia en los estados financieros de CEDAL debido a que la participación de esta empresa en las cifras consolidadas fue marginal en todos los rubros.

### ▪ GESTIÓN OPERATIVA

Las ventas de CEDAL habían venido creciendo a un ritmo promedio del 18.32% en el período 2005-2008. En el 2009 las ventas disminuyen (en 13.23%) como consecuencia de la coyuntura nacional y específicamente por la contracción del sector de la construcción. Si bien en el 2010 se aprecia una recuperación de las ventas respecto al año anterior, éstas no alcanzan todavía la dinámica del 2008.

CEDAL ha procurado proteger sus márgenes en vista de que éste es sensible a la variación en precios de la materia prima. En el primer semestre del 2008 los precios internacionales del aluminio alcanzaron el pico histórico más alto de los últimos diez años. Ante esta situación CEDAL decidió trasladar este incremento del costo de la materia prima al mercado, incrementando precios.



Como se puede apreciar en el gráfico, a pesar de la contracción en ventas del 2009, el margen bruto alcanzó su mayor crecimiento en este año. En el 2009 el precio de la materia prima disminuyó incidiendo directamente en el descenso del costo de ventas. Adicionalmente el margen se benefició porque CEDAL se quedó con un inventario cuyo precio no se redujo a la misma velocidad ni en la misma proporción en la que disminuyó el precio del aluminio en el mercado internacional.

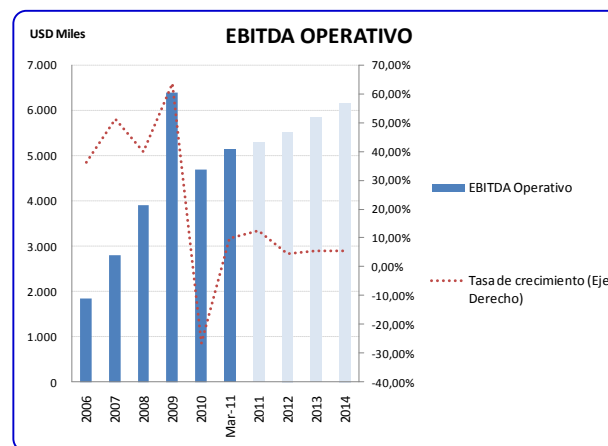
A partir del 2009 la Compañía optó por sustituir parte de la materia prima importada por productos hechos de la fundición de aluminio reciclado, lo que no afectó la calidad del producto pero disminuyó considerablemente el costo, protegiendo el margen. Este constituye el principal motivo por el que el margen bruto del 2010 es superior al del 2008 a pesar de que el volumen de ventas fue menor.

CEDAL ha logrado tener un mayor control de su gasto operativo frente al histórico. En el período comprendido entre el año 2005 a

Marzo del 2011, el gasto operativo representó en promedio el 11.63% de las ventas. El gasto financiero muestra una tendencia estable en los últimos años representando entre el 2% y 3% de las ventas de la empresa y su costo financiero aproximado es del 6.56% en promedio.

La rentabilidad sobre activos y patrimonio se reduce en el 2010 debido a que bajo NIIF la utilidad ya no puede estar influenciada por el rendimiento de inversiones que CEDAL ha mantenido en otras empresas del Grupo, ingresos que no constituyen flujo sino un aumento en el valor patrimonial proporcional (VPP) de las inversiones.

Dado que el EBITDA del 2009 estuvo influenciado por factores coyunturales y por temas puntuales expuestos en párrafos anteriores, es más acertado comparar los flujos operativos del 2010 con los del 2008. En los años citados, el EBITDA logró crecer en 20.06% gracias al incremento del margen y al mayor control del costo y gasto operativo. La variación del precio del aluminio, junto con el cambio en la composición de las materias primas (con un mayor porcentaje de aluminio reciclado) constituyen los principales factores que podrían influenciar el comportamiento de los márgenes y flujos operativos de CEDAL a futuro.



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. BWR considera que con la eliminación del VPP, la rentabilidad de los próximos años podría ser menor a la proyectada inicialmente por la empresa (ROA entre un 6% y 7%), sin embargo reconoce la capacidad que tiene CEDAL para generar resultados suficientes que le permitan sostener el negocio y cumplir con sus obligaciones.

### ▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los rubros más representativos del activo constituyen el activo fijo, los inventarios y la cartera de clientes que en conjunto representan el 79.34% del activo a Mar-11. El activo fijo comprende la propiedad, planta y equipo que



CEDAL mantiene en su planta de Latacunga, las instalaciones en Quito y Guayaquil y las nuevas oficinas en Durán. El activo fijo fue valorado por un perito como consecuencia del proceso de adopción de las NIIF por primera vez, ocasionando un incremento en su valor contable a partir del año 2008.

El inventario de materia prima se abastece principalmente de proveedores del exterior. El cambio en la composición de la materia prima que incorpora más chatarra y menos lingotes para su procesamiento ha contribuido a disminuir el costo de los inventarios, sin embargo la necesidad de financiar los inventarios continúa dependiendo de la variación en los costos del aluminio. Actualmente el 67% del inventario de materia prima es recuperable (chatarra) y el 33% constituyen lingotes de aluminio. Los inventarios rotan alrededor de tres veces en el año con una duración promedio de 100 días.

Las cuentas por cobrar que mantiene la Compañía provienen en su mayoría de operaciones comerciales con terceros que se originan de las ventas de perfilería a distribuidores y cuentan con garantía sobre prenda industrial o hipotecas<sup>8</sup>. En el 2010 el 100% de la cartera comercial de CEDAL correspondió a clientes a nivel nacional que han demostrado solvencia y han tenido un buen comportamiento de pago. La cartera no tiene concentración dado que el riesgo se encuentra diversificado en alrededor de 226 clientes activos.

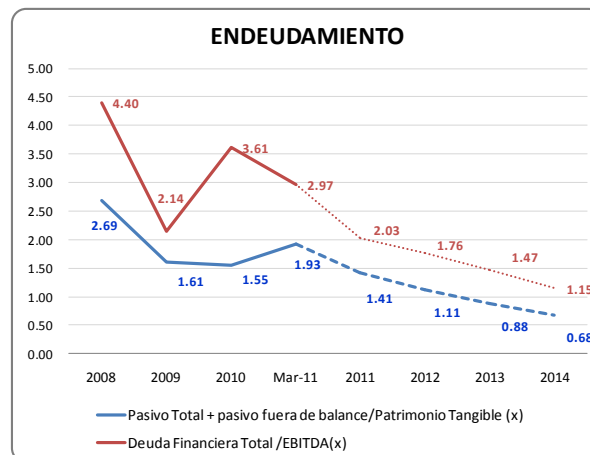
CEDAL otorga un tiempo de crédito de 30 días a distribuidores y de 60 días a los clientes de la línea comercial de vidrio. La recuperación histórica de la cartera comercial ha sido de aproximadamente 38 días en promedio en el período (2005-2010). Actualmente la cartera muestra una menor rotación frente al histórico (57 días a Mar-11) debido a que la Compañía decidió extender el plazo de pago de algunos clientes. La rotación también disminuyó 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 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. Por lo general, CEDAL ha mantenido cuentas por cobrar a sus relacionadas CORPESA, VITRAL y ESTRUSA, que no son comerciales y representan el 8.64% de los activos a Mar-11.

La Compañía muestra una posición más solvente gracias a que en el 2010 decidió capitalizar el 37.44% de las utilidades del año anterior. La capitalización se mantiene en el primer trimestre del 2011, período en el que se transfiere el aporte para futuras capitalizaciones al capital social. El futuro fortalecimiento del patrimonio depende de la generación de resultados operativos, de las políticas de dividendos que se adopten cada año y de las políticas del Grupo en cuanto a la transferencia de fondos de CEDAL a otras empresas y/o negocios.

<sup>8</sup> Para distribuidores y clientes no relacionados.

## ENDEUDAMIENTO



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. De acuerdo al índice presentado en el gráfico (Deuda Financiera Total/EBITDA), la deuda financiera podría ser cubierta en 3 a 4 años con la generación de flujos operativos de la empresa.

En el período 2005-2007 la Compañía mantuvo la totalidad de su deuda financiera concentrada en el corto plazo e índices de apalancamiento apretados. Con la sexta y séptima emisión de obligaciones, colocadas en el 2008 y 2010 respectivamente, CEDAL logró sustituir parcialmente la deuda bancaria reprogramando sus pasivos a mayores plazos.

