

Ecuador
 Emisión Obligaciones
 Cuarto Seguimiento

**Corporación Ecuatoriana
 De Aluminio S.A. – CEDAL**

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último cambio
Emisión de Obligaciones	"AA" Perspectiva Negativa	"AA"	NR

NR: No Registra

Resumen Financiero

USD Millones	dic-08	dic-09	dic-10	sep-11
Activos	38.57	37.71	42.11	50.42
Ventas*	43.19	37.48	42.25	47.31
Margen EBITDA (%)	9.04	17.26	11.76	11.03
ROA (%)**	7.28	8.40	5.32	3.30
Capitalización (%)	49.61	41.30	45.00	52.37
Deuda Financiera Total/ FFO (x)	7.71	3.02	5.35	7.13

*Indicadores anualizados a Sep-11;

**Utilidad empleada para el cálculo del ROA considera pago del impuesto a la renta y participación a trabajadores.

(x) Indicador en Número de veces

Características de la Emisión

Séptima Emisión de Obligaciones	
Monto Emitido:	USD 8,000,000
Monto en Circulación:	USD 4,962,500
Fecha de Emisión:	29-Ene-2010
Fecha de Vencimiento:	29-Ene-2014
Plazo:	1440 días (4 años)
Amortización:	Semestral
Fecha último pago de capital:	23-Julio-2011
Cupón de Interés:	TPR + 1,5%
Pago de Interés:	Trimestral
Periodicidad del Reajuste:	Cada 90 días
Modalidad Cálculo Pago:	Base 30/360
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos Capital de trabajo
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Picaval
Agente Colocador:	Picaval
Agente Pagador :	Banco Pichincha S.A.
Representante Obligacionistas:	Pólit & Pólit Abogados S.C.C.

Actividad del Emisor: Producir y comercializar perfiles de aluminio estructurales y arquitectónicos, otros artículos metálicos no ferrosos y en vidrio.

Contactos

(593) 2 222-323; (593) 2 548-393

Patricia Pinto: pintop@bankwatchratings.com

Ana Zurita R: a.zurita@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: Noviembre 28, 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 30, 2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

En base a los estados financieros auditados a Dic.10 e interinos al 30 de Septiembre del 2011, y demás información presentada por el emisor, el Comité de BankWatchRatings S.A. decidió mantener la calificación de la séptima emisión de obligaciones de “Corporación Ecuatoriana de Aluminio - CEDAL S.A.” en “AA” (Doble A). Adicionalmente decidió incorporar una perspectiva negativa. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores la calificación otorgada:

“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 “perspectiva negativa” no indica una reducción de categoría de calificación sino una probabilidad razonable de que la calificación asignada podría ser cambiada en el corto plazo, en la dirección en la que indica la perspectiva, si la Compañía no revierte su tendencia actual de endeudamiento y liquidez.

Los indicadores tanto de liquidez como de endeudamiento han mantenido una tendencia a presionarse durante los últimos años y al momento se encuentran más apretados que los de otras instituciones calificadas en la misma categoría. Esta situación limita la flexibilidad financiera de la empresa para reaccionar frente a los riesgos propios de su industria. Del análisis realizado se podría esperar que las relaciones de endeudamiento y liquidez se vayan aflojando, dependiendo de decisiones y políticas a nivel de Grupo.

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.*



A pesar de la inestabilidad de su industria en relación al precio del aluminio, CEDAL ha podido mantener sus márgenes operativos con crecimientos permanentes pero también volátiles a lo largo del tiempo. El crecimiento del EBITDA durante el año 2011 ha estado muy por debajo de lo histórico y se esperaba que este crecimiento en adelante sea todavía menor. El costo del aluminio se traslada al precio comercial solo parcialmente.

El EBITDA generado por la empresa ha sido suficiente para sostener el negocio pero no ha crecido en la misma proporción que la deuda financiera presionando tanto los indicadores de apalancamiento como los de capitalización y liquidez.

La necesidad de financiar los inventarios y en menor medida las cuentas por cobrar genera un alto requerimiento de capital de trabajo, que al momento no ha podido ser cubierto en su totalidad con la misma generación operativa del negocio.

En este año 2011 la Compañía decidió adquirir un volumen importante de inventario a fin de prevenir futuros desabastecimientos de producto terminado, lo cual está ligado también a la alta competencia en el mercado. Esta situación, combinada con la necesidad de financiar cartera de clientes e inversiones en CAPEX provocó que la necesidad de financiamiento de la empresa sea mayor, debiendo incurrir en deuda bancaria adicional.

Por otro lado, contribuye a la presión en los indicadores de apalancamiento y liquidez el hecho de que la Compañía haya financiado generalmente con pasivos de corto plazo, las cuentas por cobrar a relacionadas y las inversiones en CAPEX que son de mediano y largo plazo. CEDAL apalanca otros negocios del Grupo, sin que estos fondos regresen a la empresa al menos en el corto plazo.

De acuerdo a las proyecciones se esperaba que hacia fines de este año y en adelante el apalancamiento de la empresa vaya reduciéndose dado que en el último trimestre del 2011 no se previó mayor endeudamiento para financiar inventarios y debido al compromiso de la Administración de liberar a partir del 2012 el contingente adquirido por CEDAL al garantizar las operaciones de ESTRUSA. Cabe indicar que esta perspectiva se incorpora en la calificación actualmente otorgada.

Se tiene la expectativa de que los índices de liquidez mejoren en el futuro gracias a la sustitución y reprogramación del pasivo a largo plazo.

En los próximos años se prevé un crecimiento estable del negocio y si bien se espera que los retornos sean menores frente a los históricos, consideramos que la Compañía podrá mantener resultados suficientes para honrar sus obligaciones y garantizar la sostenibilidad del negocio en el tiempo. El comportamiento del negocio en los próximos años dependerá de la capacidad que tenga CEDAL para continuar generando un ahorro en costos, del comportamiento del precio del aluminio en los mercados internacionales y de su facultad para incrementar precios.

