
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 054/2020, del 28 de mayo de 2020

Financiera cortada al 31 de marzo de 2020

Analista: Ing. Xavier Espinosa
xavier.espinosa@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, fue constituida en el año de 1974, su domicilio principal es la ciudad de Latacunga. El objeto de la compañía es fabricar perfiles de aluminio y otros artículos metálicos, especialmente no ferrosos para su posterior comercialización en el mercado local y en el exterior, así como la comercialización de vidrio.

Revisión

Resolución No. Q.IMV.2013.0246, emitida el 15 de enero de 2013

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 054/2020 del 28 de mayo de 2020, decidió otorgar la calificación de **“AA” (Doble A)** a la Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL por un monto de doce millones de dólares (USD 12'000.000,00).

Categoría AA: “Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de 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 categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones – CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL tiene una experiencia de más de 40 años en la industria del aluminio, con su planta de producción ubicada en la ciudad de Latacunga, la misma que dispone de dos líneas de extrusión de siete pulgadas, una línea completa de anodizado, una línea de pintura electrostática y una planta de tratamiento de flujos líquidos.

- CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL identifica en su operación dos segmentos de negocio: el de perfilería de aluminio y la línea comercial, siendo el primero el más importante, ya que no solamente goza de una buena acogida en el mercado nacional, sino que parte de la producción de perfiles también se comercializa en el exterior, principalmente en Colombia¹. Por su parte, la línea comercial que comprende una gama de productos complementarios a la perfilería como vidrios para la industria o el sector de la construcción, selladores, entre otros, solamente se distribuye a nivel nacional.
- CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL pertenece a la Corporación Empresarial S.A. CORPESA, holding que agrupa en la actualidad unidades estratégicas de negocio comprendidas por: CEDAL, ESTRUSA, ESTRUSA Guayaquil, C.I. VITRAL y CEDAL DURÁN.
- Los ingresos de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, presentaron un comportamiento decreciente a partir del año 2017, pues luego de registrar USD 68,68 millones en ese año, pasaron a 68,52 millones en 2018 y 61,28 millones en 2019, debido a que el sector de la construcción y la economía en general del país afrontan una recesión. Para marzo de 2020 los ingresos mantuvieron la tendencia a la baja (-30,11%) respecto a marzo de 2019, debido nuevamente a la contracción del sector de la construcción.
- Los costos y gastos de la empresa fueron cubiertos de manera adecuada por sus ingresos, lo que le permitió generar un margen operativo positivo para el periodo analizado, aunque su comportamiento fue decreciente hasta el año 2018, pasando de 2,67% de los ingresos en 2016 a 1,86% de los ingresos en 2018, no obstante, para 2019 este se recupera hasta significar 2,79% de los ingresos. Para marzo de 2020 continuó la tendencia creciente, ubicándose en 5,82% de los ingresos, luego de haber registrado 1,75% de los ingresos en marzo de 2019.
- Luego de realizar la deducción de gastos financieros, otros ingresos / egresos, y el impuesto a la renta, la compañía generó resultados positivos al final de cada periodo (matizado por un resultado negativo en 2017), aunque siempre inferior al 1,00% de los ingresos, es así que pasaron del 0,02% de los ingresos en 2016 al 0,16% de los ingresos en el año 2019. Para marzo de 2020 el resultado neto se ubicó en el 0,06% de los ingresos, inferior al 0,34% registrado en marzo de 2019.
- El EBITDA (acumulado) de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, presentó un comportamiento acorde con el desempeño del margen operacional, es así que decreció desde el 5,13% de los ingresos en 2016 hasta el 3,45% en 2018, para 2019 mejoró su posición ubicándose en 4,15% de los ingresos. Para marzo de 2020 significó el 7,49% de los ingresos, porcentaje superior al 3,34% registrado en marzo de 2019. Lo anterior denota una capacidad aceptable por parte de la compañía, para generar flujos propios y cumplir con normalidad con sus gastos financieros.
- Los activos totales presentaron un comportamiento variable año tras año. Pues luego de registrar USD 75,23 millones en 2017 pasó a USD 75,10 millones en 2018, USD 76,48 millones en diciembre de 2019 y USD 75,82 millones en marzo de 2020. Dichas fluctuaciones obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: inventarios, cuentas por cobrar comerciales y de propiedad, planta y equipo.
- El financiamiento que otorgó el pasivo total a sus activos se mantuvo relativamente estable a lo largo de los periodos analizados, pasando de 47,39% en 2016 a 49,73% en 2019 y un 49,29% en marzo de 2020, lo que demuestra una política constante en el manejo de los recursos de terceros para financiar su operación.
- El patrimonio, al igual que los pasivos registraron una cuota estable sobre el financiamiento de los activos, manteniéndose dentro de un rango del 50%, es así que pasaron de fondear un 51,86% en 2018 a 50,27% en 2019 y un 50,71% en marzo de 2020, siendo sus principales rubros, las reservas, mismas que financiaron el 16,32% de los activos para este último periodo (16,82% en diciembre de 2019), seguido por las reservas por valuación con el 16,41% (16,27% a diciembre de 2019) y por su capital social que lo hizo en un 15,42% (15,29% en diciembre de 2019), el cual se mantuvo sin variaciones durante el periodo analizado con un rubro de USD 11,69 millones.
- CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL ha mantenido durante el periodo analizado, un indicador de apalancamiento menor a la unidad (0,97 veces en marzo de 2020 y 0,99 veces en diciembre 2019), denotando que la empresa por el momento prioriza el apalancamiento de recursos propios para su operación.
- Durante los periodos analizados CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, lo que evidencia que la compañía cuenta con recursos suficientes para cancelar sus pasivos de corto plazo.
- Al 31 de marzo de 2020, la cartera por vencer representó el 58,92% de la cartera total, que sumada al 19,99% de la cartera vencida de 1 a 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, sumó el 78,91%. Por su

¹ La comercialización de la perfilería de aluminio se realiza a través de CI Vitral Ltda.-Vitracol Ltda. en las ciudades de Cali y Bogotá.

parte, el mayor nivel de cartera vencida se concentró en el rango de más de 365 días, representando el 11,52% de la cartera total. Lo anterior sugiere una mayor gestión de cobro por parte de la empresa, para evitar una afectación al flujo de efectivo por un posible riesgo de incobrabilidad.

- La declaratoria de emergencia sanitaria en Ecuador, en virtud de la pandemia provocada por el Coronavirus (COVID19), aceleró el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción. La forzada paralización de muchos agentes económicos determinó una ruptura de la cadena de pagos y una reducción del empleo. Esto, sumado a otros factores, causó que muchos microempresarios, pequeños negocios, emprendedores, comerciantes y personas naturales vean sus ingresos y flujos afectados, por lo cual ya no están en capacidad de continuar cumpliendo sus obligaciones con los prestamistas en los plazos y términos pactados, demandando de reestructuraciones y diferimientos en algunos casos, mientras que en otros han caído en suspensiones de pagos. En Ecuador, a partir del mes de marzo de 2020, la cartera vencida de las instituciones bancarias, mutualistas, cooperativas, fundaciones y otros, muestra una tendencia al alza a pesar de las facilidades otorgadas por muchas de estas instituciones y organizaciones para brindar facilidades de pagos y distintos plazos a sus clientes. Este problema de cartera vencida tiene perspectivas negativas y de una mayor siniestralidad, demandando mayores provisiones para potenciales pérdidas y nuevos requerimientos de liquidez para mantener las actividades, ante una reducción de la recuperación de recursos. La compañía deberá estar atenta al tratamiento que da a su cartera y el estado de sus clientes, frente a este escenario.

Sobre la Emisión:

- Al referirnos a la Emisión de Obligaciones, se debe señalar que con fecha 29 de octubre de 2012, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, resolvió autorizar la presente Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 12'000.000,00, y su contrato se suscribió mediante Escritura Pública el 14 de noviembre de 2012.
- Con fecha 21 de febrero de 2013, PROBROKERS S.A. Casa de Valores inició la colocación de valores de las Series A6 y A8, mientras que el 27 y 28 de febrero de 2013 inició la colocación de las Series A7 y A9 determinado que hasta el 01 de octubre de 2013 logró colocar, entre diferentes inversionistas, el 100% de la emisión de valores (USD 12,00 millones).
- Al 31 de marzo de 2020, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 2,47 millones, luego de haber cancelado los respectivos dividendos de capital e intereses de las series A8 y A9. Es preciso mencionar que las series A6 y A7 fueron canceladas en su totalidad.
- La compañía, durante la vigencia de la emisión de obligaciones estará obligada a cumplir con los resguardos que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), los mismos que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).
 - ❖ Al 31 de marzo de 2020, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.
- Por otro lado, se debe señalar que la Junta General de Accionistas de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL ha decidido que la compañía mantendrá los siguientes resguardos voluntarios, que se encuentran contemplados en la emisión:
 - ✓ Un monto equivalente a USD 12,00 millones en la suma de los siguientes activos, cuentas por cobrar vigentes a clientes y/o inventarios, que no serán enajenados ni gravados, mientras se encuentre en circulación la emisión y hasta su cancelación, los mismos que se reducirán proporcionalmente al capital amortizado de la emisión.
 - ✓ La Compañía mantendrá la relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos el 1,25, según los términos de la Ley de Mercado de Valores.
 - ✓ La Compañía mantendrá el índice máximo de apalancamiento (pasivo total / patrimonio total) que anualmente resuelva el Comité Ejecutivo de la Compañía.

- ❖ Al 31 de marzo de 2020 el emisor cumplió con todos los resguardos voluntarios mencionados anteriormente.
- Al 31 de marzo de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 50,64 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 40,51 millones, presentando este último una cobertura de 16,39 veces sobre el saldo de capital de la Emisión, cumpliendo de esta manera con los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados no se dieron de acuerdo a dichas proyecciones, a pesar de lo cual los pagos a los inversionistas se han realizado con normalidad en las fechas establecidas para ello acorde a la colocación de los valores.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Fluctuaciones en el precio internacional del aluminio (de la mano del precio del petróleo), que en caso de no poder trasladarse sus efectos al precio de venta de los productos, podrían afectar a los márgenes de la compañía.
- Una posible disminución en la actividad del sector de la construcción y desarrollo urbanístico de las principales ciudades del país y de otras ciudades, en donde se encuentran presentes los productos elaborados por el Emisor podrían repercutir sobre los resultados de la compañía.
- Ingreso al mercado por parte de productos de menor precio, aunque de mala calidad, tal como los de origen chino.
- El endurecimiento de regulaciones y/o restricciones a la importación de los productos que comercializa la compañía generaría un aumento de precios no solo para CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL sino también para sus clientes, afectando de esta manera a sus costos y posiblemente sus ingresos.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los ecuatorianos podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda de los productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis, las personas podrían prescindir de este tipo de artículos.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La pandemia que sufre el planeta por el Covid19, incluyendo a Ecuador, está deteniendo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.
- El precio del barril de petróleo que comercializa nuestro país ha caído significativamente en los mercados internacionales en estas últimas semanas, afectando significativamente los ingresos del Ecuador por este rubro. Así mismo, han caído los ingresos del país por una reducción de exportaciones de algunos de sus principales productos no petroleros, tanto por precios como por volúmenes. La pandemia mundial ha determinado que varios países reduzcan sus pedidos de muchos productos ecuatorianos.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe indicar que para la presente emisión no se estableció un activo específico que respalde la emisión, por lo que los activos que respaldan la emisión son todos los activos libres de gravamen de la compañía.

- Al ser todos los activos libres de gravamen de la empresa los que respaldan la emisión, los riesgos previsible que podrían afectar la calidad de dichos activos son diversos y de distinta índole. Entre los principales se puede mencionar al deterioro en la cobranza de sus cuentas y documentos por cobrar, situaciones económicas adversas que afecten la calidad crediticia de sus clientes, obsolescencia de inventarios, catástrofes que puedan mermar sus inventarios o afectar los activos fijos, robo de inventarios, daños a la propiedad, planta y equipos, concentración de las ventas a crédito, entre otros.
- Finalmente, los activos que respaldan la emisión tendrían un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación dependería de que la empresa se encuentre operando.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo inicial de la Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera. (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL reunida el 29 de octubre de 2012.
- Estados Financieros auditados, de Situación y de Resultados Integrales bajo NIIF de los años 2016, 2017, 2018 y 2019, así como los Estados de Situación Financiera y de Resultados Integrales, internos no auditados, al 31 de marzo de 2019 y 31 de marzo de 2020 (sin notas a los estados financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre varios temas como son:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Latacunga, con fecha 29 de octubre de 2012, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, la misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas, quienes resolvieron autorizar la presente Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 12'000.000,00.