A medida que la deuda con el mercado de valores se vaya amortizando es posible que la Institución requiera de financiamiento bancario adicional en vista de la necesidad de financiar el inventario de materia prima. El crecimiento de la deuda financiera ha sido directamente proporcional al incremento de los inventarios debido a que la materia prima generalmente ha sido financiada mediante documentos bancarios.

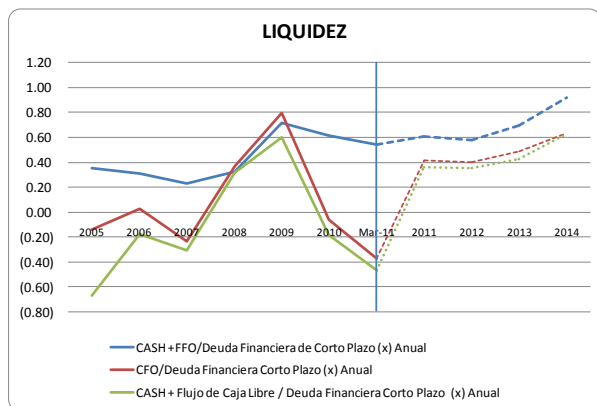
Debe tomarse en cuenta que el patrimonio de CEDAL apalanca otros negocios del Grupo a través de cuentas por cobrar y garantías, por lo tanto se estresa el indicador de apalancamiento<sup>9</sup> incluyendo en el pasivo las garantías otorgadas a las empresas relacionadas, y restando del patrimonio los activos de incierta recuperación.

<sup>9</sup> El índice de apalancamiento considera el pasivo total + las garantías entregadas a ESTRUSA/ patrimonio tangible.



El patrimonio tangible mejora a partir del año 2008 dado que se está restando del patrimonio la inversión en acciones cuya valoración bajo las normas NIIF es ahora menor frente al histórico. Es decir que a partir del año 2008 los índices de apalancamiento reflejan un valor más cercano a la realidad de CEDAL. El índice de apalancamiento mantuvo niveles razonables en el 2010 y Mar-11 (Dic-10: 1.55; Mar-11: 1.93) gracias a que el patrimonio se fortaleció por la capitalización parcial de las utilidades.

### ■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



CEDAL ha sido históricamente generadora de flujo de fondos positivos y crecientes que se mantienen holgados luego de cubrir el gasto financiero e impuesto a la renta del período. El Flujo de Caja Operativo (CFO) muestra volatilidad en el tiempo y depende de las variaciones en el capital de trabajo que se relacionan principalmente a la necesidad de financiar las cuentas por cobrar y en especial los inventarios. Esta necesidad varía dependiendo del crecimiento en ventas y del comportamiento de los precios del aluminio a nivel mundial.

El flujo de fondos no alcanza a cubrir la variación del capital de trabajo que a Dic-10 es negativa principalmente por el importante crecimiento que tuvo el inventario. En los últimos meses del 2010 la Compañía decidió abastecerse de niveles excedentarios de inventario debido a que se preveían incrementos del precio del aluminio para el 2011. Este crecimiento del inventario que debió ser financiado, conjuntamente con las nuevas inversiones en CAPEX que son de mediano y largo plazo, constituyeron factores que presionaron la liquidez del 2010; tendencia que se mantiene a Mar-11.

Las inversiones en CAPEX casi se duplican en el 2010 debido a que en primer lugar CEDAL decidió trasladar su centro logístico a Durán, a las instalaciones que antes pertenecían a Acero Vegetal y que necesitaron ser readecuadas. En segundo lugar, se procedió a instalar un nuevo software operativo que permitirá el análisis de la información estadística y contable a tiempo real y de manera automática. Esta inversión representó el 77.78% de las adiciones del 2010.

En el 2010 CEDAL optó por realizar una importante inversión en una de sus plantas de extrusión con el fin de mantener los estándares de calidad del producto final. Esta nueva inversión conllevó el detenimiento parcial de la producción por un lapso aproximado de un mes, lo cual presionó adicionalmente la liquidez. El flujo de caja libre se aprieta además por la decisión de la Compañía de repartir a sus accionistas USD 810M en dividendos en el 2010.