La Calificadora evalúa como un aspecto positivo el reparto conservador de dividendos que se espera realizar en los próximos años y reconoce el posicionamiento que CEDAL tiene como líder en el mercado ecuatoriano, así como la experiencia de sus administradores principales.

▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas del 27 de abril del 2010 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 asumió todos los activos, pasivos, obligaciones y contingentes de TANDILSA.

El perfeccionamiento legal de la fusión se dio mediante escritura pública del 01 de septiembre del 2010, y los efectos de la fusión fueron registrados contablemente el 21 de Abril del 2011.

- 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.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

(Por favor remitirse al Anexo 2)

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA

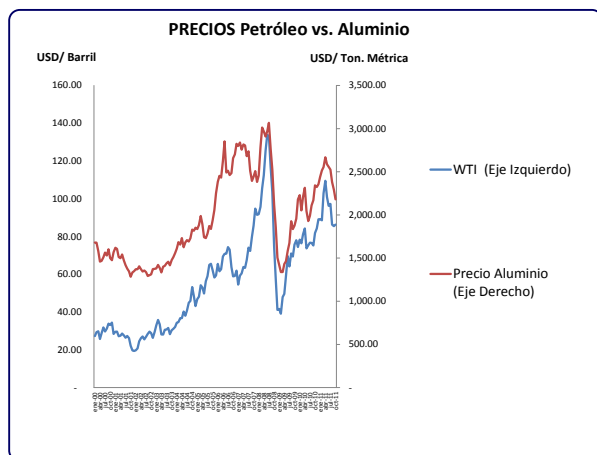
- El sector metalmecánico del Ecuador comprende la extracción y manufactura de metales. Al ser proveedor de materias primas esta industria depende de otros sectores como el de la construcción y transporte para incrementar la demanda, sectores que a su vez son sensibles al entorno macroeconómico.
- El sector de la construcción en Ecuador ha tenido un comportamiento dinámico en este año 2011 gracias a la expansión del crédito de vivienda proveniente principalmente del BIESS y al impulso generado por el Gobierno en cuanto a la construcción de obra vial y vivienda popular. Estos factores determinarán el comportamiento del sector en los próximos años siempre que el entorno macroeconómico se mantenga estable y mientras continúe la ejecución del gasto público que dependerá a su vez del acceso que el Gobierno tenga a fuentes de financiamiento tanto internas como externas.

De acuerdo a datos publicados por el BCE se espera que el sector de la construcción cierre el año con un crecimiento del 10.15% en términos reales frente al 6.65% del año anterior. Las perspectivas



de crecimiento del sector de transporte son positivas y crecientes en el corto plazo (Δ 5.8%), no obstante para los próximos años estará supeditado al crecimiento de la industria automotriz cuyo entorno se muestra recesivo para el 2012.

- En el mercado colombiano se proyecta que este año 2011 culminará con un crecimiento de alrededor del 9.9% en el sector de la construcción. El comportamiento de este sector será expansivo en el corto plazo, impulsado por el crecimiento económico, el descenso de las tasas de interés y la inversión pública en obra civil y edificación residencial.
- El principal riesgo asociado a esta industria constituye la volatilidad del precio del aluminio que está determinado por el mercado internacional e influenciado directamente por el precio del petróleo. El incremento del precio del aluminio en el 2011 se relaciona adicionalmente con la devaluación del dólar. El comportamiento de los precios es incierto pues no necesariamente una tendencia actual se mantendrá en los próximos años.



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

- El aluminio es vulnerable a la competencia de otros metales que pueden reemplazarlo, especialmente en el sector de la construcción; sin embargo es un metal que cuenta con propiedades favorables para la actividad constructora 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 y por tanto conveniente para el control de costos del sector.
- El aluminio está ganando participación en el segmento de transporte, principalmente en la rama de automóviles y camiones debido a que es un metal ligero y fácil de moldear; además de que contribuye a un uso más eficiente de gasolina. Las aplicaciones del aluminio son variadas, mitigando el riesgo de sustitución.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A., CEDAL, es una compañía madura que cuenta con 38 años de experiencia en la producción y comercialización de perfiles de aluminio, líder en el mercado ecuatoriano y con presencia en el mercado colombiano. CEDAL abarca el 43.67% de las ventas nacionales y tiene una participación del 10% en Colombia.

El 85.99% de las ventas de CEDAL se origina de la distribución de perfiles de aluminio, colocados principalmente en el mercado nacional (61.59%). El 24.4% de las ventas se exporta, en su totalidad al mercado colombiano. Las ventas en Colombia se realizan a través de la compañía relacionada VITRAL¹ que posee centros de distribución en las ciudades de Bogotá y Cali.

A partir del año 2006, CEDAL diversificó sus líneas de negocio ofreciendo al mercado productos complementarios a la perfilería de aluminio, que representan actualmente el 13.19% de las ventas totales, siendo los de mayor impulso el vidrio y la línea de decoración arquitectónica.

La empresa fue constituida en Latacunga (Cotopaxi) en donde se encuentra localizada actualmente su planta productiva. CEDAL cuenta con una amplia red de distribución compuesta por más de 60 puntos de venta, 48 distribuidores exclusivos en 33 ciudades del país y un local propio en Guayaquil. Cabe indicar que su red comercial constituye una de las principales ventajas competitivas frente a los demás participantes del mercado.

CEDAL forma parte de una industria de base que se encuentra en plena etapa de expansión y crecimiento; la Compañía tiene todavía la posibilidad de crecer en el mercado local y en el colombiano e incluso podría cubrir nuevos mercados como el de Perú y Alemania dado que sostiene una asociación con empresas ubicadas en estos países. 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.