Posteriormente, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, y POLIT & POLIT Abogados S.C.C., con fecha 14 de noviembre de 2012, por medio de Escritura Pública otorgada ante la Notaría Cuadragésima (E) del Cantón Quito, suscribieron el contrato de Emisión de Obligaciones – CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, de acuerdo al cual, se establecieron las principales características y condiciones de la emisión, las mismas que se detallan a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL					
Emisor	CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL				
Capital a Emitir	USD 12'000.000,00				
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América				
Títulos de las obligaciones	Los valores de las Series A6, A7, A8 y A9 estarán representados en cuentas en el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Ecuador DECEVALE S.A., en el que constará el nombre de los obligacionistas. Cada cuenta de dichas series tendrá un valor nominal de USD 5.000,00 ó sus múltiplos, todos correspondientes a la Clase 1.				
Rescates Anticipados	En caso de que la compañía desee cancelar anticipadamente las obligaciones emitidas, convocará al efecto a los obligacionistas, por medio de un aviso publicado en un periódico de circulación a nivel nacional. En la fecha prevista para el rescate anticipado de las obligaciones, la emisora establecerá el precio máximo del rescate y el monto nominal de los obligacionistas a rescatarse.				
Tipo de Oferta	Pública.				
Tramo, Serie, Plazo y Tasa de Interés	Tramos	Serie	Monto(USD)	Plazo	Tasa de Interés
	Primero	Serie A6	2.500.000,00	1.440	7,25% anual y fija
	Segundo	Serie A7	2.500.000,00	1.440	7,25% anual y fija
	Tercero	Serie A8	3.500.000,00	3.600	Tasa pasiva referencial publicada por el BCE + 3 puntos porcentuales anuales, vigente para la semana de emisión de los valores, la misma que será reajustada cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión de las obligaciones.
	Cuarto	Serie A9	3.500.000,00	3.600	
Estructurador Financiero y Legal	OBLICORP Asesores en Obligaciones Corporativas y Mercado de Capitales Cía. Ltda.				
Agente Colocador	PROBROKERS S.A. Casa de Valores.				
Agente Pagador	CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL por intermedio del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., los pagos se realizarán en cheque o transferencia bancaria.				
Tipo de Garantía	Garantía General, de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.				
Amortización Capital	En las Series A6 y A7 el capital será pagado en 8 partes, cada 180 días contados a partir de la fecha de emisión de los valores. En las Series A8 y A9 el capital será pagado en 17 partes, cada 180 días contados a partir del día 720 contado desde la fecha de emisión de los valores.				
Pago de Intereses	Serán pagados cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión de las obligaciones.				
Forma de Cálculo intereses	Las tasas de interés se calcularán sobre los saldos por amortizar del capital de cada valor por el plazo de 90 días sobre la base de cálculo de un año de 360 días.				

Destino de los recursos	Reestructuración de pasivos y para la compra de activos productivos en la proporción que determine el Gerente General ² .
Fecha en que los obligacionistas comenzarán a ganar intereses	A partir de la fecha de emisión de cada serie.
Representante de Obligacionistas	POLIT & POLIT Abogados S.C.C.
Sistema de Colocación	Mercado Bursátil, mediante cualquiera de los sistemas existentes.
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros,	<p>Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).
Resguardos Voluntarios	<ul style="list-style-type: none"> • La Junta General de Accionistas de la Compañía ha decidido que la compañía mantendrá un monto equivalente a USD 12,00 millones en la suma de los siguientes activos, cuentas por cobrar vigentes a clientes y/o inventarios, que no serán enajenados ni gravados, mientras se encuentre en circulación la emisión y hasta su cancelación, los mismos que se reducirán proporcionalmente al capital amortizado de la emisión. • La Compañía mantendrá la relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos el 1,25, según los términos de la Ley de Mercado de Valores. • La Compañía mantendrá el índice máximo de apalancamiento (pasivo total / patrimonio total) que anualmente resuelva el Comité Ejecutivo de la Compañía.

Fuente: Prospecto Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

Amortización de capital y pago de intereses

Mediante escritura pública otorgada el 22 de mayo de 2013 y aprobada por la Intendencia de Valores, mediante Resolución No.Q.IMV.2013.0278, se reformó la tasa de interés de la Serie A9 de esta emisión, a la tasa fija del 8,00% anual. No se han presentado pedidos de los tenedores de reformar el contrato de emisión de obligaciones de CEDAL. A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realizaría la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas, conforme a los términos contemplados por la emisión.

CUADROS 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

Series A6 y A7 (USD)					Series A8 y A9 (USD)				
Fecha	Capital	Interes	Dividendo	Saldo	Fecha	Capital	Interes	Dividendo	Saldo
				5.000.000					7.000.000
21-may-13	-	90.625	90.625	5.000.000	21-may-13	-	131.775	131.775	7.000.000
21-ago-13	625.000	90.625	715.625	4.375.000	21-ago-13	-	131.775	131.775	7.000.000
21-nov-13	-	79.297	79.297	4.375.000	21-nov-13	-	131.775	131.775	7.000.000
21-feb-14	625.000	79.297	704.297	3.750.000	21-feb-14	-	131.775	131.775	7.000.000
21-may-14	-	67.969	67.969	3.750.000	21-may-14	-	131.775	131.775	7.000.000
21-ago-14	625.000	67.969	692.969	3.125.000	21-ago-14	-	131.775	131.775	7.000.000
21-nov-14	-	56.641	56.641	3.125.000	21-nov-14	-	131.775	131.775	7.000.000
21-feb-15	625.000	56.641	681.641	2.500.000	21-feb-15	411.765	131.775	543.540	6.588.235
21-may-15	-	45.313	45.313	2.500.000	21-may-15	-	124.024	124.024	6.588.235
21-ago-15	625.000	45.313	670.313	1.875.000	21-ago-15	411.765	124.024	535.788	6.176.471
21-nov-15	-	33.984	33.984	1.875.000	21-nov-15	-	116.272	116.272	6.176.471
21-feb-16	625.000	33.984	658.984	1.250.000	21-feb-16	411.765	116.272	528.037	5.764.706
21-may-16	-	22.656	22.656	1.250.000	21-may-16	-	108.521	108.521	5.764.706
21-ago-16	625.000	22.656	647.656	625.000	21-ago-16	411.765	108.521	520.285	5.352.941
21-nov-16	-	11.328	11.328	625.000	21-nov-16	-	100.769	100.769	5.352.941
21-feb-17	625.000	11.328	636.328	-	21-feb-17	411.765	100.769	512.534	4.941.176
Total	5.000.000	815.625	5.815.625		21-may-17	-	93.018	93.018	4.941.176
					21-ago-17	411.765	93.018	504.782	4.529.412
					21-nov-17	-	85.266	85.266	4.529.412
					21-feb-18	411.765	85.266	497.031	4.117.647
					21-may-18	-	77.515	77.515	4.117.647
					21-ago-18	411.765	77.515	489.279	3.705.882

² Según el informe de gestión, emitido por el Representante de los Obligacionistas, los fondos obtenidos de la venta de los valores, fueron utilizados para los propósitos establecidos en la escritura de la emisión.

21-nov-18	-	69.763	69.763	3.705.882
21-feb-19	411.765	69.763	481.528	3.294.118
21-may-19	-	62.012	62.012	3.294.118
21-ago-19	411.765	62.012	473.776	2.882.353
21-nov-19	-	54.260	54.260	2.882.353
21-feb-20	411.765	54.260	466.025	2.470.588
21-may-20	-	46.509	46.509	2.470.588
21-ago-20	411.765	46.509	458.274	2.058.824
21-nov-20	-	38.757	38.757	2.058.824
21-feb-21	411.765	38.757	450.522	1.647.059
21-may-21	-	31.006	31.006	1.647.059
21-ago-21	411.765	31.006	442.771	1.235.294
21-nov-21	-	23.254	23.254	1.235.294
21-feb-22	411.765	23.254	435.019	823.529
21-may-22	-	15.503	15.503	823.529
21-ago-22	411.765	15.503	427.268	411.765
21-nov-20	-	7.751	7.751	411.765
21-feb-23	411.765	7.751	419.516	0
Total	7.000.000	3.162.600	10.162.600	

Fuente: OBLICORP / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de marzo de 2020)

Con fecha 15 de enero de 2013, la Superintendencia de Compañías resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 12,00 millones, bajo la Resolución No. Q.IMV.2013.0246, el plazo de oferta pública presentó como fecha de vencimiento fue mes de octubre de 2013 (9 meses contados a partir de la expedición de la resolución). Adicionalmente se debe acotar que la presente emisión fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores el 17 de enero de 2013.

Colocación de los Valores

Con fecha 21 de febrero de 2013, PROBROKERS S.A. Casa de Valores inició la colocación de valores de las Series A6 y A8, mientras que el 27 y 28 de febrero de 2013 inició la colocación de las Series A7 y A9, hasta el 01 de octubre de 2013 logró colocar, entre diferentes inversionistas, el 100% de la emisión de valores (USD 12,00 millones).

Saldo de Capital

Al 31 de marzo de 2020, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 2,47 millones, luego de haber cancelado los respectivos dividendos de capital e intereses de las series A8 y A9. Es preciso mencionar que las series A6 y A7 fueron canceladas en su totalidad.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II), el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).
 - ❖ Al 31 de marzo de 2020, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).

Por otro lado, se debe señalar que la Junta General de Accionistas de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL ha decidido que la compañía mantendrá los siguientes resguardos voluntarios, que se encuentran contemplados en la emisión:

- Un monto equivalente a USD 12,00 millones en la suma de los siguientes activos, cuentas por cobrar vigentes a clientes y/o inventarios, que no serán enajenados ni gravados, mientras se encuentre en circulación la emisión y hasta su cancelación, los mismos que se reducirán proporcionalmente al capital amortizado de la emisión.
- Así también, la Compañía mantendrá la relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos el 1,25, según los términos de la Ley de Mercado de Valores.
- Finalmente, la Compañía mantendrá el índice máximo de apalancamiento (pasivo total / patrimonio total) que anualmente resuelva el Comité Ejecutivo de la Compañía.

El cumplimiento de los resguardos voluntarios se determina en el siguiente cuadro.

CUADRO 4: CUMPLIMIENTO RESGUARDOS VOLUNTARIOS (Marzo 2020)

RESGUARDO	CONDICIÓN	Al 31 de marzo de 2020	CUMPLE
Suma de Cuentas por Cobrar más Inventarios, sin enajenar ni gravar.	>= Saldo de la emisión	Saldo Emisión: USD 2,47 millones Cuentas por Cobrar + Inventarios, sin gravar: USD 39,15 millones	Sí
Relación Activos libres de gravamen / Saldo de la emisión	>= 1,25	20,48	Sí
Pasivos / Patrimonio	<= 2,00	0,97	Sí

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

El Comité Ejecutivo de la Compañía que fue reemplazado por el Directorio de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, en junta realizada en el mes de abril de 2015, no presentó disposiciones de cambiar lo estipulado en la Junta Extraordinaria de 2014, en donde se decidió mantener, durante la vigencia de la emisión, un apalancamiento máximo de 2 a 1. Las limitaciones al endeudamiento de la compañía, que anualmente determine el Comité Ejecutivo, ahora Directorio, constituyen las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social, o finalidad de las actividades de la compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.

Activos Libres de Gravamen

La Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General, la misma que es otorgada por CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de marzo de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, estuvo conformado por un total de activos de USD 75,82 millones, de los cuales USD 50,64 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 5: DETALLE DE LOS ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (Marzo 2020)

Activo	Libres (miles USD)	Participación
Disponible	1.500	2,96%
Exigible	22.335	44,10%
Realizable	16.811	33,19%
Propiedad planta y equipo	8.218	16,23%
Otros activos	1.778	3,51%
Total	50.643	100,00%

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. procedió a verificar que el certificado de activos libres de todo gravamen de la empresa, con información financiera cortada al 31 de marzo de 2020, esté dando

cumplimiento a lo que estipula la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros). que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con garantía general no podrán exceder el 80,00% del total de Activos Libres de todo Gravamen menos los activos diferidos, los que se encuentran en litigio, el monto no redimido de cada emisión de obligaciones en circulación y de cada proceso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador y como garante; así como los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía, en los que el emisor sea el constituyente o beneficiario.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de marzo de 2020, presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 50,64 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 40,51 millones determinando que el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Por otro lado, se debe señalar que el 80,00% de los activos libres de gravamen de la compañía presentaron una cobertura de 16,39 veces sobre el saldo de capital de la emisión.

CUADRO 6: CÁLCULO DE LOS ACTIVOS LIBRES DE TODO GRAVAMEN (USD)

Descripción	mar-20
Total Activos	75.823.805
(-) Activos Gravados	25.181.004
Activos Libres de Gravámenes	50.642.800
80.00% Activos Libres de Gravámenes	40.514.240
(-) Activos Diferidos	890.792
(-) Activos en Litigio, impugnaciones tributarias	393.735
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	0
(-) Monto no redimido de Titularizaciones	0
(-) Derechos Fiduciarios	0
Monto Máximo de Emisión	39.229.713
Saldo de Capital Emisión de Obligaciones	2.472.400
Total Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	20,48
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	16,39
Monto Máximo de Emisión / Saldo de la Emisión (veces)	15,87

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de marzo de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupan un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,38³ veces sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras para el periodo 2012-2022, arrojan para un escenario pesimista, las cifras contenida en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2022, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL reflejará una utilidad neta igual a USD 7,73 millones.