El flujo de caja operativo en relación a la deuda financiera es negativo a Dic-10 y Mar-11, poniendo en evidencia que persiste el riesgo de refinanciamiento de la totalidad de la deuda de corto plazo. Este riesgo se mitiga fundamentalmente por el acceso que la empresa ha demostrado tener a líneas de crédito bancarias y al mercado de valores. No obstante, el descalce de plazos le hace vulnerable frente a una potencial contracción de liquidez en todo el sistema.

### ■ ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ACTIVOS USD Miles	Mar-11	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1,303		1,303		1,303
Cuentas por Cobrar Comerciales	6,532		6,532		6,532
Cuentas por Cobrar Relac C/P	4,060		4,060		4,060
Inversiones Temporales	1		1		1
Inventarios	12,078	2,871	9,207		9,207
Impuestos y pagos anticipados	960		960		960
Propiedades	17,451	2,439	15,011		15,011
Inversiones Empresas Relac.	895		895		895
Activo Diferido	611		611	611	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	1,375		1,375		1,375
Otros Activos	187		187		187
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>45,452</b>	<b>5,310</b>	<b>40,143</b>		<b>39,532</b>
<b>Séptima emisión en circulación</b>					5,956
<b>Cobertura de garantía general (No. Veces)</b>					<b>6.64</b>
<b>Cobertura de garantía general sensibilizada</b>					<b>5.28</b>

La emisión de obligaciones que se encuentra en circulación tiene garantía general, es decir está respaldada con los activos de la empresa. Los activos que pueden constituir la garantía, de acuerdo a la regulación vigente corresponden a los activos totales de CEDAL S.A., excluidos los activos pignorados, los activos diferidos, activos intangibles, activos en litigio, derechos fiduciarios en garantía y fondos de liquidez.

El activo susceptible de constituir la garantía general asciende a USD 39.53MM a Mar-11. Esta garantía cubre en 6.64 veces el monto en circulación de la emisión vigente; si se resta del activo a los rubros de incierta recuperación esta cobertura se ubica en 5.28 veces. El monto emitido no excede el límite del 80% del total de activos libres de gravamen.

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente



al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

## RESGUARDOS

Para la séptima emisión de obligaciones CEDAL estableció los resguardos de Ley y adicionalmente se comprometió a mantener los siguientes límites en los indicadores que se detallan a continuación:

- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible\*  $\leq 2$  veces.
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo  $\geq 0.41$  veces.

\**Patrimonio Tangible* = Patrimonio restado las cuentas por cobrar de corto y largo plazo a relacionadas u accionistas, anticipos a proveedores, gastos pagados por anticipado, inversiones en empresas relacionadas, activos intangibles, activos diferidos y en general otros activos corrientes y no corrientes que sean de incierta recuperación.

Con cifras a Mar-11 estos indicadores son:

- Pasivo Total + Contingentes / Patrimonio Tangible = 1.93 veces
- Flujo de Caja Operativo / Deuda Financiera de Corto Plazo = (0.37) veces.

El índice de liquidez que obtuvo la Compañía a Dic-10 y Mar-11 es negativo y por tanto menor al límite establecido en el resguardo. BWR reconoce que este indicador estuvo influenciado por diversos factores que generaron presión sobre la liquidez en el 2010 y espera que sean regularizados en el corto plazo de modo que en los próximos seguimientos se puedan observar índices más holgados.

## POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

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.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