Las ventas de CEDAL han estado históricamente relacionadas con el comportamiento del sector de la construcción, no sólo ecuatoriano sino también colombiano en vista de su relación comercial con VITRAL; situación que genera a su vez una exposición de riesgo cambiario.

CEDAL ha podido tener estabilidad en sus márgenes a pesar de la volatilidad del precio de la materia prima que impacta directamente al costo de los inventarios y al costo de ventas. La empresa ha adquirido mayor experiencia en el proceso de fundición y reciclaje del aluminio, herramienta que le permite

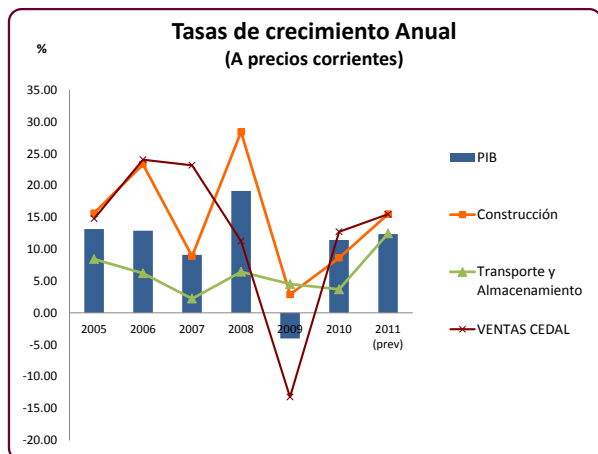
¹ El 100% del inventario de VITRAL se abastece de la producción de CEDAL.



reducir considerablemente el costo protegiendo los márgenes. Esta estrategia constituye el principal mitigante frente a los riesgos del mercado.

La Compañía demostró en el 2008 que tuvo capacidad para transferir parcialmente sus costos al mercado. No obstante, el incremento de precios podría verse limitado por la alta competencia del mercado, pues si bien CEDAL continúa manteniendo el liderazgo en ventas, se observa una competencia más agresiva en calidad y precios.

La empresa cuenta con poder de negociación con proveedores, especialmente desde que se encarga de producir directamente una de las materias primas empleadas en el negocio de perfilería. CEDAL importa sus insumos estratégicos (lingotes de aluminio y chatarra) de 18 proveedores, en especial de países latinoamericanos.

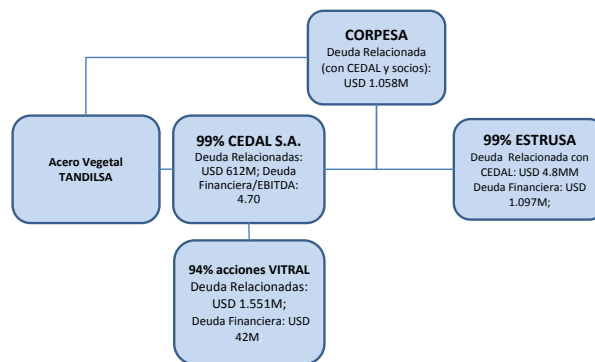


Tasa de variación PIB (Previsión); tasa de variación ventas CEDAL proyectada.
Fuente: BCE, PIB por industria.
Elaboración: BWR

▪ 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**, empresa ecuatoriana que se dedica a la fabricación de productos de carpintería de aluminio², soluciones estructurales³ y productos para exteriores⁴.
- ❖ **VITRAL**, empresa colombiana que se encarga de la comercialización de productos de aluminio con especialidad en perfiles de uso arquitectónico.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

CEDAL pertenece en un 99.98% a CORPESA y el 0.02% restante corresponde a la participación de Juan Carlos Gómez Calisto.

La estructura accionarial de CORPESA está conformada por 29 accionistas, entre personas naturales y jurídicas. El 68.75% 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.

² **Carpintería:** muros cortina, ventanas, puertas, louvers, mamparas, fachadas, revestimientos, graderíos.

³ **Soluciones Estructurales:** estructuras espaciales tridimensionales, estructuras de cubiertas, membranas tensadas, marquesinas, punto fijo, hangares.

⁴ **Para Exteriores:** toldos para residencias, aplicaciones comerciales e institucionales fijas, retráctiles, desarmables.



Accionistas	%
Gómez Calisto Bernardo	18,42%
Gómez Calisto José Luis	18,42%
Inversiones ALFA C.A.	18,65%
Red Lions Worldwide Corporation	13,26%
Correa Proessel Hernán Jorge	5,16%
Proaño Paz y Miño Carlos	4,86%
Burneo Mateus Mará Elena	3,27%
Calisto Cabezas Josefina	2,87%
Cabaro Cia. Ltda	2,17%
Inmobiliaria Chavez Salvador Cía. Ltda.	2,17%
Riofrío Salvador María Eva del Carmen	2,11%
Calisto Cabezas Genoveva Mariana	1,31%
Correa Proessel Luis Miguel	1,11%
Vergara Camacho Carlos Ibsen	1,00%
Otros 15 Acc. con menos de 1%	5,22%
CAPITAL SOCIAL TOTAL	100,00%

• **ESTRATEGIA DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

CEDAL S.A. ha procurado mantener históricamente una relación equivalente entre su deuda financiera y sus niveles de capitalización (Deuda financiera/ capitalización: 49% en promedio); indicador que es más agresivo en comparación a otras empresas que están en mercado de valores. Es posible que esta relación se reduzca en los próximos años conforme el endeudamiento se vaya liberando en función de la generación esperada, a medida que se reduzcan las inversiones en CAPEX y dado que el patrimonio se verá fortalecido gracias a la política conservadora en cuanto al reparto de dividendos, que de acuerdo a las proyecciones será del 20% en el período 2011-2014.