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD) – ESCENARIO PESIMISTA

Rubro	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	98.227.193,66	105.086.699,57	112.319.551,54	115.299.051,77	118.367.937,02
Costo de Ventas	77.526.460,96	82.973.747,16	88.718.374,95	91.079.559,79	93.511.580,89
Utilidad Bruta	20.700.732,69	22.112.952,41	23.601.176,59	24.219.491,98	24.856.356,13
Gastos de administración y de ventas	11.312.146,97	11.372.534,62	11.753.355,92	12.027.843,42	12.304.565,56
Utilidad Operacional	9.388.585,72	10.740.417,79	11.847.820,67	12.191.648,56	12.551.790,57
Ingresos Financieros y dividendos recibidos	700.000,00	700.000,00	700.000,00	700.000,00	700.000,00

³ (Activos libres de gravamen – Emisiones) / (Total Pasivo – Emisiones)

Gastos Financieros	1.398.771,08	1.181.969,64	887.860,85	415.882,97	55.758,82
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	8.689.814,64	10.258.448,15	11.659.959,82	12.475.765,59	13.196.031,75
Impuesto a la renta y Part. Trabajadores	3.601.928,17	4.252.126,76	4.833.053,35	5.171.204,84	5.469.755,16
Utilidad Neta	5.087.886,47	6.006.321,39	6.826.906,47	7.304.560,75	7.726.276,59

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, tiene previsto abrir su nueva planta localizada en Durán en el año 2014, con la cual no solamente podrá cubrir la demanda insatisfecha a nivel local sino que podrá crecer de manera importante en el mercado de exportación (Colombia y Perú). Este es el principal factor por el cual las ventas de la compañía tendrían el comportamiento creciente que se puede observar en los cuadros anteriores, con un salto importante entre el año 2013 y 2014 (+26,87%), precisamente como producto de la apertura de la nueva planta, para luego mantener un crecimiento promedio del 7,20% hasta el año 2020, disminuyendo al 2,66% en los dos últimos años contemplados en la proyección.

En cuanto al costo de ventas, las proyecciones señalan se mantendría durante todo el periodo analizado con una participación promedio sobre las ventas de 78,88%, similar a la que registra la compañía al 30 de septiembre de 2013 cuando se situó en 79,91%; sin embargo, para la proyección de dicho costo de ventas, se considera un incremento del 1,50% para los años 2013 y 2014 y de 3% a partir del siguiente año, manteniendo un esquema conservador, puesto que no se incluye el efecto que se tendría al operar con un modelo de economías de escala, produciendo y vendiendo más. El margen bruto promedio durante el periodo proyectado se ubica en 21,12% con una utilidad bruta también promedio de USD 19,04 millones. Por su parte, los gastos operacionales de la compañía se proyectan con una participación sobre las ventas en promedio de 11,29% (USD 10,11 millones), superando a la registrada al cierre del año 2011 (10,29%), en donde únicamente en el año 2014 estos tendrían un incremento en relación al año anterior (2013) (+38,99%), nuevamente como consecuencia de gastos en los que se deba incurrir por la apertura de la planta en Durán. En base a los rubros hasta aquí señalados, se espera que la utilidad operacional de la compañía, presente una clara tendencia creciente, permitiéndole alcanzar USD 12,55 millones a finales del año 2022 (10,60% de las ventas), superando a los USD 3,76 millones registrados al 31 de diciembre de 2011.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA (Utilidad antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización) frente a los gastos financieros que la compañía presentaría en los próximos años, incluyendo los derivados de la presente Emisión. En este sentido, de acuerdo a como se refleja en el gráfico a continuación, existiría de acuerdo a las proyecciones, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros, la misma que pasaría de 4,73 veces en el año 2012 a 283,61 veces en el año 2022, denotándose que el Emisor gozaría en los próximos diez años de una capacidad de pago bastante aceptable de los gastos ya señalados, en vista de que sus fondos propios superan ampliamente a los gastos financieros que registraría, los mismos que además decrecerían considerablemente año tras año.

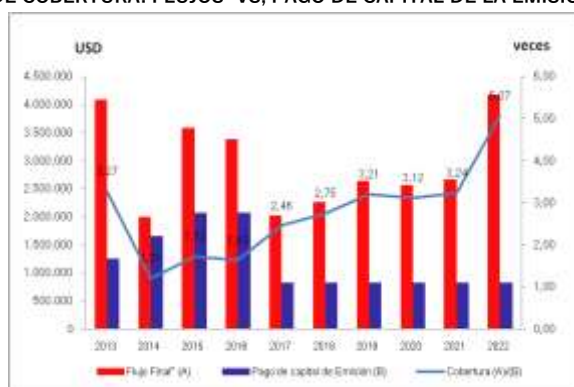
GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, en lo que concierne al flujo de caja, a parte de los movimientos de caja que se desprendan de la actual situación de la compañía, la proyección financiera considera: inversiones en activos por USD 15,98 millones en el año 2013 y de USD 2,00 millones constantes a partir del año 2016; la capitalización de recursos propios por USD 5,55 millones en el próximo año (2013); una deuda bancaria adicional USD 2,42 millones en el año 2013 y por USD 1,30 millones en el 2014; el reparto de dividendos del 20% sobre los resultados (luego de apropiación de la reserva legal) a partir del año 2017, así como la incorporación de los USD 12,00 millones como ingreso por la presente Emisión con la cancelación planeada de pasivos a realizar conforme el flujo de caja excedente a partir del año 2015, manteniendo una caja mínima de USD 1,00 millón. Bajo las consideraciones anteriores, la compañía presenta un flujo final de efectivo que previo al pago de capital de los valores a emitir por la presente Emisión, refleja un adecuado nivel de cobertura que se aprecia en el gráfico siguiente, pasando de 3,27 veces en el año 2013 a 5,07 veces en el año 2022, mostrando que CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL dispondrá de los flujos necesarios para cubrir con el endeudamiento adicional requerido para sustentar su crecimiento en inversiones, entre el cual se encuentra el pago de capital de los valores a emitir mediante esta nueva Emisión.

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁴ VS, PAGO DE CAPITAL DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por último, debe mencionarse que el escenario proyectado hasta aquí revisado, se determina como uno muy conservador, representado un panorama realmente adverso frente a lo que la compañía emisora entiende y espera como probable; sin embargo de lo cual, la calificadora estresó aún más el modelo afectando únicamente el incremento esperado en precio de venta para el mercado local a partir del año 2015, reduciéndolo de 3% a 2,75%, siendo que esta sería la máxima afectación con la cual la compañía sin recurrir a nuevo financiamiento, aún podría honrar el pago de la deuda anteriormente señalada. Es importante recalcar además que de presentarse un escenario aún más severo, existen dos variables que en su momento podrían ser reconsideradas para liberar flujos de caja, siendo estas la inversión en activos fijos que se realizarían a partir del año 2016, así como la propia repartición de utilidades vía dividendos.

Comparativo de Resultados Reales vs. lo Proyectado

El análisis comparativo se lo realizó con las cifras reales a marzo de 2020 versus lo proyectado al cierre de 2020; por lo mencionado, se espera un cumplimiento del 25,00%, no obstante, se puede evidenciar que las ventas reales a marzo de 2020, alcanzaron un cumplimiento de 10,67% sobre lo estimado para el año 2020, evidenciando similar comportamiento en los costos de ventas, con un cumplimiento del 11,12%, lo que provocó que su utilidad bruta obtuviera un cumplimiento diferente a lo estimado inicialmente (8,95%).

Por su parte los gastos operativos, registraron un cumplimiento del 12,04%, lo que generó una utilidad operacional inferior a lo proyectado, con un cumplimiento de apenas el 5,89%. En referencia a los gastos financieros, la compañía registró un sobre cumplimiento del 74,19%, superior al 25% esperado, con lo cual la compañía arrojó una utilidad antes de impuestos con un cumplimiento de apenas 0,09%.

⁴ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

CUADRO 8: ESTADO PROYECTADO (PESIMISTA) VS. REAL (USD)

Rubro	Proyectado 2020	Real marzo 2020	Variación
Ventas	112.319.552	11.983.292	10,67%
Costo de Ventas	88.718.375	9.869.837	11,12%
Utilidad Bruta	23.601.177	2.113.455	8,95%
Gastos de administración y de ventas	11.753.356	1.415.572	12,04%
Utilidad Operacional	11.847.821	697.883	5,89%
Ingresos Financieros y dividendos recibidos	700.000	-	0,00%
Gastos Financieros	887.861	658.734	74,19%
Otros ingresos / (egresos)	-	(28.250)	-
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	11.659.960	10.899	0,09%

Fuentes: Estructuración Financiera; CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha rebajado sus previsiones de crecimiento de la economía global, pues proyecta una brusca contracción de -3% en 2020, mucho peor que la registrada durante la crisis financiera de 2008 – 2009.

Por primera vez desde la Gran Depresión, tanto las economías avanzadas como las de mercados emergentes y en desarrollo están en recesión. Para el año 2020 el FMI proyecta que el crecimiento en las economías avanzadas se sitúe en -6,1%. Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo cuyos niveles normales de crecimiento están muy por encima de los de las economías avanzadas también se proyectan tasas de crecimiento negativas de -1,0% en 2020, y de -2,2% si se excluye China. Adicionalmente, proyecta que el crecimiento per cápita se contraiga en más de 170 países.⁵

Según las previsiones del FMI, la pérdida acumulada del PIB mundial en 2020 y 2021 debido a la crisis de la pandemia podría rondar los USD 9 billones, cifra mayor a la que representan las economías de Alemania y Japón juntas. Lo descrito anteriormente se considera como un escenario base.

Los pronósticos realizados por El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la ONU y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) consideran que la región se verá afectada por un menor flujo de capital, mayor volatilidad en los mercados internacionales.

⁵ <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=13190>

El FMI indicó que Latinoamérica se sumará en 2020 en una aguda contracción económica de 5,2% por el golpe de las restricciones impuestas para contener el coronavirus, con una recesión prevista en prácticamente todas las economías, y una posible recuperación en el año 2021. En el caso de Ecuador el FMI calcula que el país decrecerá un 6,3%, aunque se proyecta un posible crecimiento del 3,9% para el año 2021.⁶

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe a la aparición del Coronavirus, el mismo que comenzó en China, el cual representa la sexta parte de la economía mundial y una disminución de actividades en este país tiene consecuencias para todo el mundo, particularmente para un país como Ecuador, que es vulnerable a los cambios de la economía global y dependiente de materias primas, según la Corporación de Estudios para el Desarrollo Cordes.⁷

China es uno de los principales importadores de commodities. En dos meses el Índice de Commodities de Bloomberg cayó 13% (el indicador está conformado por materias primas de energía, metales preciosos e industriales y materias primas agrícolas). La reducción de los precios de las materias primas ocasionó que el dólar se aprecie. “Cuando los precios de las materias primas caen, los inversionistas se refugian en otro activo de valor. En este caso el oro o el dólar”, explica el director de Cordes. Con la apreciación del dólar Ecuador pierde su competitividad porque países vecinos, como Colombia o Perú, recurren a la devaluación de sus monedas para abaratar sus exportaciones y encarecer las importaciones.⁸

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a marzo 2020 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD anual 2019)	107.436	Crecimiento anual PIB (t/t-4)	0,1%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (febrero 2020)	53,49%	Inflación mensual (febrero 2020)	-0,15%
Balanza Comercial Total (millones USD) febrero 2020	457,5 (Superávit)	Inflación anual (febrero 2020)	-0,23%
Reservas Internacionales (millones USD 09 abril 2020)	2.297,27	Inflación acumulada (febrero 2020)	0.07%
Riesgo país (13 abril 2020) ⁹	4.715	Remesas (millones USD) 2019	3.234,65
Precio Barril Petróleo WTI (USD 13 abril de 2020) ¹⁰	22,41	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2019)	4,95%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del -0,03%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹¹. En el cuarto trimestre de 2019 el PIB creció en 0,1%¹².