**EMPRESA: CEDAL S.A.**

(Miles de USD)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Mar-11
<b>RESULTADOS</b>							
Ventas	25,400	31,511	38,812	43,187	37,475	42,248	10,621
% crecimiento	0	24.06%	23.17%	11.27%	-13.23%	12.74%	0.56%
Costos	-20,889	-26,599	-32,792	-35,497	-26,169	-32,612	-8,261
% crecimiento	0	27.33%	23.28%	8.25%	-26.28%	24.62%	1.33%
MARGEN BRUTO (%)	17.76%	15.59%	15.51%	17.81%	30.17%	22.81%	22.22%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA OPERATIVO*	1,360	1,849	2,796	3,904	6,379	4,688	1,736
MARGEN EBITDA (%)	5.35%	5.87%	7.20%	9.04%	17.02%	11.10%	16.34%
EBITDAR OPERATIVO	1,360	1,849	2,796	3,904	6,379	4,688	1,736
MARGEN EBITDAR (%)	5.35%	5.87%	7.20%	9.04%	17.02%	11.10%	16.34%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones	492	512	691	853	1,195	1,151	471
EBIT OPERATIVO	867	1,337	2,105	3,052	5,184	3,537	1,265
MARGEN EBIT (%)	3.41%	4.24%	5.42%	7.07%	13.83%	8.37%	11.91%
Gasto Financiero del período	-90	-217	-920	-1,153	-1,190	-1,110	-247
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.35%	0.69%	2.37%	2.67%	3.17%	2.63%	2.33%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	2.41%	3.12%	8.10%	7.93%	9.32%	8.86%	6.18%
Impuestos a la renta	-251	-377	-348	-560	-758	-690	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	15.90%	18.56%	12.40%	18.34%	19.14%	24.53%	0.00%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	45.68%	39.67%	53.13%	33.60%	5.85%	19.69%	18.05%
UTILIDAD NETA	1,330	1,655	2,211	2,409	3,205	2,124	792
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5.24%	5.25%	5.70%	5.58%	8.55%	5.03%	11.69%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	19.79%	22.82%	25.40%	17.36%	17.23%	10.60%	14.86%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.44%	10.03%	9.57%	7.28%	8.40%	5.32%	7.24%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>							
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1,822	2,166	2,902	3,262	4,399	3,275	1,713
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2,561	-1,919	-6,712	896	2,949	-4,109	-2,967
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-739	248	-5,048	3,265	7,272	-1,047	-1,246
Inversión en Activos Fijos	-664	-1,161	-1,557	-1,183	-1,534	-2,990	-536
Otras Inversiones, Neto	-2,199	-868	852	114	-33	80	-121
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3,603	-1,781	-5,753	2,196	5,706	-3,957	-1,903
Variación Neta de Deuda Financiera	2,996	3,444	5,395	986	-4,566	4,113	2,795
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-728	-1,197	0	0	-2,400	-810	0
Otros Financiamientos, Neto	861	-88	379	-2,752	1,925	1,418	-2,523
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-474	379	21	431	665	765	-1,631
<b>Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)</b>							
EBITDA OPERATIVO	1,360	1,849	3,041	3,989	6,379	4,688	1,736
(-) Gasto Financiero del período	-90	-217	-920	-1,153	-1,190	-1,110	-247
(-) Impuesto a la renta del período	-251	-377	-348	-560	-758	-690	0
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,019	1,255	1,773	2,276	4,431	2,887	1,489
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,561	-1,919	-6,712	896	2,949	-4,109	-2,967
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,543	-664	-4,939	3,172	7,380	-1,222	-1,478
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	803	911	1,621	1,155	275	652	224
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-306	-264	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-728	-1,197	0	0	-2,400	-810	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-664	-1,161	-1,557	-1,183	-1,534	-2,990	-536
(-)Otras Inversiones neto	-2,199	-868	852	114	-33	80	-121
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-4,331	-2,978	-5,753	2,196	3,306	-4,767	-1,903
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	4.01%	3.98%	4.57%	5.27%	11.82%	6.83%	14.02%
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1,360	1,849	3,041	3,989	6,379	4,688	1,736
<b>BALANCE</b>							
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	825	1,432	1,453	1,518	2,493	3,034	1,303
Activos Totales	14,423	18,575	27,623	38,572	37,709	42,113	45,452
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	5,216	8,660	14,055	11,708	9,642	9,638	13,434
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	0	3,333	833	4,950	3,950
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	5,216	8,660	14,055	17,547	13,640	16,936	20,613
Pasivos con Proveedores	1,083	1,060	2,125	1,310	918	922	1,946
Otros Pasivos	1,104	1,376	1,508	1,896	3,765	3,556	953
Pasivos Totales	7,402	11,096	17,687	20,752	18,323	21,413	23,511
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	7,021	7,479	9,936	17,820	19,386	20,699	21,941
PATRIMONIO TANGIBLE	866	728	450	8,642	13,360	15,303	13,852
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	6,156	6,751	9,486	9,178	6,026	5,396	8,089
Capitalización ****	12,237	16,139	23,991	35,367	33,026	37,635	42,554
Contingentes	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	2,506	3,165	2,348	3,229
<b>GARANTÍA GENERAL</b>							
Activos Pignorados	0	0	836	978	3,681	5,220	5,310
Activos diferidos	0	93	541	263	462	627	611
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	14,423	18,481	26,247	37,332	33,566	36,266	39,532
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	4,167	2,501	7,785	5,956
Límite Legal para Emitir Obligaciones	11,539	14,785	20,997	29,865	26,853	29,013	31,625
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado				8.96	13.42	4.66	6.64