El reparto de dividendos fue cauto en el 2010 (25.28% de la utilidad), a diferencia de los años 2006 y 2009 en los que la empresa decidió repartir más del 90% de las utilidades. Cabe indicar que el pago de dividendos en el 2009 fue factible gracias a que la Compañía mantuvo una posición más líquida que se vio favorecida por la coyuntura del mercado.

La Administración proyecta un crecimiento estable del negocio, a excepción del año 2012 en el que se espera crecer un 18% en el mercado colombiano. El crecimiento esperado en inventarios y cuentas por cobrar será cubierto con la misma generación operativa del negocio, que incluso será suficiente para pagar los dividendos del período y las nuevas inversiones en activo fijo.

CEDAL transfiere sus flujos a VITRAL a través de inversiones y a ESTRUSA y CORPESA a través de garantías y cuentas por cobrar. En el caso de VITRAL y ESTRUSA, parte de las cuentas por cobrar han surgido de la relación comercial que CEDAL sostiene con dichas compañías, sin embargo una porción corresponde a préstamos de mutuo acuerdo que no tienen costo financiero.

Cabe indicar que la inversión en acciones de su empresa relacionada VITRAL disminuyó por efecto de la valoración NIIF, factor que dota de mayor transparencia al activo. Las cuentas por cobrar a ESTRUSA han disminuido en este año 2011 y según las proyecciones se espera que se mantengan en niveles similares en

los próximos años. Por otro lado, existe el compromiso de los Administradores para desde el próximo año levantar el contingente que CEDAL tiene al garantizar operaciones de ESTRUSA, lo cual ayudará a liberar la presión que existe en los indicadores de endeudamiento.

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 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 construcción de 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.

En el 2011 la Compañía decidió comprar un terreno cercano al centro logístico (inversión de aproximadamente USD1.2MM), con la finalidad de iniciar el próximo año con la primera etapa de construcción de la nueva planta productiva. Este año CEDAL invirtió USD 300M adicionales en la planta de Latacunga en busca de una mejora en la calidad del producto terminado, que pretende dar uniformidad a los acabados generando una ventaja competitiva frente a su competencia directa.

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. CEDAL pretende aprovechar el crecimiento que está teniendo VITRAL en Colombia abriendo dos nuevos mercados en Medellín y Barranquilla.

Gobierno Corporativo

A pesar de que estructuralmente existe una desvinculación de la plana gerencial y los accionistas, 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.



BWR considera que los accionistas y principales administradores de la empresa son profesionales de prestigio en los círculos financieros, que cuentan con experiencia en el mercado y administran el negocio técnicamente.

CEDAL está integrada por 327 empleados conformados 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.

• PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

El presente reporte se realizó en base a los estados financieros auditados a Diciembre del 2010 e interinos a Septiembre del 2011. A pesar de que los estados financieros a Sep-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. Los estados financieros auditados y los interinos a Sep.11 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.

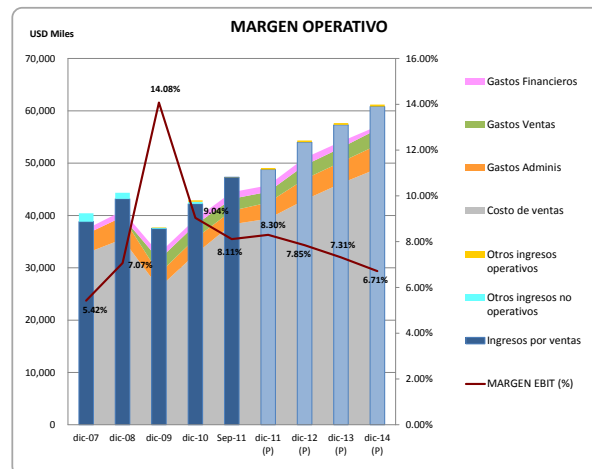
Los estados financieros a Sep.11 reflejan el proceso de fusión por absorción de CEDAL con TANDILSA. No se aprecia una incidencia significativa de la fusión sobre los estados financieros de CEDAL, en vista de que la venta del principal activo de TANDILSA proporcionó los recursos suficientes para cubrir las pérdidas que dicha empresa generaba mensualmente y permitió saldar las cuentas por cobrar y por pagar que se mantenía en balance.

La venta del activo fijo de TANDILSA generó flujo por USD 1,050M que se destinaron a absorber la pérdida del ejercicio de USD 246M y a liquidar los pasivos de esta empresa por USD 422M. CEDAL recibió adicionalmente crédito tributario por USD 28.93M y un aporte para futuras capitalizaciones de USD 712M.

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



La contracción del sector de la construcción incidió directamente en el descenso de las ventas de CEDAL en el 2009, que si bien se recuperan en el 2010 no alcanzan la dinámica observada en el 2008. Las ventas se han incrementado en el transcurso del 2011 y se esperaría que alcancen un crecimiento de alrededor del 15% siempre que el entorno económico se mantenga estable. Este crecimiento está sustentado en la reincorporación de uno de sus distribuidores principales y en el descenso del precio del aluminio en el mercado internacional, el mismo que es menor al considerado en el presupuesto de la empresa para el último trimestre de este año.

Cabe recalcar que el margen a Sep.11 es superior a los niveles históricos, sin considerar los años 2009 y 2010 que estuvieron influenciados por factores coyunturales. La Administración espera que el margen bruto se sostenga en 19.70% en promedio en el período 2011-2014, observándose un ligero incremento en el año 2012 en el que se espera que exista un repunte mayor de ventas en el mercado colombiano y en la línea comercial de vidrio y decoración arquitectónica.

El margen bruto alcanza su mayor crecimiento en el 2009 debido a la reducción del precio de la materia prima que incide directamente en el descenso del costo de ventas y gracias a que 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.