El **Riesgo País** se incrementó nuevamente al 13 de abril de 2020 a 4.715 puntos, en parte debido a la caída del precio del crudo por la baja demanda desde China y la falta de capacidad de pago de las obligaciones de Ecuador en caso de no cumplir con las metas comprometidas con el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹³. “De mantenerse el riesgo país en ese nivel, la opción para emitir bonos en los mercados internacionales está cerrada, a lo que se suman mayores costos de financiamiento para el sector privado. Se reducen las fuentes de divisas para la balanza de pagos”, según Cordes.¹⁴

A diciembre de 2019, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 21.474,2 millones (USD 3.274,5 millones a febrero de 2020), siendo ligeramente inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2018 cuando llegaron a USD 22.103,9 millones. Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron

⁶ <https://www.cesla.com/detalle-noticias-de-ecuador.php?id=12955>

⁷ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/09/nota/7775052/riesgo-pais-ecuador-subio-2792-puntos>

<https://www.metroecuador.com.ec/ec/noticias/2019/12/12/ministerio-finanzas-ecuador-dice-riesgo-pais-459-puntos.html>

¹¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹² <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/02/06/nota/7726077/riesgo-pais-ecuador-precios-petroleo-coronavirus-mercados>

¹⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** a diciembre de 2019 alcanzaron USD 22.329,4 millones (USD 3.732 millones a febrero de 2020), siendo superior frente al mismo periodo de 2018 cuando fue de USD 21.628,0 millones. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta diciembre de 2019 arrojaron una suma de USD 13.649,8 millones (USD 2.584,0 millones a febrero 2020), mientras que las petroleras fueron de USD 8.679,6 millones (USD 1.148,0 millones a febrero de 2020).

Hasta diciembre de 2019, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 820,1 millones, USD 1.297,8 millones más que el resultado comercial obtenido en el año 2018, período que cerró con un déficit de USD -477,6 millones. Mientras que a febrero de 2020 la Balanza Comercial Total arrojó un superávit de USD 457,5 millones, USD 701,1 millones más que el resultado obtenido en el mismo bimestre del año 2019, que cerró con un déficit de USD -243,6 millones. A diciembre de 2019, la Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 4.520,6 millones, lo que significó un 1,4% más que el superávit de USD 4.459,00 millones registrados entre enero y diciembre de 2018 (USD 485,7 millones en febrero 2020); mientras que la Balanza Comercial No Petrolera disminuyó su déficit en 25,0% al pasar de USD -4.936,6 millones a USD -3.700,4 millones¹⁵ (para febrero de 2020, el déficit fue de USD -28,2 millones).

El cierre de puertos en China y la reducción de los envíos marítimos provocaron una caída en las exportaciones ecuatorianas y por ende en su demanda, así mismo existe una pérdida de competitividad externa por la apreciación del dólar.¹⁶

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2019, pues en diciembre se registró un valor de USD 60,94 por barril, mientras que al 13 de abril de 2020 descendió drásticamente a USD 22,41 debido a los acontecimientos actuales (COVID 19). La proforma presupuestaria 2020, estimó un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo¹⁷.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm> / Elaboración: Class International Rating

Ante el brote del coronavirus, China decidió poner a algunas ciudades en cuarentena. Esto redujo el precio del petróleo por una caída en la demanda de combustibles esto por el menor uso de vehículos, la baja de la actividad productiva, la cancelación de vuelos y de viajes marítimos. La disminución del precio del petróleo impacta directamente a Ecuador pues es su principal producto de exportación. En 2019, las exportaciones de petróleo crudo significaron el 35% de todas las exportaciones de Ecuador, según el Banco Central.¹⁸

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2019 sumó USD 14.268,53 millones, siendo un 2,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.878,69 millones), mientras que a marzo de 2020 fue de USD 3.467,23 millones. Entre los impuestos con mayor aporte a diciembre de 2019 destacan, el Impuesto al Valor

¹⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp>

¹⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹⁷ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

¹⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 6.685,00 millones (USD 1.676,79 millones a marzo 2020), el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.769,89 millones (USD 959,92 millones en marzo 2020), el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.140,10 millones (USD 283,65 millones en marzo 2020), y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 910,61 millones (USD 233,16 millones en marzo 2020)¹⁹.

La **inflación mensual** a febrero de 2020 registró una variación mensual de -0,15%, mientras que la variación **anual** fue de -0,23% y la **acumulada** fue de 0,07%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones negativas (Recreación y Cultura, Alimentos y bebidas no alcohólicas, Prendas de vestir y calzado, Bienes y servicios diversos, Muebles, artículos para el hogar, Comunicaciones, Restaurantes y Hoteles)²⁰.

En referencia al **salario nominal promedio**, para febrero de 2020, se fijó en USD 466,63²¹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 400,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 443,18 a febrero de 2020²². En cuanto al costo de la canasta básica familiar a marzo de 2020, ésta se ubicó en USD 713,89²³, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 746,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 104,59% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2019, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar; de ésta, el 65,3% se halla económicamente activa. Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,80% y el **empleo adecuado / pleno** (nacional) se ubicó en 38,8% (44,8% para los hombres y 30,6% para las mujeres). Para diciembre 2019, el ingreso laboral promedio de un hombre con empleo es USD 345,5; mientras que para una mujer con empleo es de USD 292,7²⁴.

A diciembre 2019, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 8,9%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y la pobreza extrema a 4,3%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,8% y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**²⁵, se ubicó en 0,473 en diciembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a diciembre de 2018 (0,469). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre de 2019 se ubicó en USD 84,82 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,80 mensuales per cápita²⁶.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** presentaron ligeras fluctuaciones, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,24% para abril de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 8,40%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,16%²⁷. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a enero de 2020 alcanzó la suma de USD 57.594,5 millones, el de la oferta monetaria de USD 25.715,6 millones; y, el de las especies monetarias en circulación de USD 16.682,3 millones.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el cuarto trimestre de 2019, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de Consumo y más restrictivos para los créditos de Vivienda. Para los segmentos: Productivo y Microcrédito el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito, entre octubre y diciembre de 2019, fueron menos restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, dado que el saldo entre las cooperativas menos y más restrictivas fue positivo; en cambio, para los créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo²⁸.

¹⁹ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁰ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2019/Diciembre-2019/01%20ipc%20Presentacion_IPC_dic2019.pdf

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201907.pdf>

²² Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

²³ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Marzo-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_mar_2020.pdf

²⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2019/Diciembre/201912_Mercado_Laboral.pdf

²⁵ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

²⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IVT-2019.pdf>

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante el año 2019 totalizó USD 3.234,65 millones, cifra superior en 6,73% con respecto al año 2018 (USD 3.030,58). El incremento se atribuye al relativo dinamismo económico registrado en los Estados Unidos (EUA) y España, lo que permitió a los migrantes ecuatorianos enviar mayores flujos de dinero a sus familiares. Estos recursos representaron el 3,01% del PIB ecuatoriano en 2019. Durante el año 2019, el flujo proveniente de Estados Unidos ascendió a USD 1.891,34 millones (58,47% del total recibido), de España sumó USD 799,73 millones (24,72% del total recibido). La medición del flujo de remesas al cierre de 2019, muestra presencia de migrantes ecuatorianos en países como: México, Chile, Perú, Canadá y Colombia, que aportaron con el 6,16% (USD 199,28 millones) del flujo de remesas recibido en el país. Igualmente, desde Reino Unido, Alemania, Suiza, Francia, y Bélgica, se canalizó el 2,99% (USD 96,57 millones) del monto receptado²⁹.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el año 2019 fueron de USD 966,15 millones; monto inferior en 33,63% al registrado en su similar periodo en el 2018, en donde alcanzó USD 1.455,70, millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: Explotación de minas y canteras, Agricultura, silvicultura, caza y pesca, Industria Manufacturera, Servicios Prestados a las empresas, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de España, Canadá, China, Italia, Estados Unidos, entre otros³⁰.

Para febrero de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda pública (agregada)** fue de USD 58.661,05 millones, cifra superior a lo reportado en diciembre de 2019, cuando fue de USD 57.336,52 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Dicha deuda estuvo conformada por el saldo de **deuda interna (agregada)** que a febrero de 2020 fue de USD 17.090,35 millones y **deuda externa (agregada)** por USD 41.570,70 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de febrero de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 53,49% del PIB³¹ superando significativamente el límite del 40% del PIB.³²

Se debe indicar que para el periodo 2018 – 2021 y hasta alcanzar el límite de endeudamiento establecido en las reglas macro-fiscales definidas en esta ley, no regirá el límite de endeudamiento público del 40% del PIB, según lo determinado en la Disposición Transitoria Décima Séptima de la Ley para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal³³.

El país recibió, entre marzo y septiembre de 2019, el 45% de los desembolsos prometidos para 2019 por varios organismos multilaterales, entre ellos el FMI, el BID, el Banco Mundial y la CAF. Tras el Acuerdo con el FMI y varios multilaterales, Ecuador deberá recibir en tres años USD 10.200 millones y solo en 2019, USD 4.624 millones. Al momento Ecuador recibió USD 2.113 millones, de los cuales la mayor parte ha sido desembolsada por el Fondo Monetario Internacional (USD 903 millones).³⁴

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido ligeramente creciente, es así que para diciembre de 2017 registraron la suma de USD 2.451 millones y USD 2.677 millones en 2018, mientras que al 31 de diciembre de 2019 registró USD 3.397,11 millones, no obstante, para los primeros días de abril (09) de 2020, estas bajaron de manera importante (-32,38%) a USD 2.297,27 frente a lo reportado al cierre de 2019. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: caja en divisas, Depósitos netos en Bcos. e Inst. financieras del exterior, Inversiones dep. plazo y títulos, oro, DEGs, entre otros.

La **calificación de deuda** al 15 de abril de 2020³⁵ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en "CCC-". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana el 03 de abril de 2020 bajó a "Caa3" (negativa) calificación que se encuentra dentro de la categoría de "riesgo sustancial". Así también, el acceso al mercado internacional de capitales es una incertidumbre, el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, el 09 de abril de 2020, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201905.pdf>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³¹ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/PresentacionC3%B3n-BoletC3%ADn-de-Deuda-P%C3%BAblica-agosto-21.10.2019.pdf>

³² <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-diciembre-2019.pdf>

³³ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/PresentacionC3%B3n-BoletC3%ADn-de-Deuda-P%C3%BAblica-junio-2019-19.07.2019.pdf>

³⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/10/02/nota/7543693/ya-ha-llegado-45-desembolsos>

³⁵ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

en “C”, calificación que se encuentra dentro de la categoría “impago”. Lo mencionado anteriormente, indica un deterioro en la percepción del mercado internacional acerca de la capacidad de pago del país.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 25 de enero de 1974, ante el Notario Segundo de Quito, se constituyó la CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, la misma que posee un plazo social vigente hasta el 8 de Abril del año 2024, luego de que habrán transcurrido 50 años contados desde su fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad y Mercantil de Latacunga (8 de abril de 1974). La CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL tiene como objeto principal fabricar y comercializar perfiles de aluminio y otros artículos metálicos, especialmente no ferrosos. La Compañía también tiene como una de sus actividades principales la de Depósito Aduanero en los términos establecidos en la Ley Orgánica de Aduanas, siendo propias de la compañía todas las actividades conexas a las que citadas que directa o indirectamente se relacionen con ellas.

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL posee una planta industrial que se encuentra ubicada en Latacunga, en esta existen dos prensas de extrusión de siete pulgadas con una línea completa de anodizado una línea de pintura electrostática y una planta de tratamiento de fluentes líquidas. Son varios los productos que elabora y comercializa la compañía emisora, siendo la línea más importante la de los perfiles de aluminio, que se colocan en su mayoría en el mercado nacional. La compañía ofrece además diseño de matrices y producción de perfiles específicos para una amplia variedad de industrias, acabados con tecnología de acabado superficial en anodizado, puertas y ventanas corredizas, vidrio importado para diferentes usos, paneles compuestos de vidrio, sellantes de silicona así como tornillos en acero inoxidable o en zinc.

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL cuenta con una amplia red de distribución compuesta por 63 puntos de venta, de los cuales 12 son sucursales y 50 distribuidores exclusivos en varias ciudades del país. Además, CEDAL cuenta con presencia en el mercado internacional en Colombia por medio de VITRAL. Esto le ha permitido mantener su liderazgo en el mercado de producción y distribución de perfiles de aluminio.

Debido a la característica de la red de distribución, la cartera de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL es diversificada y está relacionada precisamente con los distribuidores calificados con los cuales la compañía ha trabajado ya por mucho tiempo sin mayor inconveniente para su recuperación. La mayoría de la cartera se origina de las ventas de perfilería a distribuidores y cuentan con garantías de prenda comercial a favor de la empresa.

Por su parte, en cuanto a la materia prima que es el aluminio, debe señalarse que actualmente un 80% es producido por la empresa mediante la utilización de chatarra, mientras que el 20% restante corresponde a la importación de lingotes de aluminio. Para ambos casos, los proveedores de la compañía son principalmente de origen latinoamericano.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL presenta en marzo de 2020 un importante capital suscrito y pagado que asciende a USD 11,69 millones, el mismo que se encuentra conformado por el mismo número de acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una, distribuidas como se muestra a continuación:

CUADRO 10: ACCIONISTAS

Accionistas	Capital (USD)	% Participación
Corporación Empresarial S.A. CORPESA	11.689.937	99,98%
Herederos Juan Carlos Gómez Calisto	2.353	0,02%
Total	11.692.290	100,00%

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a su administración, debe citarse que CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, al formar parte del grupo CORPESA, está sujeta a una administración corporativa en donde se centralizan las funciones de sistemas, finanzas, contabilidad, recursos humanos, mercadeo y adquisiciones.