(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 S.A.**

(Miles de USD)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Mar-11
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>							
<b>COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING</b>							
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.17	8.53	3.04	3.39	5.36	4.22	7.02
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	7.76	3.17	1.35	2.36	4.07	1.53	4.86
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	15.17	8.53	3.30	3.46	5.36	4.22	7.02
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12.37	6.79	2.93	2.97	4.72	3.60	7.02
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-16.21	-2.06	-4.37	3.75	7.20	-0.10	-4.98
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12.37	6.79	2.93	2.97	4.72	3.60	7.02
CFO/cargos fijos	-16.21	-2.06	-4.37	3.75	7.20	-0.10	-4.98
<b>APALANCAMIENTO</b>							
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.84	4.68	4.62	4.40	2.14	3.61	2.97
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	3.23	3.91	4.14	4.02	1.75	2.97	2.78
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	5.12	6.90	7.93	7.71	3.08	5.87	3.46
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.43	0.54	0.59	0.50	0.41	0.45	0.48
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	-	-	0.01	0.03	0.04	0.08	0.04
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.70	0.78	0.79	0.85	0.74	0.79	0.88
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	8.55	15.24	39.32	2.40	1.37	1.40	1.70
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	8.55	15.24	39.32	2.69	1.61	1.55	1.93
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	6.02	11.89	31.24	2.03	1.02	1.11	1.49
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.00%	90.00%	0.00%	0.00%	99.63%	25.28%	0.00%
<b>LIQUIDEZ</b>							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1.00	1.00	1.00	0.67	0.71	0.57	0.65
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.20	0.14	0.13	0.19	0.46	0.30	0.44
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual					N/D	1.02	2.97
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.35	0.31	0.23	0.32	0.72	0.61	0.54
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.14	0.03	-0.24	0.37	0.79	-0.06	-0.37
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual					N/D	-0.43	-2.95
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.67	-0.18	-0.31	0.32	0.60	-0.18	-0.47
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual					N/D	-0.61	-3.14
<b>OTROS INDICES</b>							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3,572.63	2,558.87	2,164.06	8,211.22	6,120.02	9,498.74	8,192.48
Liquidez Acida (x)	0.98	0.72	0.56	0.92	0.76	0.84	0.77
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.43	0.38	0.28	0.39	0.45	0.57	0.47
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.39	1.16	1.07	1.09	1.13	1.08	1.06
Patrimonio / Activo Total (x)	0.49	0.40	0.36	0.46	0.51	0.49	0.48
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	11.39	11.87	8.11	10.11	8.65	8.49	6.27
Días de cuentas por cobrar	31.60	30.33	44.41	35.61	41.60	42.38	57.40
Rotación de inventarios (x)	5.43	4.75	3.39	3.81	2.71	2.78	2.74
Días de inventarios	66.30	75.81	106.34	94.58	132.92	129.28	131.58
Rotación de cuentas por pagar (x)	19.30	25.08	15.43	27.10	28.50	35.38	16.98
Días de cuentas por pagar	18.66	14.35	23.33	13.29	12.63	10.18	21.20
Rotación Capital de Trabajo	5.85	10.39	15.15	4.32	4.28	3.43	4.03
Días de Capital de Trabajo	61.57	34.63	23.76	83.28	84.19	104.86	89.25
Días de Ciclo de Operación	-17.67	-57.15	-103.66	-33.63	-77.70	-56.63	-78.53
Activo corriente / Pasivo corriente	1.53	1.25	1.13	1.57	1.42	1.70	1.49

(x) Índice expresado en número de veces



## Entorno Macroeconómico

### Ecuador

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se espera estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

### COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB ( USD M III 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (M III, 2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB%	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.6	prov 3.71
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-1.50
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinación de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

### PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITC	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

\*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.



Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

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

Elaboración: BWR