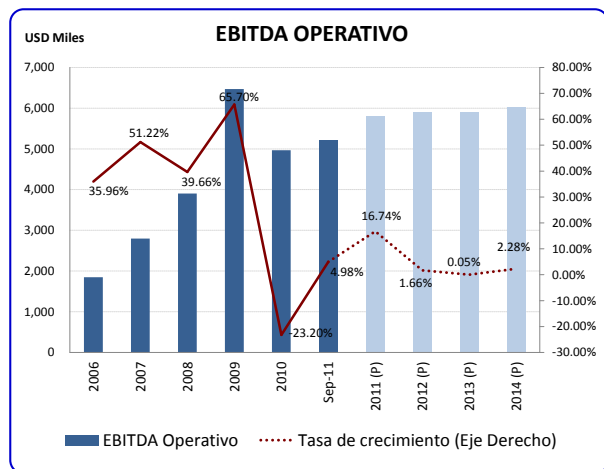
A partir del 2009 la Compañía optó por sustituir parte de la materia prima importada por productos hechos de la fundición de aluminio reciclado, factor que ha contribuido a disminuir considerablemente el costo permitiendo que la empresa proteja sus márgenes.

CORPORATIVO

En el período comprendido entre el año 2005 a Sep. 11, el gasto operativo ha representado en promedio el 11.61% de los ingresos, evidenciándose una mayor participación del gasto administrativo generalmente. De acuerdo a las proyecciones, el gasto operativo se irá incrementando conforme crezcan las ventas, es decir que la Compañía mantendrá su carga operativa controlada en relación a la generación de ingresos operativos. El gasto financiero ha tenido una tendencia estable en los últimos años representando entre el 2% y 3% de las ventas de la empresa y su costo financiero aproximado a Sep.11 es del 7.38%.

Los indicadores de rentabilidad sobre activos y patrimonio muestran una tendencia histórica decreciente por las presiones que existen sobre el margen bruto y debido a que bajo NIIF la utilidad ya no puede estar influenciada por el rendimiento de las inversiones que CEDAL ha mantenido en otras empresas del Grupo, ingresos que no constituirían flujo sino un aumento en el valor patrimonial proporcional (VPP) de las inversiones.

De acuerdo a las proyecciones la rentabilidad sobre activos se mantendrá en niveles del 4% al 5% en los próximos años. No obstante, y a pesar de que en relación a los históricos se espera un escenario de menores retornos para la Compañía, BWR reconoce la capacidad que tiene CEDAL para generar resultados suficientes que le permitan sostener el negocio y honrar el pago de sus obligaciones.



*EBITDA Operativo anualizado a Sep.11 considera la deducción del 15% de participación a trabajadores.

La Compañía espera que este año culmine con una generación de flujos operativos superior al del año anterior en 16.74%, sin embargo se proyectan crecimientos menores para los próximos años, especialmente para el 2013, dado que no se estiman incrementos significativos del margen. Cabe mencionar sin embargo que tanto el margen EBITDA como el margen EBIT se mantendrán en niveles superiores a los históricos, quitando los efectos coyunturales del año 2009.

Las proyecciones muestran un escenario conservador en cuanto a crecimiento en ventas y márgenes. Consideramos que la variación del precio del aluminio, que se espera sea menor en el último

trimestre del año, junto con el cambio en la composición de las materias primas (con un mayor porcentaje de aluminio reciclado) y la facultad de la Compañía para transferir sus costos al mercado constituyen los principales factores que podrían influenciar el comportamiento de los márgenes y flujos operativos de CEDAL a futuro.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

Los rubros más representativos del activo constituyen los inventarios (36.27%), el activo fijo (35.65%) y la cartera de clientes (14.37%).

Inventario

El inventario es el que más capital de trabajo ha requerido en este año 2011, debido a que hubo un cambio en el sistema de planificación de la producción de la Compañía que requiere de mayores niveles de inventario para prevenir posibles desabastecimientos. El inventario de materia prima es el más representativo y crece fundamentalmente por el stock de billet, que ahora CEDAL se encarga de producir directamente y que constituye materia prima esencial para la elaboración de perfiles de aluminio. El inventario de materia prima (lingotes de aluminio y chatarra) se abastece principalmente de proveedores del exterior, especialmente de países latinoamericanos.

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 cuatro veces en el año con una duración promedio de 111 días.

Activo Fijo

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

La inversión más representativa en CAPEX constituye la compra de un nuevo terreno en Durán (USD 1.2MM) en donde se localizará la nueva planta productiva de CEDAL, proyecto que iniciará el próximo año 2012. Se realizó una inversión de USD 300M en la planta de Latacunga con el fin de mejorar la calidad del producto terminado y se terminó de pagar el software que la Compañía adquirió para obtener información a tiempo real.



Cartera Comercial

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 hipotecas⁵. La cartera asciende a USD 7.25MM a Sep.11 y está conformada en un 77.73% por clientes localizados en Quito y Guayaquil; la diferencia (22.27%) corresponde a clientes del exterior.

La cartera no tiene concentración dado que el riesgo se encuentra diversificado en alrededor de 226 clientes activos que han demostrado solvencia y han tenido un buen comportamiento de pago. Alrededor del 14.36% de la cartera está vencida, sin embargo corresponde en su mayoría a operaciones que se encuentran vencidas menos de 30 días y que podrían recuperarse en el corto plazo; es decir que se estima un índice de morosidad de alrededor del 6.13% (cartera vencida + de 31 días). Cabe indicar 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 se controlan los niveles de morosidad.

CEDAL otorga un plazo de crédito de 30 días a distribuidores y de 60 a 90 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 Sep.11) debido a que la Compañía decidió extender el plazo de pago de algunos de sus clientes estratégicos, especialmente en la línea comercial que es uno de los segmentos que más está creciendo y que debe ser financiado por lo general entre 60 a 90 días. La rotación también disminuyó a partir del 2009 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, sin embargo demanda mayor financiamiento generando presión en los indicadores de endeudamiento y especialmente en los índices de liquidez de la Compañía, que ya se han mantenido estrechos en los últimos períodos de análisis.