La compañía dentro de sus estatus sociales cuenta con su propia estructura orgánica en la cual señala que los principales órganos son la Junta General de Accionistas, la Presidencia, el Directorio y la Gerencia Gerencial (órganos de decisión, dirección y ejecución), el organigrama se encuentra separado por plana Latacunga y Regional UIO y GYE, mismas que reportan a las mismas autoridades. A continuación se presenta el organigrama vigente de la compañía emisora.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA CEDAL PLANTA LATACUNGA



REGIONAL CEDAL UIO/GYE



Fuente/Elaboración: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL

Gran parte de la positiva trayectoria de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, se debe a la aptitud y visión que desde un inicio ha caracterizado a quienes se encuentran al frente de los principales departamentos, quienes gracias a su ardua labor han favorecido al crecimiento y fortalecimiento de la compañía. En el siguiente recuadro se encuentran los principales cargos con el nombre de quienes los personifican:

CUADRO 11: DIRECTORIO

Cargo	Nombre
Presidente del Directorio	Bernardo Gómez Calisto
Miembro Principal del Directorio	José Luis Gómez Calisto
Miembro Principal del Directorio	Gustavo Jácome Álvarez
Miembro Principal del Directorio	Xavier Ponce Villagómez
Miembro Principal del Directorio	Ramiro León Páez
Miembro Suplente del Directorio	Juan Martín Gómez Burneo

CUADRO 12: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Cargo	Nombre
Presidente	Bernardo Gómez Calisto
Gerente General	Fausto Giovanni Torres Moyano
Director Financiero	Patricio Enrique Álvarez Palacios
Gerente Regional Ventas	Matias Carballo
Gerente de Planta	Becker Martín Burbano Franco

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

Como se mencionó anteriormente, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL siendo parte de un grupo empresarial del cual la compañía holding es a la vez su mayor accionista, se encuentra sujeta a la centralización de ciertas funciones tomadas bajo el lente corporativo del grupo.

Dentro de sus estatutos la compañía ha determinado que los órganos de decisión y dirección de la compañía son la Junta General de Accionistas, el Directorio y la Presidencia, mientras que los órganos de ejecución son la Gerencia General y todas aquellas instancias administrativas de decisión creada por el Directorio para la buena marcha de la sociedad. Adicionalmente se detallan atribuciones y derechos de la Junta General de Accionistas, del Directorio, del Presidente requisitos y periodo, atribuciones especiales, entre otros puntos importantes.

Empleados

Al 31 de marzo de 2020, la compañía contó con 302 colaboradores (311 a septiembre 2019). La mayoría de colaboradores (65,89%) pertenecen al área de producción.

Se debe mencionar que quienes trabajan en la planta industrial formaron en 1982 un Comité de Empresa, el cual ha mantenido hasta el día de hoy una excelente relación con la administración. Con fecha 29 de enero de 2020, ante la Director Regional del Trabajo y Servicio Público de Ambato y el Secretario del trabajo, la compañía y el Comité de Empresa de los Trabajadores de CEDAL suscribieron el Décimo Noveno Contrato Colectivo, que estará vigente desde el 01 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2021.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL forma parte de Corporación Empresarial S.A. (CORPESA) que es una empresa holding y propietaria de la mayoría de las empresas que conforman el Grupo. Adicionalmente se presentan empresas subsidiarias de la compañía donde el emisor posee cierta participación accionarial, las mismas que se citan en los siguientes cuadros.

CUADRO 13: EMPRESAS VINCULADAS

EMPRESA	TIPO DE RELACIÓN
Corporación Empresarial S.A. CORPESA	Mayor accionista de Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL
Estructuras de Aluminio s.a. ESTRUSA Guayaquil	Vinculada por accionistas comunes
Estructuras de Aluminio S.A. ESTRUSA	Vinculada por accionistas comunes
Asesoramiento Empresarial COLECSIS S.A.	Vinculada por accionistas comunes

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 14: EMPRESAS SUBSIDIARIAS

EMPRESA	Capital Social (USD)	%
C.I. VITRAL LTDA. - VITRACOL LTDA.	900.434,00	84,74%
CEDAL DURAN S.A.	9.734.502,00	99,98%
TRANSALUMINIO S.A.	187.442,00	93,12%

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

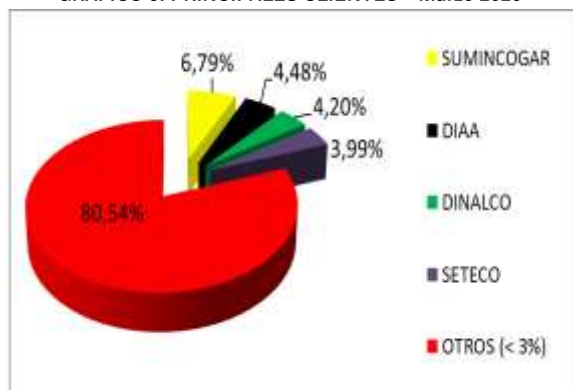
Otros Aspectos de la Empresa

Clientes

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, cuenta con un Manual de Políticas de crédito y Medios de Aprobación, cuyo objetivo es establecer las políticas que norman la relación crediticia con sus clientes, mismo que establece que el plazo máximo de crédito para las compras de perfilería de aluminio será de 30 días y para el vidrio se aplicará 30 días de crédito para el 50% del valor de la factura y de 60 días para el saldo.

Al 31 de marzo de 2020, entre los principales clientes de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, destacan SUMINCOGAR S.A., DIAA, DINALCO S.A., SETECO CIA. LTDA., mismos que representan el 19,46% de las ventas, evidenciando de esa forma que la compañía no posee concentración en sus ventas, es más, se observa una amplia diversidad en su portafolio de clientes.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES – Marzo 2020



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

La empresa comercializa en el mercado extranjero (Colombia, Perú y Alemania) su línea de perfilería únicamente, es decir que la línea comercial y otros es comercializada solamente en el mercado nacional.

Al 31 de marzo de 2020, la cartera por vencer representó el 58,92% de la cartera total, que sumada al 19,99% de la cartera vencida de 1 a 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, sumó el 78,91%. Por su parte, el mayor nivel de cartera vencida se concentró en el rango de más de 365 días, representando el 11,52% de la cartera total. Lo anterior sugiere una mayor gestión de cobro por parte de la empresa, para evitar una afectación al flujo de efectivo por un posible riesgo de incobrabilidad.

GRÁFICO 6: ESTADO DE LA CARTERA (Marzo 2020)



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

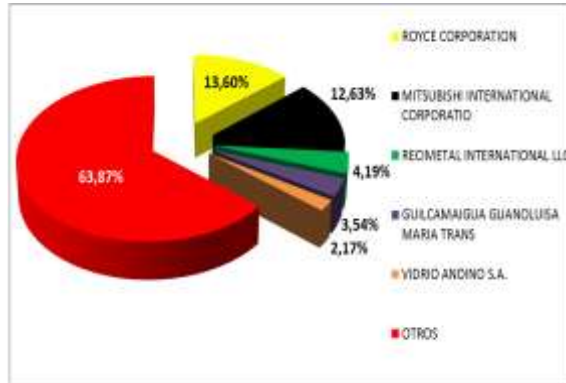
Proveedores

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas de prestigio tanto en el mercado nacional como internacional en diferentes ubicaciones geográficas, mitigando el riesgo de una eventual falta de provisión de materia prima. El principal producto de compra es la materia prima Aluminio Primario Chatarras y Billets de Aluminio 6063, con los cuales se firman contratos de aprovisionamiento para el año en el mismo que se considera penalidades por incumplimientos.

Al 31 de marzo de 2020 se destacan como principales proveedores de la compañía ROYCE CORPORATION con el 13,60%, MITSUBISHI INTERNATIONAL CORPORATIO 12,63%, RECIMETAL INTERNATIONAL LLC 4,19%, entre otros, quienes abastecen a la compañía de materia prima necesaria para su producción, el resto de proveedores

representó el 69,58%, por lo tanto, no existe una dependencia importante de un solo proveedor que pueda significar el incremento continuo de precios.

GRÁFICO 7: PRINCIPALES PROVEEDORES (Marzo 2020)



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a la política de cuentas por pagar la empresa mantiene convenios con sus proveedores en algunos casos con crédito de hasta 60 días (proveedores locales) y se busca que la negociación de pago con el proveedor sea mínimo 30 días.

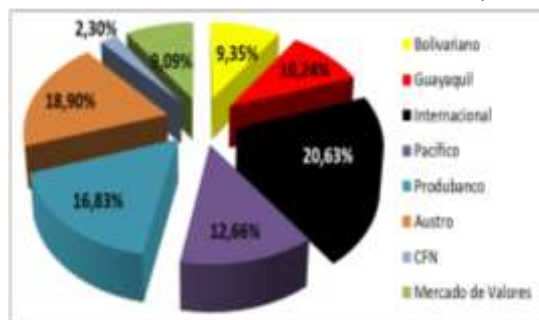
Política de Financiamiento

En el periodo analizado la principal fuente de financiamiento de los activos de la compañía fue el patrimonio; sin embargo, el pasivo mantuvo un importante aporte, que a marzo de 2020 se ubicó en el 49,20% de los activos.

Al 31 de marzo de 2020, la compañía presentó una deuda financiera cuyo capital asciende a USD 27,46 millones, rubro que financió el 36,21% de los activos, un 27,51% como componente de corto plazo y un 8,70% como componente de largo plazo.

En lo que respecta a la composición de su deuda financiera, la compañía ha financiado su operación con crédito de instituciones financieras (Bolivariano, Guayaquil, Internacional, Pacífico, Produbanco, Austro, CFN) y con participaciones dentro del Mercado de Valores.

GRÁFICO 8: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO (Marzo 2020)



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones

Las principales inversiones que ha realizado la CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL han estado relacionadas con su planta industrial, buscando mejorar constantemente su capacidad productiva, la calidad de sus productos y sus costos, por lo que cuenta con un presupuesto planificado de USD 500 mil en el año.

Actualmente toda solicitud de inversión pasa por revisión de área financiera donde se analiza el retorno esperado y se entregará a la Comisión Estratégica, quienes dentro de sus funciones tienen “Analizar y definir la necesidad de nuevas inversiones para presentarlo a consideración del Directorio”.

Y para financiamiento, La Comisión Financiera tiene dentro de sus funciones “Definir las políticas Financieras, Crediticias, de Endeudamiento e Inversión de la Sociedad y de sus empresas filiales y subsidiarias y validar su cumplimiento”.

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL decidió abrir una nueva planta productiva en Durán. La nueva planta opera bajo la personería jurídica de una empresa subsidiaria de CEDAL y parte de esta importante inversión se financiará con la presente emisión de obligaciones.

La compañía mantiene inversiones en acciones, CI Vitral Ltda., Cedal Durán S.A, Duleg S.A. y Trasalumino S.A., varias se encuentran registradas al costo.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

Siendo una sociedad Anónima regida por las leyes ecuatorianas, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL se encuentra sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, así como de los Municipios.

En lo que respecta a normas de calidad, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL es la primera planta extrusora de aluminio en el país que dispone de la certificación ISO 9001:2000³⁶, ISO así como la recertificación (ISO 9001:2015). Cuenta con certificaciones que avalan el Sistema Integrado de Gestión (SIG), brindando calidad en sus productos y procesos ISO 9001:2008, seguridad y salud de empleados (OHSAS 18001:2007), preservando el cuidado del medio ambiente (ISO 14001:2004). Cumple con normativas de construcción de producto bajo la norma internacional de calidad ASTM B-221 y bajo la norma nacional de calidad NTE INEN 2250:2000, la misma que trata de los requisitos, así como la inspección a los perfiles, barras, varillas y tubos extruidos de aluminio y también tiene 2 reconocimientos de Punto Verde con el Ministerio del Ambiente del Ecuador

Responsabilidad Social

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL contribuye de manera activa y voluntaria al mejoramiento social, económico y ambiental. La compañía colabora con varias organizaciones en sectores vulnerables como: Centro del Muchacho Trabajador, Cruz Roja Ecuatoriana, Fundación El Triángulo, Fundación Resurgere, Fundación Scout del Ecuador, Guardería "Juan Carlos Gómez", Sociedad Ecuatoriana de Cirugía Plástica

Con relación al aspecto social, la Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL) promueve la igualdad de oportunidades mediante la contratación de personal sin importar la raza, género, nivel social, edades y capacidades especiales.

Adicionalmente es importante indicar que la compañía cuenta con una planta de tratamiento certificada para descargas líquidas, cuya licencia ambiental garantiza el cuidado que en ese sentido se proporciona al medio ambiente.