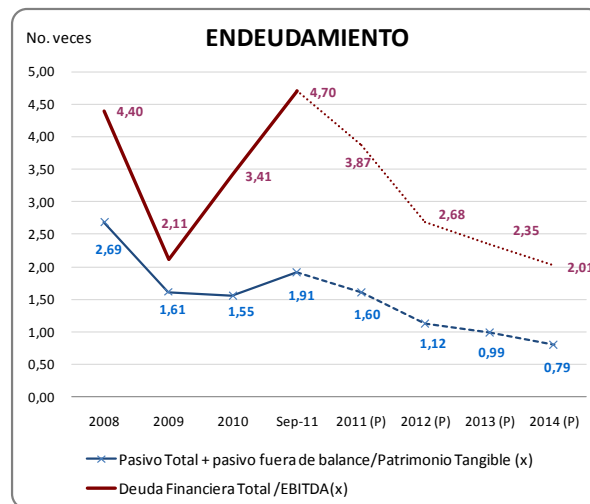
Patrimonio

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 relacionados.

La posición patrimonial de la empresa se verá favorecida gracias a la política adoptada por la Administración en cuanto a un reparto conservador de dividendos. De acuerdo a las proyecciones la transferencia de flujos a relacionadas se mantendrá en los niveles actuales (Sep.11), es decir que representará entre el 5% y 6% del activo.

⁵ Para distribuidores y clientes no relacionados.

■ ENDEUDAMIENTO



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 (37.44%).

La Compañía necesitó incrementar su endeudamiento a Sep.11, para financiar el crecimiento de los inventarios y las cuentas por cobrar y además realizar las inversiones en activo fijo por USD 1.6MM. La Compañía decidió adquirir un stock importante de inventario en este año a fin de prevenir futuros desabastecimientos de producto terminado, lo cual generó un alto requerimiento de capital de trabajo presionando los indicadores de endeudamiento.

CEDAL tiene un endeudamiento alto en relación a su generación operativa; la Deuda Financiera/ EBITDA es de 4.70 veces a Sep.11, mientras que el índice de apalancamiento en relación al patrimonio tangible se ubica en 1.91 veces⁶ a la misma fecha.

Estos índices van a ser menores a fines de este año dado que según las proyecciones no se prevé mayor endeudamiento para financiar inventarios, es decir el stock que tiene la Compañía actualmente va a ser suficiente para cubrir las ventas del último trimestre. No obstante, el índice de endeudamiento respecto a la generación va a seguir siendo

⁶ El índice de apalancamiento considera el pasivo total + las garantías entregadas a ESTRUSA/ patrimonio tangible.

*Patrimonio Tangible: Se restan del patrimonio 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.



alto en comparación a otras empresas que pertenecen al mercado de valores.

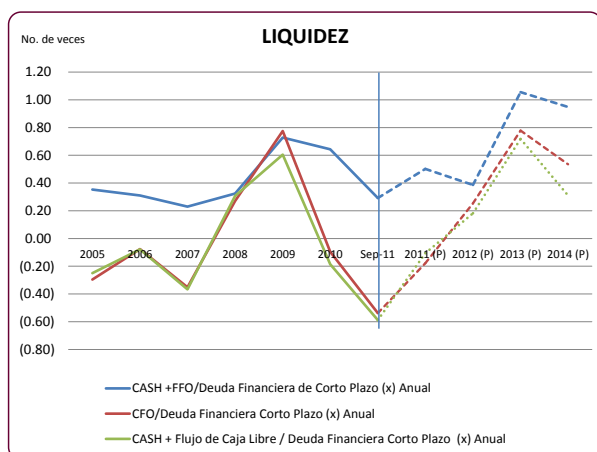
El apalancamiento mejorará sólo a partir del año 2012 en el que según las proyecciones se va a liberar el contingente que tiene CEDAL al garantizar operaciones de ESTRUSA y dado que se prevé un menor requerimiento de capital de trabajo que en todo caso podría ser cubierto con la misma generación operativa del negocio.

A pesar de que el ciclo del negocio de la Compañía es de corto plazo, al igual que las necesidades de financiar su capital de trabajo, generalmente se ha financiado con pasivos de corto plazo: la transferencia de fondos, las cuentas por cobrar a relacionadas que se recuperarán en el largo plazo y la inversión en activos fijos. CEDAL apalanca otros negocios del Grupo a través de inversiones, garantías y cuentas por cobrar a relacionadas u accionistas, sin que estos fondos hayan regresado a la empresa al menos en corto plazo.

El crecimiento del negocio en inventarios y cuentas por cobrar está siendo financiado mediante deuda bancaria de corto plazo y en menor medida a través de la deuda contraída con el mercado de valores (70.28% del pasivo). 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.

Dado que la séptima emisión de obligaciones termina de amortizarse por completo en enero del 2014, la compañía pretende reemplazar esta deuda con una nueva emisión de obligaciones que sería emitida en el 2013 y que le permitirá sustituir y reprogramar pasivos a largo plazo y cumplir con sus estrategias de crecimiento en ventas y especialmente en CAPEX. La Administración estima que necesitará de USD 8MM para cumplir con este objetivo.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



CEDAL ha tenido generalmente un alto requerimiento de capital de trabajo que se relaciona principalmente a la necesidad de financiar los inventarios y las cuentas por cobrar. Esta necesidad

depende del crecimiento en ventas y del comportamiento de los precios del aluminio a nivel mundial.

CEDAL ha mantenido históricamente índices de liquidez presionados, a excepción de los años 2008 y 2009 en donde existieron factores coyunturales que beneficiaron el margen. El flujo de fondos operativo no ha sido suficiente para cubrir el requerimiento de capital de trabajo, por lo que la empresa ha debido financiar su crecimiento a través de deuda financiera que generalmente ha sido de corto plazo.