En cuanto a lo ambiental, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL cuenta con varios habilitantes otorgados por diversas instituciones, así: El Ministerio del Ambiente otorgó la licencia ambiental a la planta industrial en junio de 2010. El GAD de Cotopaxi aprobó la auditoría ambiental en abril de 2019 y en noviembre del mismo año aprobó los términos de referencia correspondientes. La compañía se maneja según el registro de generadores de desechos peligrosos del Ministerio del Ambiente.

³⁶ Acreditada por los organismos internacionales UKAS y ANAB.

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL cuenta con certificados de cumplimiento de las normas ISO 14001:2015, OHSAS 18001:2007 e ISO 9001:2015. Adicionalmente cuenta con la certificación de Punto Verde.

Riesgo Legal

Conforme informó la administración, al 31 de marzo de 2020, la compañía no presenta ninguna acción legal que ponga en riesgo el giro normal de la empresa.

Liquidez de los títulos

Los títulos valores de la Emisión de Obligaciones de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, fueron colocados en su totalidad, entre diferentes inversionistas, desde el 21 de febrero de 2013 hasta el 01 de octubre de 2013.

Al 31 de marzo de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL participó con emisiones en el Mercado de Valores, conforme al siguiente detalle:

CUADRO 15: DETALLE DE EMISIONES REALIZADAS (USD Marzo 2020)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
Obligaciones a largo plazo	2010	Q.IMV.10.0152	8.000.000,00	8.000.000,00	Cancelada
Obligaciones a largo plazo	2013	Q.IMV.2013.0246	12.000.000,00	12.000.000,00	2.472.400,00
Papel Comercial	2014	SC.IRQ.DRMV.2014.719	5.000.000,00	5.000.000,00	Cancelada

Fuente: Superintendencia de Compañías / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el semestre de octubre 2019 a marzo 2020, para los valores de la Emisión de Obligaciones sujeto de calificación en el presente informe; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

- Mediante escritura pública, de fecha 08 de enero de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL realizó una reforma integral a sus estatutos.
- El Ministerio de Industrias y Productividad, mediante Resolución No. 18-389 emitida por la Dirección de Evaluación y Control de la Calidad, otorgó el 26 de diciembre del 2018 la DESIGNACIÓN al Laboratorio de Calidad de CEDAL de Latacunga para que realice las actividades de ensayo en materiales de aluminio bajo los estándares internacionales de gestión de la norma ISO 17025. De esta manera, se convirtió en el primer laboratorio a nivel nacional en alcanzar dicha distinción.
- Con la obtención de la Designación del Laboratorio de CEDAL, el Ecuador ya cuenta con un laboratorio acreditado que ayude a verificar que los productos extruidos de aluminio de fabricación nacional e importada cumplan con los parámetros técnicos de la norma INEN 2250, respetando así lo dispuesto en el Reglamento Técnico 251. Motivo por el cual en el presente año se han realizado solicitudes de revisión de productos de la

competencia principalmente importados de China que no han cumplido parámetros mínimos de calidad y se han impuesto sanciones sobre estos.

- Durante el ejercicio económico 2018 se produjo como hechos extraordinarios ajustes retrospectivos por adopción de la NIIF 9 y cambios en los supuestos actuariales con un efecto patrimonial de USD 500 mil.

Situación del Sector

El aluminio ha venido adquiriendo variados usos en las industrias mundiales, es por esta razón que se trata de un material sumamente importante en lo que a materia prima se refiere. Uno de los principales usos que se le ha venido dando al material, es el uso en vehículos.³⁷

El aluminio está presente en seis regiones: África, América del Norte, América Latina, Asia, Europa y Oceanía.³⁸ Los 6 principales productores de aluminio en el mundo según el World Metal Statistics son China, Rusia, Canadá, Estados Unidos, Australia y Brasil, sin embargo, se espera que esto varíe en los próximos años, puesto que las nuevas industrias productoras de aluminio primario buscan migrar a lugares donde puedan encontrar energía eléctrica y mano de obra más baratas. Es por esto que industrias localizadas en el Medio Oriente como la de Dubai esperan, para el 2020 llegar a producir al menos un 10% del aluminio primario mundial.³⁹

En el ranking de los principales países productores de aluminio a nivel mundial en el año 2019, China fue el primero con aproximadamente 36 millones de toneladas métricas, por delante de India y Rusia. El aluminio es un metal no ferromagnético, de color similar al de la plata, ligero, resistente, dúctil y muy abundante en la corteza terrestre, con diversas aplicaciones en los sectores metalúrgico, químico, mecánico y eléctrico, además de en la industria de la construcción.⁴⁰

Para el caso del Ecuador, es importante destacar que el aluminio y en general la industria metalmeccánica representa un pilar fundamental en la cadena productiva del país debido a su alto valor agregado, desarrollo de proyectos estratégicos y por ser un gran generador de plazas de empleo, influenciando los sectores alimenticio, textil, confecciones, bienes y servicio y de la construcción, tanto así que ha sido parte esencial del programa de cambio de la matriz productiva.⁴¹

Según datos de la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (FEDIMETAL), el sector contribuye a la economía nacional con 1,8% del PIB, a nivel de toda la industria manufacturera el sector metalmeccánico representa aproximadamente el 12% de su PIB.⁴² Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal, la industria tiene un potencial de sustitución de un 80% de los bienes de capital importados, un 30% en productos derivados del metal y un 23% en los metales comunes importados.⁴³

Las principales industrias de metalmeccánica se encuentran ubicadas en las provincias de Pichincha, Tungurahua, Guayas, Azuay y Loja, donde se ha ido desarrollando esta actividad con gran éxito ofreciendo una amplia gama de productos y servicios a las industrias relacionadas y que dependen de la productividad del sector.

La metalmeccánica ha cumplido un rol fundamental como dinamizador de la economía ecuatoriana. Esto queda en evidencia al verificar, por ejemplo, su impacto en relación al producto interno bruto (PIB). La contribución del mismo se refleja con una contribución entre el 10% y 15% del PIB manufacturero y una contribución de entre 1,5% y 3% del PIB general.⁴⁴ Está constituido por la industria siderúrgica, metalmeccánica básica y de transformación, generando materiales, insumos, bienes de capital, partes y servicios diversos. Este sector representa el 10% del total del PIB manufacturero no petrolero, genera más de 80 mil plazas de trabajo y es una de las industrias más interrelacionadas sectorialmente en la economía.⁴⁵

³⁷ <https://www.mql5.com/es/blogs/post/340059>

³⁸ Asociación Brasileira de Aluminio. <http://www.abal.org.br/espanol/industria/introducao.asp>

³⁹ Off news.info para el desarrollo sostenible. <http://www.offnews.info/downloads/industrias-aluminioPacheco.pdf>

⁴⁰ <https://es.statista.com/estadisticas/635357/paises-lideres-en-la-produccion-de-aluminio-a-nivel-mundial/>

⁴¹ <http://www.proecuador.gob.ec/compradores/oferta-exportable/metalmeccanica/> - <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=5588>

⁴² <https://www.proecuador.gob.ec/metalmeccanica-y-automotriz/>

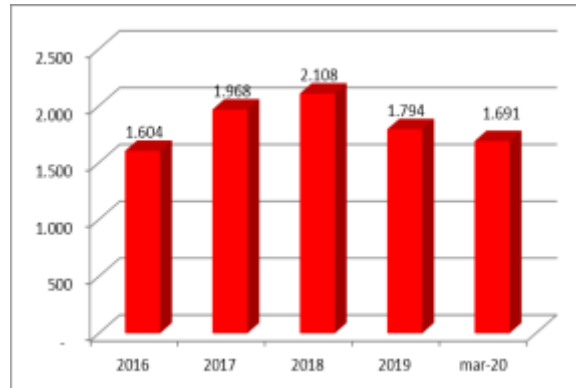
⁴³ <https://www.ekosnegocios.com/articulo/situacion-del-sector-metalmeccanico-y-su-importancia-en-la-economia-ecuatoriana>

⁴⁴ <http://www.metal.ebizar.com/2019/04/02/cual-es-la-importancia-de-la-industria-metalmeccanica-para-el-resto-de-actividades-economicas-en-ecuador/>

⁴⁵ <https://www.ekosnegocios.com/articulo/situacion-del-sector-metalmeccanico-y-su-importancia-en-la-economia-ecuatoriana>

Por su parte, en lo que respecta al precio promedio internacional de aluminio, de acuerdo a información presentada por Indexmundi⁴⁶, éste se presentó creciente desde 2016 hasta 2018 cuando se ubicó en USD 2.108 por tonelada métrica, el máximo precio por tonelada métrica se registró en mayo de 2018 (USD 2.299,67), producto de la reducción de inventarios de aluminio a nivel mundial. En marzo de 2020 el precio promedio en lo que va del año alcanzó USD 1.691.

GRÁFICO 9: PRECIO INTERNACIONAL DEL ALUMINIO, USD POR TONELADA MÉTRICA



Fuente: Indexmundi / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, resulta importante mencionar que la liberación salvaguardas impuestas por el gobierno nacional, mismas que aplican una sobre tasa a varios productos importados, afecta de cierta manera a la compañía, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, puesto que dicha sobretasa arancelaria aplica para perfilería proveniente de China.

Por otro lado, se debe indicar que las expectativas económicas para el año 2020 son negativas, debido a la pandemia mundial "COVID-19", desacelerando la economía ecuatoriana en un 5,7%⁴⁷. Además, para el año 2020 se estima una pérdida por USD 700 millones y un 70% de paralización de actividades de diversos sectores, como efecto de la emergencia sanitaria. Según el ministro de la Producción, el sector comercial, al igual que el sector industrial registrarán pérdidas equivalentes a los USD 350 millones, además agregó que muchas de las órdenes de compras se encuentran cerradas, y los pagos no están llegando oportunamente, lo que afectaría a muchos sectores productivos⁴⁸.

Por otro lado, el sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: El negocio de la extrusión de aluminio requiere una fuerte inversión en activos y capital de trabajo, la alta especialidad que se necesita para desarrollar los productos, la necesidad de profesionales especializados con títulos de al menos tercer nivel y con experiencia en el desarrollo de los productos, la necesidad de fuertes inversiones de capital en laboratorios, maquinaria, materia prima, tecnología, etc.

Como barreras salida arancelarias en abril 2017 se publicó en el Registro Oficial la Resolución 005-2017, Reforma Arancelaria a la importación de aluminio en la Tarifa Arancelaria del 10% al 5% +1.2 Usd/Kg, la misma que se encuentra en proceso de revisión y actualización y la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad.

Expectativas

A finales de abril de 2020 el Gobierno informó que 28 proyectos de los sectores público y privado fueron aprobados para la primera fase del Plan Piloto de reactivación del sector de la construcción, mercado al que principalmente abastecen los productos de CEDAL. Entre ellos se encuentra la construcción de 10 proyectos del sector público. En el sector privado se aprobaron 19 obras. Se espera calificar a unos 100 proyectos en todo el país. Los constructores presentaron una serie de requisitos entre los que figuran: mecanismos para movilizar a

⁴⁶ <http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=aluminio&meses=120>

⁴⁷ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/crisis-coronavirus-economia-ecuadoriana-decreceria-4-6-2020-8179.html>

⁴⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/24/nota/7793511/impacto-coronavirus-sector-productivo-se-estima-700-millones>

sus empleados, protocolos de supervisión de salud para identificar posible sintomatología de Covid-19, dotación de equipos de seguridad y bioseguridad. Para este piloto también se consideró la ubicación de los proyectos y el porcentaje de avance en la obra. Ninguna de las construcciones son obras nuevas son todas aquellas a punto de terminar. Este plan servirá como base para identificar posibles complicaciones y rectificar para poder poco a poco incorporar a más sectores al trabajo.⁴⁹

El sector de la construcción es uno de los principales motores de la industria del aluminio, por lo que las afectaciones que puede tener este sector están proporcionalmente relacionadas.

Finalmente, es importante señalar que al ser el Aluminio un commodity, se encuentra expuesto a las constantes fluctuaciones de los precios internacionales.

Posición Competitiva de la Empresa

La principal competencia de la empresa es Fundiciones Industriales S.A. (FISA), que junto a CEDAL constituyen las dos empresas más grandes del sector. El mercado de perfilería de Aluminio en el Ecuador según última información remitida por la empresa (diciembre 2019) estuvo conformado por dos Extrusores de Aluminio como son FISA con el 37,90% y CEDAL con el 41,80% de participación como industria nacional, haciendo de ella la marca líder en el Ecuador. El 20,30% restante, pertenece a la participación de importadores cuyo principal origen de importación es China y Colombia.

La estrategia del emisor para posicionarse en el mercado consiste amplia diferenciación frente a su competencia en **productos** (exenten calidad, variedad de acabados); **distribución** (distribuidores exclusivos, cobertura parcial del costo de envío, entrega inmediata y amplio inventario); **promoción** (inversión en publicidad y pintura del local) y **servicio** (seguro de vida al consumidor, manejo de quejas y reclamos, medición de satisfacción por plaza y cumplimiento de garantías).

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 16: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Capacidad productiva	Dificultad de adecuación de costos fijos de la organización ante escenarios de reducción de ventas y producción.
Marca, prestigio	Dificultad para transferir al mercado eventuales incremento de costos en la producción.
Garantía del producto	Sustentabilidad del modelo de negocio con los distribuidores.
Red de Distribución, cobertura	Eventuales problemas desabastecimiento.
Relaciones Comerciales	Concentración de ventas en mercado local.
Conocimiento del Mercado	Falta de capacitación en ventas para atender el mercado nacional.
Fundición	Falta de estructura para atender todos los mercados objetivo.
Presencia Regional	Modelo de ventas y gestión de cobro.
Muy buena reputación ante el mercado financiero: Bancos y Mercado de Valores.	
Alta moral y compromiso Compromiso y personal capacitado	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Expansión en mercados de otros países: EEUU, Panamá, Perú, Bolivia, etc.	Posibles incrementos de costos en precios de Diesel, GLP y energía eléctrica y otros debido a ajustes establecidos por el Gobierno.
	Posible reducción de fuentes de financiamiento en sistema financiero y mercado de valores.
Expectativa de crecimiento de la construcción en vivienda de interés social (menos de \$ 90 k) con financiamiento.	Incremento de las tasas de interés o financiamiento.
	Cambios regulatorios y afectación de normas NIIF a los estados financieros.
	Incremento de la morosidad de los clientes.

⁴⁹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/proyectos-aprobacion-plan-piloto-construccion.html>.

Ratificación de medida restrictiva de importación de Aluminio de países que no tienen acuerdos comerciales con Ecuador. Impuesto ad valorem \$1,2 c/kg.	Perder grado de inversión en la calificación de riesgos.
Eventual aplicación de restricciones a importaciones de perfiles por aplicación de normas técnicas. (Inen)	Guerra de precios.
Precio del metal aluminio en niveles razonables y estables versus años anteriores.	Pérdida de competitividad contra productos de otros países de la región debido a un eventual fortalecimiento del dólar frente a otras monedas.
	Irrupción en el mercado nacional de producto importado de Colombia en condiciones de ventaja debido a la relación con un tipo de cambio devaluado frente al dólar.

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

Con seguridad, el mayor riesgo para la compañía se encuentra asociado a las fuentes de provisión del aluminio y a su precio, dado que éste último se determina en un mercado mundial y se encuentra sujeto a diferentes factores dependiendo sobre todo de la energía y del precio del petróleo, lo cual podría generar fluctuaciones importantes en los márgenes de la industria al provocar volatilidad en los costos del inventario y costos de ventas. Ante esto, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, mitiga el riesgo en cuestión al contratar coberturas financieras de precio y celebrar contratos de estabilización de precios con los proveedores más confiables con los que trabaja o puede realizar compras de ciertos volúmenes importantes en caso de que exista un claro beneficio vía precio de dicha compra.

Por otro lado, dada la actividad de la compañía, uno de los principales riesgos a los que se expone se encuentra asociado a la posibilidad de que se presenten daños estructurales o averías importantes en sus líneas de producción; sin embargo, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL constantemente destina recursos al mantenimiento preventivo y mejoramiento de la planta para garantizar la calidad en sus productos, conservando su prestigio como compañía en el mercado. En este mismo sentido, debe mencionarse que la compañía cuenta con varias pólizas de seguro, con vigencia hasta mayo de 2020, mismas que cubren a la compañía ante todo riesgo industrial.

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL posee un software (ERP) que le permiten controlar los plazos vencidos con distribuidores lo que permite suspender despachos en caso de morosidad, manejo de inventarios, planificación de la producción a la par del presupuesto y provee de información en tiempo real para una mejor toma de decisiones. La empresa cuenta con una Política de Información, aunque no se encuentra aprobada formalmente, con procedimientos específicos que guían el respaldo de la información, así como un plan de contingencias del centro de cómputo en donde se identifican diferentes tipos de situaciones emergentes que podrían afectar en mayor o menor grado la continuidad de las operaciones y del negocio en general, así como los procedimientos que deberían llevarse a cabo en caso de que los mismos ocurrieran.

Riesgo Financiero

El análisis financiero es efectuado a **CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL**, con base en los informes auditados de los años 2016, 2017, 2018 y 2019. Adicionalmente, se utilizó información de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, al 31 de marzo de 2019 y 31 de marzo de 2020, sin notas a los estados financieros.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, presentaron un comportamiento decreciente a partir del año 2017, pues luego de registrar USD 68,68 millones en ese año, pasaron a 68,52

millones en 2018 y 61,28 millones en 2019, debido a que el sector de la construcción y la economía en general del país afrontan una recesión.

Para marzo de 2020 los ingresos mantuvieron la tendencia a la baja (-30,11%) respecto a marzo de 2019, debido nuevamente a la contracción del sector de la construcción, así como la emergencia sanitaria dada por la pandemia del COVID 19 que freno la actividad comercial en el país.

La línea principal de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL es la de aluminio, pues a marzo de 2020 representó el 93,84% del total de ingresos, el 6,16% restante correspondió a la línea comercial.

El costo de ventas de la compañía pasó de 85,35% de los ingresos en 2016 a 87,82% en 2018 y 86,73% de los ingresos en diciembre de 2019. Para los periodos interanuales estos se redujeron de un 88,14% de los ingresos en marzo de 2019 a un 82,36% de los ingresos en marzo de 2020 en parte debido a la disminución de sus ventas y por otro lado debido al comportamiento del LME (London Metal Exchange), puesto que es la variable principal del costo de la materia prima de la empresa en Aluminio 6063 y Aluminio Primario, la misma que presentó una tendencia decreciente en 2019 y se mantiene a marzo de 2020, lo que permitió generar reducción en el costo de ventas.

Es preciso mencionar que durante 2019 llegó materia prima pospuesta del año 2018 con un LME (London Metal Exchange) de los meses de septiembre y octubre, afectando el costo de producción, además con el fin de mantener la competitividad estratégicamente se realizó una reducción de 2% al precio de venta desde el mes de enero de ese año. La compañía tiene un proceso de reciclaje y fundición del aluminio en su planta, lo cual le permite mantener un adecuado control sobre sus costos.

Los gastos operacionales significaron el 10,32% de los ingresos en 2018 y el 10,48% de los ingresos en diciembre de 2019 (11,81% en marzo de 2020), lo que evidencia un manejo estable de sus políticas.

Los costos y gastos de la empresa fueron cubiertos de manera adecuada por sus ingresos, lo que le permitió generar un margen operativo positivo para el periodo analizado, aunque su comportamiento fue decreciente hasta el año 2018, pasando de 2,67% de los ingresos en 2016 a 1,86% de los ingresos en 2018, no obstante, para 2019 este se recupera hasta significar 2,75% de los ingresos.

Para marzo de 2020 continuó la tendencia creciente, ubicándose en 5,82% de los ingresos, luego de haber registrado 1,75% de los ingresos en marzo de 2019.

GRÁFICO 10: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

A lo largo del periodo analizado, los gastos financieros de la empresa no superaron el 4,00% de los ingresos, únicamente en marzo de 2020 fueron más representativos al ubicarse en el 5,50%, los gastos financieros se derivan de las obligaciones que mantiene la empresa con la banca, con terceros y con el Mercado de Valores.

Luego de realizar la deducción de gastos financieros, otros ingresos / egresos, y el impuesto a la renta, la compañía generó resultados positivos al final de cada periodo (matizado por un resultado negativo en 2017),

aunque siempre inferior al 1,00% de los ingresos, es así que pasaron del 0,02% de los ingresos en 2016 al 0,16% de los ingresos en el año 2019.

Para marzo de 2020 el resultado neto se ubicó en el 0,06% de los ingresos, inferior al 0,34% registrado en marzo de 2019.

Finalmente, es importante mencionar que la empresa en los informes auditados de 2018 presentó otros resultados integrales derivados principalmente de revalorización de activos.

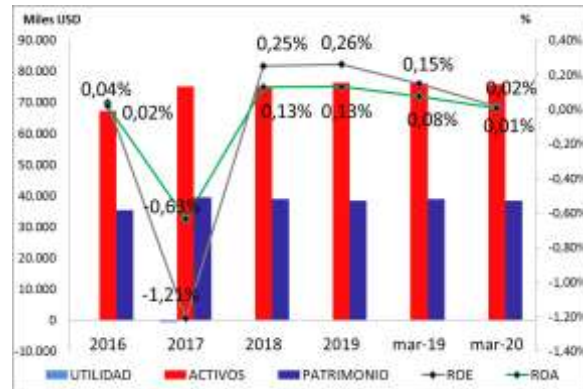
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

En cuanto a los indicadores de rentabilidad de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A., a lo largo del periodo analizado el ROE se ubicó por debajo de 0,30% y el ROA por debajo de 0,15%. En 2017, debido al resultado negativo que arrojó la actividad, no se registró rentabilidad alguna.

CUADRO 17, GRÁFICO 11: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2016	2017	2018	2019
ROA	0,02%	-0,63%	0,13%	0,13%
ROE	0,04%	-1,21%	0,25%	0,26%

Indicador	mar-19	mar-20
ROA	0,08%	0,01%
ROE	0,15%	0,02%



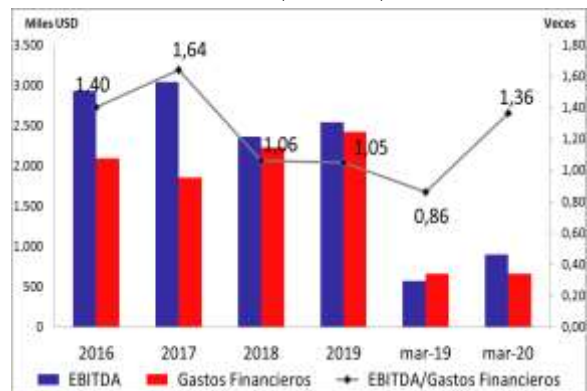
Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, presentó un comportamiento acorde con el desempeño del margen operacional, es así que decreció desde el 5,13% de los ingresos en 2016 hasta el 3,45% en 2018, para 2019 mejoró su posición ubicándose en 4,15% de los ingresos. Para marzo de 2020 significó el 7,49% de los ingresos, porcentaje superior al 3,34% registrado en marzo de 2019. Lo anterior denota una capacidad aceptable por parte de la compañía, para generar flujos propios y cumplir con normalidad con sus gastos financieros.

CUADRO 18, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Concepto	2016	2017	2018	2019
EBITDA	2.929	3.043	2.362	2.542
Gastos Financieros	2.090	1.855	2.226	2.422
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,40	1,64	1,06	1,05

Concepto	mar-19	mar-20
EBITDA	573	898
Gastos Financieros	665	659
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,86	1,36



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales presentaron un comportamiento variable año tras año. Pues luego de registrar USD 75,23 millones en 2017 pasó a USD 75,10 millones en 2018, USD 76,48 millones en diciembre de 2019 y USD 75,82 millones en marzo de 2020. Dichas fluctuaciones obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: inventarios, cuentas por cobrar comerciales y de propiedad, planta y equipo.

En lo que concierne a su estructura, se debe indicar que históricamente estuvieron conformados principalmente por activos corrientes, aunque su tendencia fue decreciente desde el 55,26% de los activos totales en 2016 hasta el 50,34% en 2019, no obstante, para marzo de 2020 crecieron levemente a 51,43% de los activos totales.

A diciembre de 2019, el principal rubro del activo corriente fue el inventario, con el 17,74% de los activos totales (17,98% en marzo de 2020), seguido por cuentas por cobrar comerciales con 11,64% en 2019 (11,91% en marzo de 2020) y anticipos a proveedores⁵⁰ con el 9,62% en 2019 (11,33% en marzo de 2020).

Los activos no corrientes a diciembre de 2019 representaron el 49,66% de los activos totales (48,57% a marzo de 2020) y estuvieron compuestos principalmente por propiedad, planta y equipo neto, con una representación del 27,38% de los activos totales en 2019 (27,42% en marzo de 2020), seguido por inversiones en acciones⁵¹ con el 14,13% de los activos totales (14,25% a marzo de 2020) y propiedades de inversión con el 3,64% (2,35% a marzo de 2020).

Adicionalmente, se debe indicar que dentro de la cuenta de propiedades de inversión se registra básicamente terrenos (Santo Domingo, Quito y Santa Elena) y edificios (Pichincha y Santo Domingo), determinando que una parte se encuentran garantizando operaciones bancarias de su relacionada Estructura de Aluminio S.A. ESTRUSA.