Los índices de liquidez se mantienen estrechos en el 2011 poniendo en evidencia que persiste el riesgo de refinanciamiento de la totalidad de la deuda de corto plazo. Este riesgo se mitiga parcialmente por el acceso que la empresa ha demostrado tener a líneas de crédito bancarias y al mercado de valores.

Dado que se prevé un crecimiento estable del negocio en los próximos años (período 2012 – 2014), se esperaría que la misma generación operativa proporcione recursos suficientes para cubrir el requerimiento de capital de trabajo, los dividendos del período e inclusive las inversiones en CAPEX.

De acuerdo a las proyecciones se esperaría mayor holgura en la liquidez a partir del próximo año debido a la sustitución y reprogramación de la deuda financiera a largo plazo y debido a que la Compañía espera recibir mejores condiciones de financiamiento por parte de sus proveedores tanto en montos como en plazos.

■ ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ACTIVOS USD Miles	Sep-11	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Activos Líquidos	1.177		1.177		1.177
Cuentas por Cobrar Comerciales	7.247		7.247		7.247
Cuentas por Cobrar Relac C/P	1.041		1.041		1.041
Inversiones Temporales	1		1		1
Inventarios	18.287	2.736	15.552		15.552
Impuestos y pagos anticipados	1.514		1.514		1.514
Propiedades	17.977	2.484	15.493		15.493
Inversiones Empresas Relac.	895		895		895
Activo Diferido	575		575	575	-
Cuentas por Cobrar Relac L/P	945		945		945
Otros Activos	762		762		762
Activos en Litigio	140		-140		-140
ACTIVO TOTAL	50.421	5.220	45.061		44.487
Séptima emisión en circulación					4.963
Cobertura de garantía general (No. Veces)					8,96
Cobertura de garantía general sensibilizada					7,93

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 y derechos fiduciarios en garantía.



El activo susceptible de constituir la garantía general asciende a USD 44.49MM a Sep-11. Esta garantía cubre en 8.96 veces el monto en circulación de la emisión vigente (USD 4.96MM). Si se resta del activo a los rubros de incierta recuperación, esta cobertura se ubica en 7.93 veces. El monto emitido (USD 8MM) no excede el límite del 80% del total de activos libres de gravamen.

Es importante señalar que aunque los activos cubran la emisión vigente 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:

- $\text{Pasivo Total} + \text{Contingentes} / \text{Patrimonio Tangible}^* \leq 2$ veces.
- $\text{Flujo de Caja Operativo} / \text{Deuda Financiera de Corto Plazo} \geq 0.41$ 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 Sep.11 estos indicadores son:

- $\text{Pasivo Total} + \text{Contingentes} / \text{Patrimonio Tangible} = 1.91$ veces
- $\text{Flujo de Caja Operativo} / \text{Deuda Financiera de Corto Plazo} = -0.54$ veces.

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.

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)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-11
RESULTADOS					
Ventas	38,812	43,187	37,475	42,248	35,484
% crecimiento	23.17%	11.27%	-13.23%	12.74%	11.99%
Costos	(32,792)	(35,497)	(26,169)	(32,612)	(28,734)
% crecimiento	23.28%	8.25%	-26.28%	24.62%	17.48%
MARGEN BRUTO (%)	15.51%	17.81%	30.17%	22.81%	19.02%
Otros Ingresos Operativos	0	0	91	281	52
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,796	3,904	6,469	4,969	3,912
MARGEN EBITDA (%)	7.20%	9.04%	17.26%	11.76%	11.03%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,796	3,904	6,469	4,969	3,912
MARGEN EBITDAR (%)	7.20%	9.04%	17.26%	11.76%	11.03%
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	691	853	1,195	1,151	1,035
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,105	3,052	5,275	3,818	2,877
MARGEN EBIT (%)	5.42%	7.07%	14.08%	9.04%	8.11%
Gasto Financiero del período	(920)	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(951)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	2.37%	2.67%	3.17%	2.61%	2.68%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	8.10%	7.93%	9.32%	8.86%	7.38%
Impuestos a la renta	(348)	(560)	(758)	(690)	(382)
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	12%	18%	19%	25%	25%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	53.13%	33.60%	3.92%	11.20%	0.00%
UTILIDAD NETA	2,211	2,409	3,205	2,124	1,146
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5.70%	5.58%	8.53%	4.99%	3.23%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	25.40%	17.36%	17.23%	10.60%	7.11%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.57%	7.28%	8.40%	5.32%	3.30%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	2,902	3,262	4,399	3,275	2,181
Resultado Neto de la Gestión Ajustado No operativos	1,665	2,369	4,323	3,062	2,655
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	(6,712)	896	2,949	(4,090)	(8,959)
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	(5,048)	3,265	7,272	(1,028)	(6,304)
Inversión en Activos Fijos	(1,557)	(1,183)	(1,534)	(2,990)	(1,562)
Otras Inversiones, Neto	852	114	(33)	61	17
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	(5,753)	2,196	5,706	(3,957)	(7,849)
Variación Neta de Deuda Financiera	5,395	986	(4,566)	4,113	5,169
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	(2,400)	(810)	0
Otros Financiamientos, Neto	379	(2,752)	1,925	1,418	925
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	21	431	665	765	(1,756)
Medidas del Flujo de Caja a partir del EBITDA OPERATIVO (FLUJO EO)					
EBITDA OPERATIVO	3,041	3,989	6,469	4,969	3,912
(-) Gasto Financiero del período	(920)	(1,153)	(1,190)	(1,110)	(951)
(-) Impuesto a la renta del período	(348)	(560)	(758)	(690)	(382)
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo (ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,773	2,276	4,521	3,168	2,580
(-) Variación Capital de Trabajo	(6,712)	896	2,949	(4,090)	(8,959)
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	(4,939)	3,172	7,470	(922)	(6,379)
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,621	1,155	184	371	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	(306)	(264)	(399)
(-) Ajustes No operativos que no implican flujo (incluye VPP)	(1,729)	(1,063)	(76)	(213)	474
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	(2,400)	(810)	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(1,557)	(1,183)	(1,534)	(2,990)	(1,562)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	(6,605)	2,082	3,339	(4,828)	(7,866)
(-)Otras Inversiones neto	852	114	(33)	61	17
(-) Otros	0	0	0	0	0
(FCN) Flujo de Caja Libre Neto	(5,753)	2,196	3,306	(4,767)	(7,849)
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	4.57%	5.27%	12.04%	7.45%	7.26%
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,041	3,989	6,469	4,969	3,912
BALANCE					
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1,453	1,518	2,493	3,034	1,178
Activos Totales	27,623	38,572	37,709	42,113	50,421
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	14,055	11,708	9,642	9,638	15,807
Pasivo financiero Largo Plazo	0	3,333	833	4,950	3,950
Otros Ajustes	0	2,506	3,165	2,348	4,770
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS)	14,055	17,547	13,640	16,936	24,527
Pasivos con Proveedores	2,125	1,310	918	922	2,151
Otros Pasivos	1,508	1,896	3,765	3,556	1,432
Pasivos Totales	17,687	20,752	18,323	21,413	28,111
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	9,936	17,820	19,386	20,699	22,311
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va a los indicadores	450	8,642	13,360	15,303	17,172
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	9,486	9,178	6,026	5,396	5,139
Capitalización ****	23,991	35,367	33,026	37,635	46,838
Pasivos fuera de Balance	0	2,506	3,165	2,348	4,770
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	836	978	3,681	5,220	5,220
Activos diferidos	541	263	462	646	575
Activos Intangibles	0	0	0	0	0
Activos en Litigio	0	0	0	0	140
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	26,247	37,332	33,566	36,247	44,487
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	26,247	37,332	33,566	36,247	44,487
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	4,167	2,501	7,785	4,963
Emisión de Obligaciones Propuesta	0	0	0	0	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	n/a	8.96	13.42	4.66	8.96
Límite Legal para Emitir Obligaciones	20,997	29,865	26,853	28,998	35,589
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	n/a	6.76	11.01	3.96	7.93

(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)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.04	3.39	5.44	4.48	4.12
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.35	2.36	4.15	1.78	2.47
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	3.30	3.46	5.44	4.48	4.12
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2.93	2.97	4.80	3.85	3.71
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-4.37	3.75	7.28	0.17	-5.71
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.93	2.97	4.80	3.85	3.71
CFO/cargos fijos	-4.37	3.75	7.28	0.17	-5.71
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.62	4.40	2.11	3.41	4.70
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financ	4.14	4.02	1.72	2.80	4.48
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	7.93	7.71	3.02	5.35	7.13
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.59	0.50	0.41	0.45	0.52
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.01	0.03	0.04	0.08	0.02
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.79	0.85	0.74	0.79	0.87
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	39.32	2.40	1.37	1.40	1.64
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	39.32	2.69	1.61	1.55	1.91
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	31.24	2.03	1.02	1.11	1.43
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0.00%	0.00%	99.63%	25.28%	0.00%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1.00	0.78	0.92	0.66	0.80
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.13	0.19	0.47	0.33	0.22
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	n/d	2.73	2.71	1.12	3.40
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.23	0.32	0.73	0.64	0.29
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.35	0.27	0.77	-0.10	-0.54
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	n/d	3.81	4.48	-0.33	-8.40
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.37	0.31	0.60	-0.19	-0.59
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	n/d	4.32	3.50	-0.63	-9.20
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	2,164.06	8,211.22	6,120.02	9,498.74	8,544.97
Liquidez Acida (x)	0.56	0.92	0.76	0.84	0.54
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.28	0.39	0.45	0.57	0.40
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.07	1.09	1.13	1.08	1.06
Patrimonio / Activo Total (x)	0.36	0.46	0.51	0.49	0.44
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8.11	10.11	8.65	8.49	6.32
Días de cuentas por cobrar	44.41	35.61	41.60	42.38	56.98
Rotación de inventarios (x)	3.39	3.81	2.71	2.78	2.09
Días de inventarios	106.34	94.58	132.92	129.28	171.84
Rotación de cuentas por pagar (x)	15.43	27.10	28.50	35.38	17.81
Días de cuentas por pagar	23.33	13.29	12.63	10.18	20.22
Rotación Capital de Trabajo	15.15	4.32	4.28	3.43	4.48
Días de Capital de Trabajo	23.76	83.28	84.19	104.86	80.29
Días de Ciclo de Operación	-103.66	-33.63	-77.70	-56.63	-128.31
Activo corriente / Pasivo corriente	1.13	1.57	1.42	1.70	1.40

(x) Índice expresado en número de veces



Entorno Macroeconómico

Ecuador

ANEXO 2

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2007	2008	2009	2010	interno 2011
PIB (USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,119	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc.anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB %	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Público/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07*****

*estimación BCE
 **inflación anual a agosto/2011
 *** deuda a juli 2011/ PIB corriente proyectado de 65.145MM
 ****actualizado con cifras hasta mayo 2011/PIB corriente proyectado
 *****sept 23/2011

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

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 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%.

Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T2010	1T2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:



	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013.....

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvable. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido

en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas



privadas es el proyecto de Ley de “Control de Poder de Mercado”.

Esta ley entrará en vigencia el 30 de septiembre próximo si la Asamblea Nacional no ha concluido su tratamiento. El texto de esta ley ha sido aprobado para primer debate sin tomar en cuenta los planteamientos realizados por el sector privado, sino en función de los intereses y aspiraciones del ejecutivo.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas. Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio;
Elaboración BWR