Pasivos

El financiamiento que otorgó el pasivo total a sus activos se mantuvo relativamente estable a lo largo de los periodos analizados, pasando de 47,39% en 2016 a 49,73% en 2019 y un 49,29% en marzo de 2020, lo que demuestra una política constante en el manejo de los recursos de terceros para financiar su operación.

Dentro de su estructura, el pasivo corriente prevaleció en el financiamiento de los activos (excepto en el año 2017), pues a diciembre de 2019 financió el 37,04% (36,54% a marzo de 2020), siendo su principal cuenta, la deuda con costo que fondeó el 30,19% de los activos (27,51% en marzo de 2020), seguido de lejos por proveedores con 4,81% en 2019 (3,77% en marzo de 2020).

El pasivo no corriente disminuyó su relevancia en el financiamiento de los activos desde el 27,24% en 2017 hasta el 12,69% en 2019 y un 12,75% en marzo de 2020. El principal rubro del pasivo no corriente fue la deuda con costo con el 9,34% de los activos en 2019 (8,70% en marzo de 2020).

La deuda con costo estuvo conformada por operaciones con instituciones financieras locales y emisiones en el Mercado de Valores. A marzo de 2020 las instituciones financieras incluyen los bancos Bolivariano, Guayaquil, Internacional, Pacífico, Produbanco, Austro, CFN. Es preciso adicionar que la deuda financiera se concentró en el corto plazo con el 27,51% de los activos, mientras que el 8,70% restante correspondieron al corto plazo.

Patrimonio

El patrimonio, al igual que los pasivos registraron una cuota estable sobre el financiamiento de los activos, manteniéndose dentro de un rango del 50%, es así que pasaron de fondear un 51,86% en 2018 a 50,27% en 2019 y un 50,71% en marzo de 2020, siendo sus principales rubros, las reservas, mismas que financiaron el 16,32% de

⁵⁰ En Anticipo a proveedores se registran los montos de las transacciones con CEDAL Durán S.A., su empresa relacionada que provee únicamente al Emisor y fue creada con el objetivo de disminuir los costos de producción.

⁵¹ Se contabilizan inversiones en subsidiarias y asociadas, tal es el caso de CEDAL Durán S.A., C.I. VITRAL LTDA. - VITRACOL LTDA., TRANSALUMINIO S.A., estas inversiones se encuentran registradas al costo y mantienen un valor nominal de USD 1,00 cada una.

los activos para este último periodo (16,82% en diciembre de 2019), seguido por las reservas por valuación con el 16,41% (16,27% a diciembre de 2019) y por su capital social que lo hizo en un 15,42% (15,29% en diciembre de 2019), el cual se mantuvo sin variaciones durante el periodo analizado con un rubro de USD 11,69 millones.

Flexibilidad Financiera

Durante los periodos analizados, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, lo que evidencia que la compañía cuenta con recursos suficientes para cancelar sus pasivos de corto plazo. Los indicadores de liquidez inmediata, inferiores a los de razón circulante, muestran la relevancia que tienen los inventarios dentro de los activos de la compañía.

Por lo mencionado anteriormente, el capital de trabajo registró valores positivos, es así que a diciembre de 2019 arrojó una importante suma de USD 10,17 millones (13,30% de los activos), mientras que a marzo de 2020 alcanzó un monto de USD 11,29 millones (14,89% de los activos).

CUADRO 19, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Concepto	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente	37.197	40.809	39.651	38.494
Pasivo Corriente	16.869	15.241	22.785	28.327
Razón Circulante (veces)	2,21	2,68	1,74	1,36
Liquidez Inmediata (veces)	1,42	1,44	0,87	0,62

Concepto	mar-19	mar-20
Activo Corriente	39.756	38.998
Pasivo Corriente	22.941	27.707
Razón Circulante (veces)	1,73	1,41
Liquidez Inmediata (veces)	0,92	0,61



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, a diciembre de 2019 presentó un periodo de cobro de 49 días aproximadamente, indicativo del tiempo que le toma a la empresa hacer efectivos los cobros a sus clientes.

Por otro lado, al referirnos al indicador “Plazo de Proveedores”, se pudo evidenciar que a diciembre de 2019 la compañía pagó a sus proveedores en un plazo de 25 días aproximadamente. Lo anterior indica que el plazo de proveedores no fue suficiente para financiar el crédito a clientes, por lo que a diciembre de 2019 hubo un descalce de 24 días.

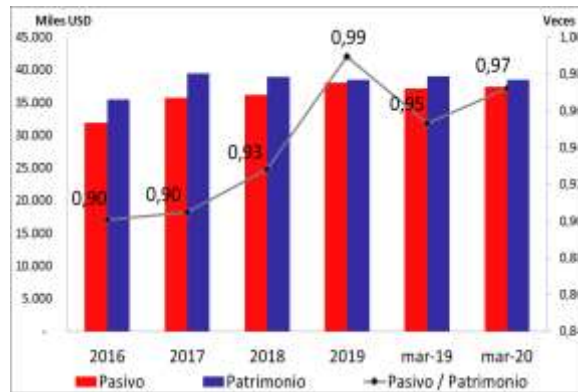
En cuanto a la Duración de Existencias, a diciembre de 2019 la compañía mantuvo sus inventarios por un plazo de 93 días aproximadamente. En virtud de la adquisición de materia prima vía importación, la compañía aplica estrategias de abastecimiento para continuar con el proceso productivo de extrusión y acabados.

Si al descalce entre plazo de proveedores y crédito a clientes se le agrega la duración de existencias, en diciembre de 2019 el descalce crece a 117 días, periodo para el que la compañía tuvo que acudir a otras fuentes de financiamiento.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL ha mantenido durante el periodo analizado, un indicador de apalancamiento menor a la unidad (0,97 veces en marzo de 2020 y 0,99 veces en diciembre 2019), denotando que la empresa por el momento prioriza el apalancamiento de recursos propios para su operación.

GRÁFICO 14: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

La relación entre el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), al 31 de diciembre de 2019 registró un indicador de 14,96 años (13,04 años a marzo de 2020), demostrando que CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL podría cancelar el total de sus obligaciones en ese lapso, con el nivel de flujo o EBITDA (anualizado) generado.

Por su parte, el indicador que relaciona la Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa al 31 de diciembre de 2019 podría cancelar sus compromisos financieros en 11,89 años (9,58 años a marzo de 2020).

Contingentes

Según lo reportado por la administración, al 31 de marzo de 2020 la compañía actúa como codeudor en dos operaciones de crédito de dos de sus relacionadas, estos compromisos representan en conjunto aproximadamente el 12% del total de activos de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵²

Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Xavier Espinosa
Analista

⁵² <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

BALANCE GENERAL	2016	2017	2018	mar-19	2019	mar-20
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.868	2.857	2.986	3.582	3.445	3.028
Cuentas por cobrar comerciales	8.471	7.346	7.982	7.859	8.900	9.032
Provisión cuentas incobrables	(502)	(459)	(1.161)	(876)	(665)	(459)
Inventarios	12.114	17.194	14.278	13.694	13.564	13.635
Compañías relacionadas	10.601	8.870	5.385	6.333	1.494	1.361
Otros Activos Corrientes	3.646	5.001	10.180	9.165	11.757	12.402
ACTIVO CORRIENTE	37.197	40.809	39.651	39.756	38.494	38.998
Propiedad, planta y equipo-neto	19.743	22.584	21.310	21.111	20.940	20.794
Otros Activos No Corrientes	10.371	11.837	14.140	15.311	17.041	16.032
ACTIVO NO CORRIENTE	30.114	34.420	35.450	36.422	37.981	36.826
TOTAL ACTIVOS	67.312	75.229	75.100	76.178	76.475	75.824
PASIVOS						
Obligaciones financieras	10.544	8.682	16.049	17.127	22.242	20.446
Emisiones Mercado de Valores	1.354	853	848	412	843	411
Proveedores	2.349	4.336	4.469	3.804	3.678	2.860
Otros Pasivos Corrientes	2.622	1.370	1.419	1.598	1.564	3.989
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	16.869	15.241	22.785	22.941	28.327	27.707
Obligaciones financieras	8.102	13.894	7.961	8.864	5.079	4.539
Emisión de Obligaciones largo plazo	4.530	3.707	2.884	2.884	2.061	2.061
Otros pasivos no corrientes	2.398	2.890	2.522	2.483	2.565	3.068
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	15.031	20.492	13.367	14.231	9.705	9.667
Deuda Financiera	24.530	27.137	27.742	29.286	30.225	27.457
Deuda Financiera C/P	11.898	9.535	16.897	17.539	23.085	20.858
Deuda Financiera L/P	12.633	17.601	10.845	11.748	7.140	6.600
TOTAL PASIVOS	31.899	35.733	36.151	37.172	38.032	37.374
PATRIMONIO						
Capital social	11.692	11.692	11.692	11.692	11.692	11.692
Reservas	16.528	16.529	16.529	16.183	12.900	12.372
Reserva por revaluación	7.946	12.441	12.441	12.441	12.441	12.441
Resultados Provenientes de la adopción de NIIF	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)
Resultados acumulados	661	740	-382	62	2.738	3.367
Resultado del ejercicio	14	(477)	98	57	101	6
TOTAL PATRIMONIO	35.412	39.496	38.949	39.006	38.443	38.449

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADOS DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS						
Ventas	57.131	68.684	68.515	17.146	61.278	11.983
Costo de ventas	48.764	60.184	60.168	15.113	53.146	9.870
MARGEN BRUTO	8.368	8.500	8.347	2.034	8.132	2.113
TOTAL GASTOS	6.845	6.855	7.071	1.734	6.422	1.416
UTILIDAD OPERACIONAL	1.523	1.645	1.276	300	1.710	698
Gastos financieros	2.090	1.855	2.226	665	2.422	659
Otros ingresos / (egresos)	1.194	404	1.594	456	920	(28)
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	626	193	644	90	208	11
Impuesto a la Renta	613	670	545	33	107	4
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	14	(477)	98	58	101	7

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Indicador	2016	2017	2018	mar-19	2019	mar-20
Gastos Operacionales / Ingresos	11,98%	9,98%	10,32%	10,11%	10,48%	11,81%
Utilidad Operacional / Ingresos	2,67%	2,39%	1,86%	1,75%	2,79%	5,82%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,02%	-0,69%	0,14%	0,34%	0,16%	0,06%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	11011,02%	-344,88%	1299,51%	520,66%	1699,61%	10249,12%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	6481,86%	-304,44%	644,06%	363,80%	1492,81%	10089,06%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	15111,98%	-389,06%	2267,20%	1156,30%	2406,67%	9674,18%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,04%	-1,21%	0,25%	0,15%	0,26%	0,02%
Rentabilidad sobre Activos	0,02%	-0,63%	0,13%	0,08%	0,13%	0,01%
Liquidez						
Razón Circulante	2,21	2,68	1,74	1,73	1,36	1,41
Liquidez inmediata	1,42	1,44	0,87	0,92	0,62	0,61
Capital de Trabajo	20.329	25.567	16.866	16.815	10.167	11.291
Capital de Trabajo / Activos Totales	30,20%	33,99%	22,46%	22,07%	13,30%	14,89%
Cobertura						
EBITDA	2.929	3.043	2.362	573	2.542	898
EBITDA (anualizado)	2.929	3.043	2.362	2.110	2.542	2.867
Ingresos	57.131	68.684	68.515	17.146	61.278	11.983
Gastos Financieros	2.090	1.855	2.226	665	2.422	659
EBITDA / Ingresos	5,13%	4,43%	3,45%	3,34%	4,15%	7,49%
EBITDA/Gastos Financieros	1,40	1,64	1,06	0,86	1,05	1,36
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,06	0,06	0,05	0,01	0,06	0,03
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	1,92	2,84	1,14	28,52	2,43	38,67
Gastos de Capital / Depreciación	1,22	0,80	2,01	0,29	1,36	0,41
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,90	0,90	0,93	0,95	0,99	0,97
Activo Total / Capital Social	5,76	6,43	6,42	6,52	6,54	6,48
Pasivo Total / Capital Social	2,73	3,06	3,09	3,18	3,25	3,20
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	8,37	8,92	11,74	13,88	11,89	9,58
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	10,89	11,74	15,30	17,61	14,96	13,04
Deuda Financiera / Pasivo	76,90%	75,94%	76,74%	78,79%	79,47%	73,47%
Deuda Financiera / Patrimonio	69,27%	68,71%	71,23%	75,08%	78,62%	71,41%
Pasivo Total / Activo Total	47,39%	47,50%	48,14%	48,80%	49,73%	49,29%
Capital Social / Activo Total	17,37%	15,54%	15,57%	15,35%	15,29%	15,42%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	52,61%	52,50%	51,86%	51,20%	50,27%	50,71%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	51	37	36	37	49	65
Duración de Existencias (días)	91	104	87	82	93	126
Plazo de Proveedores	18	26	27	23	25	26

Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating