

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
EMISIÓN DE OBLIGACIONES – CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 138/2020, del 27 de noviembre de 2020

Financiera cortada al 30 de septiembre de 2020

Analista: Econ. Roberto Jordán

roberto.jordan@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. 138/2020 del 27 de noviembre 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 fluentes líquidas.

- 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 septiembre de 2020 los ingresos mantuvieron la tendencia a la baja (-38,89%) respecto a septiembre de 2019, debido nuevamente a la contracción del sector de la construcción, que sumado a la emergencia sanitaria (COVID-19) freno la actividad comercial del país y por ende la demanda de los productos de la compañía.
- 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 septiembre de 2020 continuó la tendencia creciente, ubicándose en 4,12% de los ingresos, luego de haber registrado 2,44% de los ingresos en septiembre 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. Por otro lado, al 30 de septiembre de 2020, la empresa registró una pérdida al final del periodo que representó -2,09% de los ingresos, debido a la crisis sanitaria (COVID-19), la cual generó una paralización en la cadena de suministros de la compañía, desencadenando una disminución en la demanda de sus productos.
- 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 septiembre de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 6,03% de los ingresos, porcentaje superior al 4,18% registrado en septiembre de 2019; sin embargo, la compañía a septiembre de 2020 no logró generar los recursos necesarios para cubrir adecuadamente sus gastos financieros.
- A partir del año 2017 los activos totales se ubicaron dentro del rango de los USD 70,00 millones, es así que pasaron de USD 75,23 millones en ese año a USD 76,48 millones en diciembre de 2019 y USD 75,11 millones en septiembre de 2020, en donde sus cuentas más representativas fueron los inventarios, propiedad planta y equipo, inversiones en acciones, entre otras.
- 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 50,26% en septiembre 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 49,74% en septiembre de 2020, siendo sus principales rubros, las reservas, mismas que financiaron el 20,00% de los activos para este último periodo (16,87% en diciembre de 2019), seguido por las reservas por valuación con el 16,56% (16,27% a diciembre de 2019) y por su capital social que lo hizo en un 15,57% (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 2016-2019, un indicador de apalancamiento menor a la unidad (0,99 veces en diciembre 2019), denotando que la empresa

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.

por el momento prioriza el apalancamiento de recursos propios para su operación; sin embargo, para septiembre de 2020 el indicador se situó en 1,01 veces, demostrando que para este periodo la empresa financió sus actividades en mayor proporción con recursos de terceros.

- 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 30 de septiembre de 2020, la cartera por vencer representó el 83,54% de la cartera total, que sumada al 10,97% de la cartera vencida de 1 a 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, sumó el 94,51%. Por su parte, el mayor nivel de cartera vencida se concentró en el rango de 31 a 60 días, representando el 3,54% de la cartera total.
- 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 30 de septiembre de 2020, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 2,06 millones, luego de haber cancelado oportunamente 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 30 de septiembre 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 30 de septiembre de 2020 el emisor cumplió con todos los resguardos voluntarios mencionados anteriormente.
- Al 30 de septiembre de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 50,60 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 40,48 millones, presentando este último una cobertura de 19,64 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 10 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 10 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 previsibles 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 previsibles 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 30 de septiembre de 2019 y 30 de septiembre 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 previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

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.				

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

	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)				
Fecha	Pago K	Pago I	K+I	Saldo
				5.000.000
21-may-13	-	90.625	90.625	5.000.000
21-ago-13	625.000	90.625	715.625	4.375.000
21-nov-13	-	79.297	79.297	4.375.000
21-feb-14	625.000	79.297	704.297	3.750.000
21-may-14	-	67.969	67.969	3.750.000
21-ago-14	625.000	67.969	692.969	3.125.000
21-nov-14	-	56.641	56.641	3.125.000
21-feb-15	625.000	56.641	681.641	2.500.000
21-may-15	-	45.313	45.313	2.500.000
21-ago-15	625.000	45.313	670.313	1.875.000
21-nov-15	-	33.984	33.984	1.875.000
21-feb-16	625.000	33.984	658.984	1.250.000
21-may-16	-	22.656	22.656	1.250.000
21-ago-16	625.000	22.656	647.656	625.000
21-nov-16	-	11.328	11.328	625.000
21-feb-17	625.000	11.328	636.328	-
Total	5.000.000	815.625	5.815.625	

Series A8 y A9 (USD)				
Fecha	Pago K	Pago I	K+I	Saldo
				7.000.000
21-may-13	-	42.168	42.168	7.000.000
21-ago-13	-	122.188	122.188	7.000.000
21-nov-13	-	135.888	135.888	7.000.000
21-feb-14	-	135.888	135.888	7.000.000
21-may-14	-	135.888	135.888	7.000.000
21-ago-14	-	140.963	140.963	7.000.000
21-nov-14	-	141.225	141.225	7.000.000
21-feb-15	411.600	140.613	552.213	6.588.400
21-may-15	-	134.403	134.403	6.588.400
21-ago-15	411.600	135.968	547.568	6.176.800
21-nov-15	-	127.783	127.783	6.176.800
21-feb-16	411.600	124.385	535.985	5.765.200
21-may-16	-	121.285	121.285	5.765.200
21-ago-16	411.600	118.691	530.291	5.353.600
21-nov-16	-	113.162	113.162	5.353.600
21-feb-17	411.600	110.485	522.085	4.942.000
21-may-17	-	99.272	99.272	4.942.000

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-ago-17	411.600	97.728	509.328	4.530.400
21-nov-17	-	90.381	90.381	4.530.400
21-feb-18	411.600	90.098	501.698	4.118.800
21-may-18	-	82.685	82.685	4.118.800
21-ago-18	411.600	82.325	493.925	3.707.200
21-nov-18	-	75.303	75.303	3.707.200
21-feb-19	411.600	75.627	487.227	3.295.600
21-may-19	-	68.796	68.796	3.295.600
21-ago-19	411.600	68.425	480.025	2.884.000
21-nov-19	-	60.997	60.997	2.884.000
21-feb-20	411.600	61.465	473.065	2.472.400
21-may-20	-	53.311	53.311	2.472.400
21-ago-20	411.600	52.446	464.046	2.060.800
21-nov-20	-	28.336	28.336	2.060.800
21-feb-21	411.600	28.336	439.936	1.649.200
21-may-21	-	22.677	22.677	1.649.200
21-ago-21	411.600	22.677	434.277	1.237.600
21-nov-21	-	17.017	17.017	1.237.600
21-feb-22	411.600	17.017	428.617	826.000
21-may-22	-	11.358	11.358	826.000
21-ago-22	411.600	11.358	422.958	414.400
21-nov-20	-	5.698	5.698	414.400
21-feb-23	414.400	5.698	420.098	-
Total	7.000.000	3.210.009	10.210.009	

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

Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de septiembre 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 30 de septiembre de 2020, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas ascendió a USD 2,06 millones, luego de haber cancelado oportunamente 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,

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).

- ❖ Al 30 de septiembre 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 (Septiembre 2020)

RESGUARDO	CONDICIÓN	Al 30 de septiembre de 2020	CUMPLE
Suma de Cuentas por Cobrar más Inventarios, sin enajenar ni gravar.	>= Saldo de la emisión	Saldo Emisión: USD 2,06 millones Cuentas por Cobrar + Inventarios, sin gravar: USD 17,19 millones	Sí
Relación Activos libres de gravamen / Saldo de la emisión	>= 1,25	24,55	Sí
Pasivos / Patrimonio	<= 2,00	1,01	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 30 de septiembre de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, estuvo conformado por un total de activos de USD 75,11 millones, de los cuales USD 50,60 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 5: DETALLE DE LOS ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (Septiembre 2020, Miles USD)

Activo	Libres	Participación
Disponibles	4.750	9,39%
Exigible	16.488	32,59%
Realizable	697	1,38%
Propiedad planta y equipo y propiedades de inversión	11.634	22,99%
Otros activos	17.027	33,65%
Total	50.595	100,00%

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

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

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 30 de septiembre 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 30 de septiembre de 2020, presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 50,60 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 40,48 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 19,64 veces sobre el saldo de capital de la emisión.

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

Descripción	sep-20
Total Activos	75.111.753
(-) Activos Gravados	24.515.992
Activos Libres de Gravámenes	50.595.761
80.00% Activos Libres de Gravámenes	40.476.609
(-) Activos Diferidos	864.697
(-) Activos en Litigio, impugnaciones tributarias	393.735
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	10.000.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones	0
(-) Derechos Fiduciarios	0
Monto Máximo de Emisión	29.218.176
Saldo de Capital Emisión de Obligaciones	2.060.800
Total Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	24,55
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	19,64
Monto Máximo de Emisión / Saldo de la Emisión (veces)	14,18

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de septiembre 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 1,50³ veces sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Proyecciones del Emisor

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas netas	41.787	43.875	49.877	51.536	53.591	55.701
Costo de ventas	35.772	38.134	43.146	44.699	46.493	48.333
Utilidad bruta	6.015	5.741	6.730	6.837	7.098	7.368
Gastos operacionales	4.039	3.635	4.150	4.290	4.463	4.640
Depreciaciones y amortizaciones	171	153	152	155	159	164
Utilidad operativa	1.806	1.953	2.428	2.392	2.476	2.563
Gastos financieros	1.770	1.680	1.762	1.638	1.743	1.870
Utilidad antes de impuestos	36	272	666	753	733	693
15% Trabajadores	5	41	100	113	110	104

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

Impuesto a la renta	8	58	142	160	156	147
Utilidad neta	23	174	425	480	468	442

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

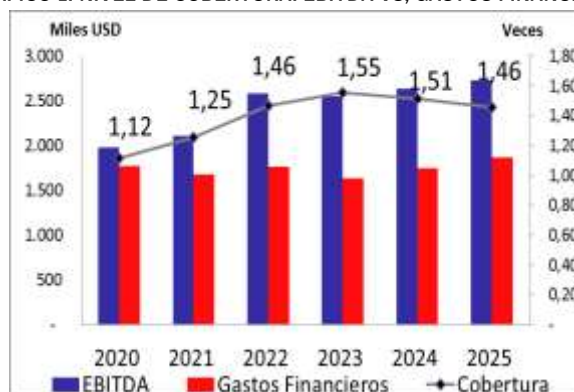
En base al escenario de mayor probabilidad de ocurrencia, la estructuración financiera prevé para el primer año de la proyección un descenso del 31,81% en las ventas respecto a 2019. Para los siguientes años se consideró incrementos progresivos (+5,00% para 2021 y +13,68% para 2022 y a partir de 2023 los incrementos se darían entre el 3% y el 4%.

Por su parte, el costo de ventas representaría el 85,61% de los ingresos en 2020 y el 86,77% en 2025, mientras que los gastos operacionales, a partir del año 2021 significarían aproximadamente el 8,63% de los ingresos.

Con lo anterior, el margen neto generado por la actividad de la empresa, crecería del 0,05% de los ingresos en 2020 al 0,93% en 2023, para luego descender hasta el 0,79% en 2025.

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 1,12 veces en el año 2020 a 1,46 veces en el año 2025, denotándose que el Emisor gozaría en los años proyectados de una capacidad de pago aceptable sobre los gastos ya señalados, en vista de que sus fondos propios superan a los gastos financieros proyectados.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el indicador de EBITDA/Deuda Total, para los periodos proyectados demostró una cobertura de 0,14 veces a diciembre de 2020, y para 2025, una cobertura de 3,48 veces. Además, el indicador de EBITDA/Gastos de Capital, significó 17,44 veces en 2020 y 6,82 veces en 2025, lo que demostró disponibilidad de flujo operativo para la realización de inversiones requeridas por la compañía.

Por otro lado, los gastos de capital dentro de las proyecciones realizadas por el estructurador financiero superan ampliamente el gasto de depreciación, evidenciando que la compañía busca capitalizarse a través de la inversión en activos fijos que permitan el desarrollo óptimo de sus operaciones.

El flujo de efectivo proyectado por otra parte, presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arroja flujos de operación positivos, con excepción del año 2022; luego, en los gastos de capital, se contemplan inversiones que planifica la compañía a partir del año 2022; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan actuales y nuevas obligaciones con instituciones del sistema financiero y emisiones vigentes en el Mercado de Valores, así como la nueva emisión, con su correspondiente pago; y otros gastos.

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

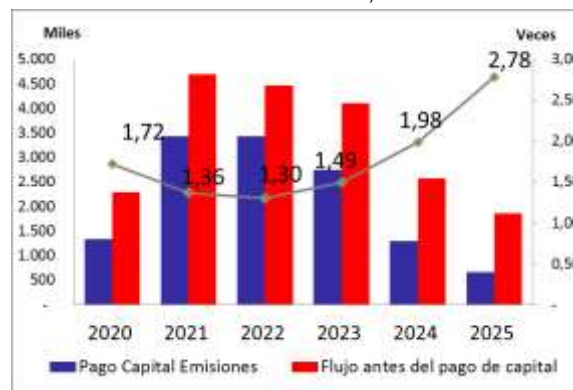
La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 8: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Utilidad neta	23	174	425	480	468	442
Cargos no monetarios	686	774	660	651	669	690
Capital de trabajo	3.253	5.061	(1.178)	449	(907)	(931)
Flujo de efectivo de Operación	3.962	6.008	(93)	1.580	230	201
Activo fijo	156	-	(400)	(400)	(400)	(400)
Activo Intangible	(276)	-	-	-	-	-
Propiedad de inversión	6	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo de Inversión	(113)	-	(400)	(400)	(400)	(400)
Obligaciones bancarias	(13.129)	(2.282)	3.704	2.000	1.500	900
Amortización EO vigentes	(843)	(823)	(823)	(414)	-	-
Emisión Obligaciones 2020	10.000	-	-	-	-	-
Amortización Emisión Obligaciones 2020	(486)	(2.611)	(2.611)	(2.333)	(1.292)	(667)
Reparto de dividendos	-	-	-	(106)	(120)	(117)
Flujo de efectivo de Financiamiento	(4.458)	(5.717)	270	(854)	88	116
FLUJO DE EFECTIVO NETO	(609)	292	(224)	326	(82)	(82)
Saldo Inicial	1.569	959	1.251	1.027	1.353	1.272
SALDOS AL FIN DEL AÑO	959	1.251	1.027	1.353	1.272	1.190

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁴ VS, PAGOS DE CAPITAL EMISIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 1,07 veces a 2020, mientras que para diciembre de 2025, generaría una cobertura de 2,52 veces. Además, el indicador que relaciona la Utilidad Neta / Ventas significó el 0,05% a diciembre de 2020, mientras que para 2025 la utilidad neta significaría el 0,79% de las ventas.

Finalmente, la Calificadora realizó un análisis de sensibilidad de los flujos proyectados sobre el escenario de mayor probabilidad de ocurrencia, el cual afecta directamente al nivel del costo de ventas de la compañía; es así que se consideró porcentajes del costo de ventas respecto de los ingresos, superiores a los establecidos en la estructuración financiera; de tal manera que para 2020 se consideró el 85,50%, para 2021 el 87,50%, en 2022 el 87,60% y en 2023 el 86,80%; para en 2024 y 2025 se conservó los porcentajes establecidos en la estructura financiera (86,75% y 86,77% respectivamente). La afectación mencionada, a lo largo del periodo proyectado, generaría una disminución de la utilidad neta en un 43,99% y una disminución del flujo de efectivo proyectado del 36,08%; sin embargo, la empresa seguiría generando utilidades y un saldo de efectivo positivo en todos los cortes trimestrales de la proyección. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

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.

Comparativo de Resultados Reales vs. lo Proyectado

El análisis comparativo se lo realizó con las cifras reales a septiembre de 2020 versus lo proyectado al mismo periodo; se puede evidenciar que las ventas reales a septiembre de 2020, alcanzaron un cumplimiento de 92,40% sobre lo estimado para septiembre 2020; por otro lado, los costos de ventas tuvieron un cumplimiento del 89,24%, lo que provocó que su utilidad bruta obtuviera un cumplimiento superior a lo estimado.

Por su parte los gastos operativos, registraron un cumplimiento del 121,13%, lo que generó una utilidad operacional inferior a lo proyectado, con un cumplimiento del 88,13%. En referencia a los gastos financieros, la compañía registró un sobre cumplimiento del 143,61%, con lo cual la compañía arrojó una pérdida antes de intereses e impuestos tanto para el periodo proyectado como para el real.

CUADRO 9: ESTADO PROYECTADO (PESIMISTA) VS. REAL (USD)

Rubro	Proyectado sept 2020	Real sept 2020	Variación
Ventas	31.087	28.725	92,40%
Costo de Ventas	26.612	23.748	89,24%
Utilidad Bruta	4.475	4.977	111,22%
Gastos de administración y de ventas	3.131	3.793	121,13%
Utilidad Operacional	1.343	1.184	88,13%
Gastos Financieros	1.347	1.935	143,61%
Otros ingresos / (egresos)	-	151	-
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	(4)	(600)	14898,10%

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

Por otro lado, se debe indicar que el flujo operativo y de financiamiento real a septiembre de 2020 presentaron valores inferiores a los proyectados en un inicio, mientras que su actividad de inversión superó lo estimado, lo mencionado anteriormente dio como resultado un flujo final positivo con un cumplimiento mayor al 500%.

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 10, 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) calcula que Ecuador tendrá una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de 10,9 % en el 2020 (en 2021 crecería en 6,3%). Se trata de la segunda peor caída de la economía en la región latinoamericana, superada solamente por la contracción de la economía peruana que caería en 13,9 % (en 2021 crecería en 6,5%). La cifra para Ecuador es mucho más desalentadora que la que había anunciado el Banco Mundial y que era del -7,4 %. Las proyecciones de base se fundamentan en presunciones críticas sobre las secuelas de la pandemia. Según el FMI, se necesita con urgencia liquidez de respaldo para los países que enfrentan crisis sanitarias y déficits de financiamiento externo; por ejemplo, mediante alivio de la deuda y

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

financiamiento a través de la red mundial de seguridad financiera. El BCE espera que para el año 2020, la economía ecuatoriana presente un decrecimiento entre el -7,3% y un -9,6%⁵.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un decrecimiento del 4,3% en 2020 y un crecimiento de 3,1% en 2021. La Unión Europea, mantendría un comportamiento a la baja (-8,3% en 2020 y +5,2% en 2021), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues decrecerían apenas en 1,7% en 2020 y crecerían en 8,0% en 2021. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera que en 2020 el decrecimiento sea del 8,1% y +3,6% en 2021⁶.

El FMI indica que, en un entorno de gran incertidumbre, se observa una desconexión entre los mercados financieros y la evolución de la economía real, una vulnerabilidad que podría poner en peligro la recuperación si el apetito por el riesgo de los inversionistas se desvanece. Otras vulnerabilidades del sistema financiero podrían materializarse debido a la pandemia de COVID-19. Los elevados niveles de deuda podrían tornarse inmanejables para algunos prestatarios, y las pérdidas provocadas por las insolvencias podrían poner a prueba la resiliencia de los bancos en algunos países.

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe en parte 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.⁷

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

CUADRO 10: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB previsión (millones USD 2007) año 2019	107.436	Variación anual PIB (t/t-4) II Trimestre 2020	-12,4%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (septiembre 2020)	59,89%	Inflación mensual (septiembre 2020)	-0,16%
Balanza Comercial Total (millones USD) septiembre 2020	2.366,7 (Superávit)	Inflación anual (septiembre 2020)	-0,90%
Reservas Internacionales (millones USD septiembre 2020)	3.443	Inflación acumulada (septiembre 2020)	-0,71%
Riesgo país (12 nov 2020) ⁸	1.000 puntos	Remesas (millones USD) IT 2020	721,17
Precio Barril Petróleo WTI (USD 30 septiembre de 2020)	40,22	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2020)	4,95%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Dadas las duras condiciones económicas que está atravesando el país, en el segundo trimestre de 2020 el PIB mostró una tasa de variación negativa de 12,4%, en relación al segundo trimestre de 2019 (t/t-4) y una tasa de -10,0% respecto al trimestre anterior (t/t-1). Esto implica que este año sería el peor de la historia ecuatoriana desde que se registran datos, incluso en la gran depresión, cuando el punto más bajo fue en 1933 (-4,2%) o la crisis bancaria de 1999, que llegó a -4,77%. Esto implica un deterioro en prácticamente todas las industrias, siendo la más afectada la de alojamiento y comidas, con -33,9%, junto con la reducción de la oferta y demanda agregada⁹.

El **Riesgo País** registró a 1.000 puntos al 12 de noviembre de 2020. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁰.

Para septiembre de 2020, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 12.291,6 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2019 (llegó a USD 16.295,7 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1366-el-covid-19-pasa-factura-a-la-economia-ecuatoriana-decrecera-entre-73-y-96-en-2020>

⁶ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

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

⁸ <https://sintesis.bce.fin.ec/BOE/OpenDocument/2011010922/OpenDocument/opendoc/openDocument.faces?logonSuccessful=true&shareId=0>

⁹ <https://www.revistagestion.ec/economia-y-finanzas-analisis/de-gris-oscuro-pinta-el-panorama-para-la-economia-nacional>

¹⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

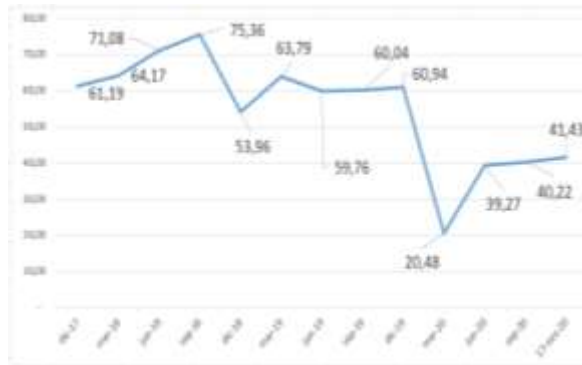
¹⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-reestructuracion-deuda-bonos.html>

Por su parte, las **exportaciones totales** para septiembre de 2020 alcanzaron USD 14.658,2 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2019 (USD 16.689,3 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta septiembre de 2020 arrojaron una suma de USD 10.908,4 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 3.749,8 millones.

Hasta septiembre de 2020, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 2.366,7 millones, USD 1.973,10 millones más que el resultado comercial obtenido en su similar de 2019. La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.808,4 millones; mientras que la Balanza Comercial No Petrolera registró USD 558,3 millones¹¹.

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 30 de septiembre de 2020 ascendió a USD 40,22. La proforma presupuestaria 2020, estimaba un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo¹².

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.¹³

El total de **recaudación tributaria bruta** a octubre de 2020 sumó USD 10.328,13 millones, siendo un 15,03% inferior a lo registrado en el año anterior (USD 12.154,53 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a octubre de 2020 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.448,64 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.827,97 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 799,05 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 594,58 millones¹⁴.

La **inflación mensual** a septiembre de 2020 registró una variación negativa de 0,16%, mientras que la variación **anual** fue de -0,90% y la **acumulada** fue de -0,71%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones negativas (Recreación y Cultura, prendas de vestir y calzado, y educación)¹⁵.

En referencia al **salario nominal promedio**, para octubre 2020, se fijó en USD 466,63¹⁶; 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 447,51 a octubre de 2020¹⁷. En cuanto

¹¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

¹³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹⁴ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

¹⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹⁷ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

al costo de la canasta básica familiar a octubre de 2020, ésta se ubicó en USD 710,74¹⁸, 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 105,06% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8 % en diciembre de 2019 a 6,6 % a septiembre de 2020. La tasa de **empleo adecuado**¹⁹ pasó de 38,8% en diciembre de 2019 a 32,1% a septiembre 2020, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 23,4% en ese mismo orden.²⁰

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**²¹, 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 cápita²².

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 6,07% para noviembre de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 8,83%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,76%²³. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a septiembre de 2020 alcanzó la suma de USD 60.493,0 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 27.283,2 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 17.850,4 millones²⁴.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, Durante el tercer trimestre de 2020, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos productivos y más restrictivos para los créditos de Vivienda y Microcréditos. Para el segmento de Consumo el saldo fue nulo. Las cooperativas de ahorro y crédito entre julio y septiembre de 2020, fueron más restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, mientras que para créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo²⁵.

El ministro de Economía y Finanzas explicó que más del 70% de la cartera de microcrédito fue diferida durante la emergencia sanitaria (COVID-19). El sistema financiero privado registra 1'977.246 operaciones de crédito reprogramadas por alrededor de USD 10.800 millones durante la emergencia sanitaria. Además, indicó que las cooperativas de ahorro y crédito difirieron 840.584 operaciones por USD 6.581 millones. En el sector financiero público se concretaron 117.392 operaciones de diferimientos extraordinarios por USD 516,3 millones, lo que significó un impulso a la reactivación económica²⁶

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2020 totalizó USD 721,17 millones, cifra inferior en 2,04% con respecto al primer trimestre de 2019 (USD 736,21 millones). El decremento se atribuye a la emergencia sanitaria generada por el covid-19 en Estados Unidos, España e Italia²⁷.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2020 fueron de USD 90,84 millones; monto inferior en 67,63% al registrado en su similar periodo en el 2019, en donde alcanzó USD 280,60 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, Explotación de minas y canteras, Industria manufacturera, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Inglaterra, Alemania, China, entre otros²⁸.

¹⁸ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Octubre-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_oct_2020.pdf

¹⁹ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

²⁰ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-septiembre-2020/>

²¹ 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

²² https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEmensual.jsp>

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-III-2020.pdf>

²⁶ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/creditos-covid19>

²⁷ <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-remesas-banco-central-emergencia.html>

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

Para septiembre de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 40.430,49 millones, cifra similar a la reportada en agosto de 2020, cuando fue de USD 40.502,01 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** a septiembre de 2020 fue de USD 17.373,69 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de septiembre de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 59,89% del PIB²⁹ superando significativamente el límite del 40% del PIB.³⁰

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 Fiscal³¹.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido 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 y USD 3.443,0 millones en septiembre de 2020. 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** a octubre de 2020³² de Standard & Poor's para Ecuador se situó en SD “a falta de pocas perspectivas de recuperación”. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (negativo) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. El acceso al mercado internacional de capitales permanecerá restringido debido a que el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en RD, calificación que significa “a falta de pocas perspectivas de recuperación”. Lo mencionado anteriormente, indica un deterioro en la percepción del mercado 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. Por otro lado, el segmento de línea comercial, se dedica a la comercialización de productos complementarios al aluminio, como son: vidrio, plano flotado, láminas de aluminio, paneles de aluminio compuesto, elementos de control climático, puertas automáticas y accesorios de vidrio templado.

²⁹ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentacion-Boletn-Boletn-de-Deuda-Publica-agosto-21.10.2019.pdf>

³⁰ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Boletn-de-Deuda-Publica-diciembre-2019.pdf>

³¹ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentacion-Boletn-Boletn-de-Deuda-Publica-junio-2019-19.07.2019.pdf>

³² <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL cuenta con una amplia red de distribución compuesta por 63 puntos de venta, de los cuales 7 son sucursales y 52 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 septiembre 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, cabe destacar, que el 99,98% de la participación accionaria se encuentra concentrada en la CORPORACIÓN EMPRESARIAL S.A. CORPESA.

CUADRO 11: 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%

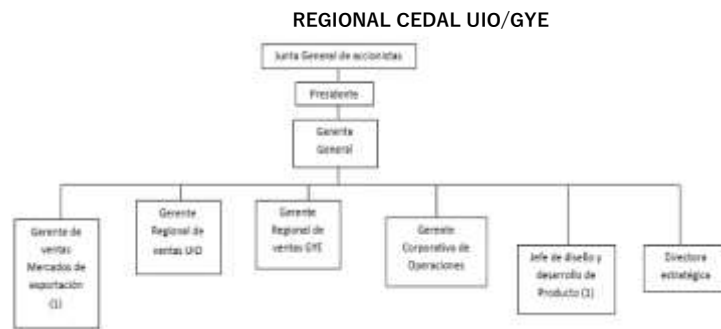
Fuente: CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL / Elaboración: Class International Rating

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 centraliza la toma de decisiones para mantener una estructura financiera y procesos productivos del negocio.

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





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, así como amplia experiencia han favorecido al crecimiento y fortalecimiento de la compañía³³. En el siguiente recuadro se encuentran los principales cargos con el nombre de quienes los personifican:

CUADRO 12: 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 13: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Cargo	Nombre
Presidente	Bernardo Gómez Calisto
Gerente General	Fausto Giovanni Torres Moyano
Director Financiero	Patricio Enrique Álvarez Palacios
Gerente Comercial	Matías Carvallo Beckdorf
Gerente de Planta	Luis Alfonso Soria Soto

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.

El directorio estará integrado por cinco miembros principales y un suplente, designados por la Junta General de Accionistas para un periodo de dos años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente.

Es importante mencionar que dentro de los estatutos se evidencia las funciones de cada puesto, mismas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas (mayoritarios y minoritarios), altas gerencias como al personal en general.

Empleados

Al 30 de septiembre de 2020, la compañía contó con 283 colaboradores (302 a marzo 2020). La mayoría de colaboradores (67,14%) pertenecen al área de producción. Cabe destacar que la compañía mantiene una buena relación con sus colaboradores, además, posee un personal capacitado y calificado con varios años de experiencia.

³³ El comportamiento de los órganos administrativos es estable

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

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 10, 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 14: 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
Aseoramiento Empresarial COLECSIS S.A.	Vinculada por accionistas comunes

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

CUADRO 15: EMPRESAS SUBSIDIARIAS

EMPRESA	% de Participación
C.I. VITRAL LTDA. - VITRACOL LTDA.	84,74%
CEDAL DURAN S.A.	99,98%
TRANSALUMINIO S.A.	93,12%

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

Otros Aspectos de la Empresa

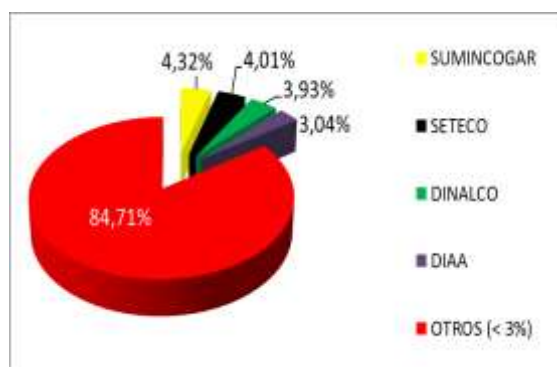
Clientes

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 saldo³⁴.

Al 30 de septiembre de 2020, entre los principales clientes de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, destacan SUMINCOGAR S.A., SETECO CIA. LTDA., DINALCO S.A., DIAA, mismos que representan el 15,29% de las ventas, evidenciando de esa forma que la compañía no posee concentración en sus ventas.

³⁴ La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES – Septiembre 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 30 de septiembre de 2020, la cartera por vencer representó el 83,54% de la cartera total, que sumada al 10,97% de la cartera vencida de 1 a 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, sumó el 94,51%. Por su parte, el mayor nivel de cartera vencida se concentró en el rango de 31 a 60 días, representando el 3,54% de la cartera total.

La cartera desde el cierre de 2019 hasta septiembre de 2020 presentó contracción por cobros realizados, motivo por el cual la compañía realizó continuas reuniones con cada cliente y generó planes de pagos; en adición, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, mantiene un sistema ERP, en cual se controla mediante parametrización el cupo de facturación (respaldado con garantía) y días de crédito (30 días aluminio hasta 60 días LC). El sistema automáticamente bloquea a un cliente si este supera el cupo de facturación o se encuentra vencido, presionando al cliente a refrescar continuamente su cartera para realizar nuevas compras. Estas medidas generaron una disminución en su cartera vencida producto del pago realizado por sus clientes.

CUADRO 16: ANTIGUEDAD DE LA CARTERA (Septiembre 2020)

DETALLE	2018	2019	sep-20
Por Vencer	72,04%	70,51%	83,54%
Vencida de 1 a 30 días	17,29%	16,81%	10,97%
Vencida de 31 a 90 días	4,18%	6,99%	5,43%
Vencida mayor a 91 días	6,50%	5,68%	0,06%
Total	100%	100%	100%

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

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 64,44% a septiembre de 2020 (a diciembre de 2019 fue de 25,32%).

Proveedores

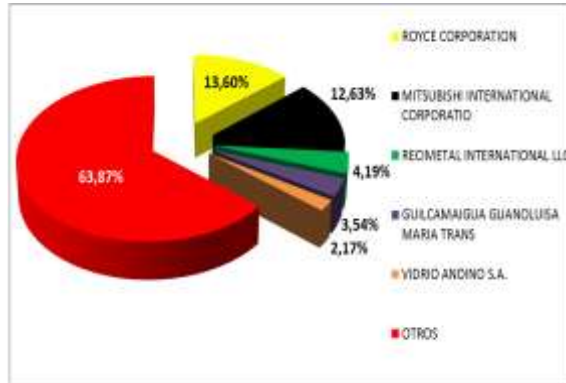
CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas de prestigio tanto en el mercado nacional como internacional en diferentes ubicaciones geográficas, mitigando el riesgo de una eventual falta de provisión de materia prima. El principal producto 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 30 de septiembre 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

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

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 6: PRINCIPALES PROVEEDORES (Septiembre 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 de 30 días.

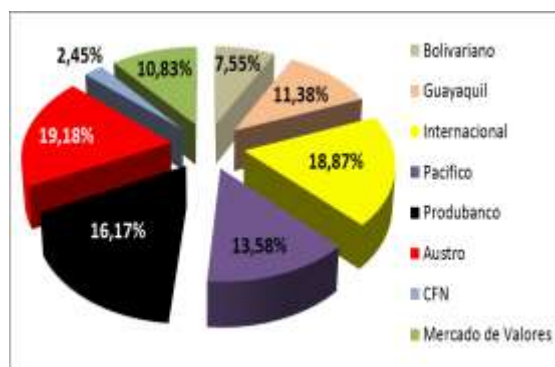
Durante la pandemia del COVID-19, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL realizó acercamientos con todos los proveedores, negociando planes de pagos y/o mayores plazos de crédito.

Política de Financiamiento

Al 30 de septiembre de 2020, la compañía presentó una deuda con costo que financió el 39,52% de los activos, un 26,87% como componente de corto plazo y un 12,65% 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 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO (Septiembre 2020)



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

Cabe destacar, que durante la crisis sanitaria (COVID-19), la empresa conformó un comité específico para negociar diferimientos y renovaciones de vencimientos bancarios.

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 Trasaluminio 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 9001:2000³⁵, 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

³⁵ Acreditada por los organismos internacionales UKAS y ANAB.

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

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.

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 30 de septiembre 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 30 de septiembre de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL participó con emisiones en el Mercado de Valores, conforme al siguiente detalle:

CUADRO 17: DETALLE DE EMISIONES REALIZADAS (miles USD Septiembre 2020)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto autorizado	Saldo de Capital
Obligaciones a largo plazo	2010	Q.IMV.10.0152	8.000	Cancelada
Obligaciones a largo plazo	2013	Q.IMV.2013.0246	12.000	2.060
Papel Comercial	2014	SC.IRQ.DRMV.2014.719	5.000	Cancelada
Obligaciones a largo plazo	2020	SCVS.IRQ.DRMV.2020.3507	10.000	10.000

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:

$$\text{Presencia Bursátil} = \text{Número de días Negociados Mes} / \text{Número de Ruedas Mes}$$

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el semestre de abril 2020 a septiembre 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 10, 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.
- Durante el año 2020, el país y el mundo sufrió una emergencia sanitaria producto del COVID-19, que generó la paralización de la cadena de suministro y la disminución de la demanda en los productos ofertados por la compañía, lo que generó un decrecimiento en sus ventas; por esta razón, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL enfocó sus esfuerzos en precautelarse la seguridad de sus empleados y mantener su liquidez; entre las medidas adoptadas se encuentran:
 - Disminución de la producción en los meses de abril y mayo
 - Medidas de seguridad y protocolos de bioseguridad
 - Se generó diferimientos y renovaciones bancarios con éxito; además, se implementaron planes de pago para clientes y para proveedores.
 - Por último, la compañía redujo la jornada laboral en un 25%, y existieron bajas en el área de back Office (marketing, sistemas, apoyo administrativo).

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.³⁶

El aluminio está presente en seis regiones: África, América del Norte, América Latina, Asia, Europa y Oceanía.³⁷ 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.³⁸

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.³⁹

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.⁴⁰

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.⁴¹ Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal, la industria

³⁶ <https://www.mq15.com/es/blogs/post/340059>

³⁷ Asociación Brasileira de Aluminio. <http://www.abal.org.br/espanol/industria/introducao.asp>

³⁸ Off news.info para el desarrollo sostenible. <http://www.offnews.info/downloads/industrias-aluminioPacheco.pdf>

³⁹ <https://es.statista.com/estadisticas/635357/paises-lideres-en-la-produccion-de-aluminio-a-nivel-mundial/>

⁴⁰ <http://www.proecuador.gob.ec/compradores/oferta-exportable/metalmecanica/> - <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=5588>

⁴¹ <https://www.proecuador.gob.ec/metalmecanica-y-automotriz/>

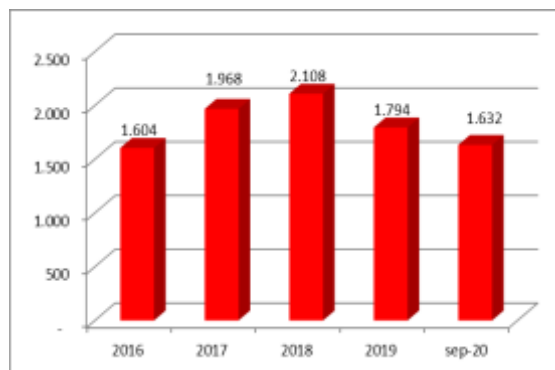
tiene un potencial de sustitución de un 80% de los bienes de capital importados, un 30% en productos derivados del metal y un 23% en los metales comunes importados.⁴²

Las principales industrias de metalmecánica 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 metalmecánica 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.⁴³ Está constituido por la industria siderúrgica, metalmecánica 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.⁴⁴

Por su parte, en lo que respecta al precio promedio internacional de aluminio, de acuerdo a información presentada por Indexmundi⁴⁵, 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 septiembre de 2020 el precio promedio en lo que va del año alcanzó USD 1.632.

GRÁFICO 8: 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 periferia 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%⁴⁶. 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 productivos⁴⁷. Cabe destacar, que el sector metalmecánico al estar de la mano con el sector de la construcción, se encuentra sujeto ante cualquier cambio en la economía nacional, tal como se puede observar durante la pandemia, en donde la economía se contrajo generando una reducción en las ventas del sector

42 <https://www.ekosnegocios.com/articulo/situacion-del-sector-metalmeccanico-y-su-importancia-en-la-economia-ecuatoriana>
43 <http://www.metal.ebizor.com/2019/04/02/cual-es-la-importancia-de-la-industria-metalmeccanica-para-el-resto-de-actividades-economicas-en-ecuador/>

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

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

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

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

metalmecánico, debido a que varios proyectos se encontraron parados y fue imposible culminarlos durante el confinamiento.

No obstante, la reactivación de los proyectos de construcción después de la paralización obligatoria por el COVID-19, ha permitido que los negocios vinculados a esta cadena productiva logren reanudar sus actividades, aunque con nuevas estrategias comerciales, canales de distribución y re direccionando la oferta de sus productos y servicios⁴⁸.

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 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

Cabe destacar que ante la nueva normalidad, muchas de las empresas se deben adaptar a este nuevo entorno, apuntando hacia nuevos productos, nuevas tecnologías y en ciertos casos adentrarse en un nuevo nicho de mercado⁵⁰.

Para concluir, 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.

⁴⁸ <https://www.vistazo.com/seccion/enfoque/el-sector-metalmecanico-se-adapta-al-nuevo-entorno-productivo>

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

⁵⁰ <https://www.vistazo.com/seccion/enfoque/el-sector-metalmecanico-se-adapta-al-nuevo-entorno-productivo>

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU C2420.24, y en base a la última información disponible (2019), se encuentra en el puesto 299 por su posición en ventas⁵¹

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 18: 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.	Adaptabilidad ante condiciones de mercado y normativa legal.
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.
Ratificación de medida restrictiva de importación de Aluminio de países que no tienen acuerdos comerciales con Ecuador. Impuesto ad valorem \$1,2 c/kg.	Cambios regulatorios y afectación de normas NIIF a los estados financieros.
Eventual aplicación de restricciones a importaciones de perfilería por aplicación de normas técnicas. (Inen)	Incremento de la morosidad de los clientes.
	Perder grado de inversión en la calificación de riesgos.
	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

⁵¹ <https://www.ekosnegocios.com/empresa/corporacion-ecuatoriana-de-aluminio-sa-cedal>

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 junio de 2021, 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 30 de septiembre de 2019 y 30 de septiembre 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 septiembre de 2020 los ingresos mantuvieron la tendencia a la baja (-38,89%) respecto a septiembre de 2019, debido nuevamente a la contracción del sector de la construcción, que sumado a la emergencia sanitaria (COVID-19) freno la actividad comercial del país y por ende la demanda de los productos de la compañía.

La línea principal de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL es la de aluminio, pues a septiembre de 2020 representó el 92,62% del total de ingresos, el 7,38% 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 87,15% de los ingresos en septiembre de 2019 a un 82,67% de los ingresos en septiembre de 2020, producto del decrecimiento en las 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.

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

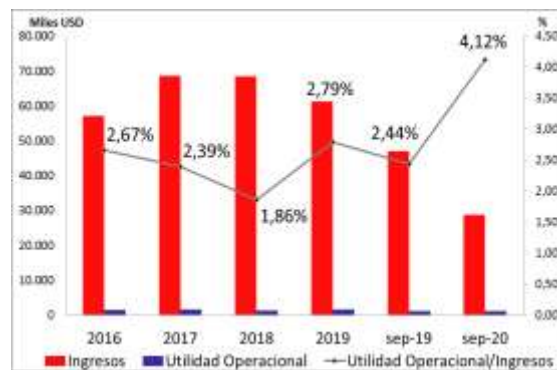
Los resultados mencionados anteriormente dieron paso a un margen bruto que pasó de significar el 12,38% de los ingresos en diciembre de 2017 a un 13,27% en diciembre de 2019. Para septiembre de 2020 este creció a 17,33%, luego de haber representado el 12,85% de los ingresos en su similar de 2019.

Los gastos operacionales significaron el 10,32% de los ingresos en 2018 y el 10,48% de los ingresos en diciembre de 2019 (13,20% en septiembre de 2020), lo que evidencia un manejo estable de sus políticas. Es importante mencionar que durante la pandemia del COVID-19, la compañía ha realizado ajuste en sus gastos operacionales con la finalidad de mantener niveles adecuados de rentabilidad.

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 septiembre de 2020 continuó la tendencia creciente, ubicándose en 4,12% de los ingresos, luego de haber registrado 2,44% de los ingresos en septiembre de 2019.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

A lo largo del periodo 2016-2019, los gastos financieros de la empresa no superaron el 4,00% de los ingresos; sin embargo, para septiembre de 2020, ascendieron hasta 6,74%, luego de haber representado el 4,10% de los ingresos en septiembre de 2019. Cabe destacar, que en términos monetarios el saldo en gastos financieros se mantuvo al mismo nivel durante el periodo de análisis; no obstante, el decremento observado en los ingresos generó una mayor participación de los gastos financieros en septiembre de 2020. 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 durante el periodo 2016-2019 (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.

Al 30 de septiembre de 2020, la empresa registró una pérdida al final del periodo que representó -2,09% de los ingresos, debido a la crisis sanitaria (COVID-19), la cual generó una paralización en la cadena de suministros de la compañía, desencadenando una disminución en la demanda de sus productos. Sin embargo, la empresa menciona que van a seguir implementando decisiones que ayuden a recuperar sus niveles de ventas pre-COVID 19; entre las estrategias se encuentran reajustes de metas comerciales con mayores incentivos, estimulación para sobre cumplimientos, condiciones de pago diferenciados, aprobación de planes de pago, implementación de pedidos directos on-line, entre otras.

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

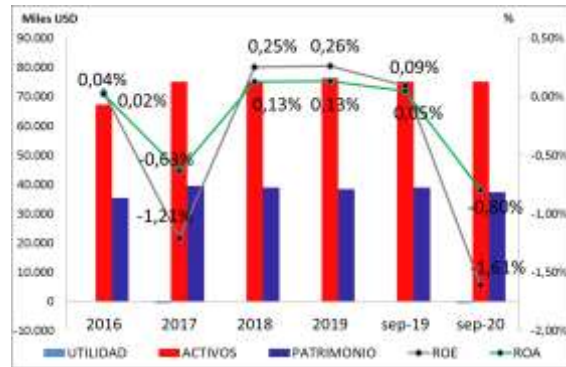
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

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, y septiembre de 2020, debido al resultado negativo que arrojó la actividad, no se registró rentabilidad alguna, lo que determina los activos de la compañía no habrían generado rentabilidad por sí mismos; y que los propietarios de la compañía no percibieron una rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 19, GRÁFICO 10: 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	sep-19	sep-20
ROA	0,05%	-0,80%
ROE	0,09%	-1,61%



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

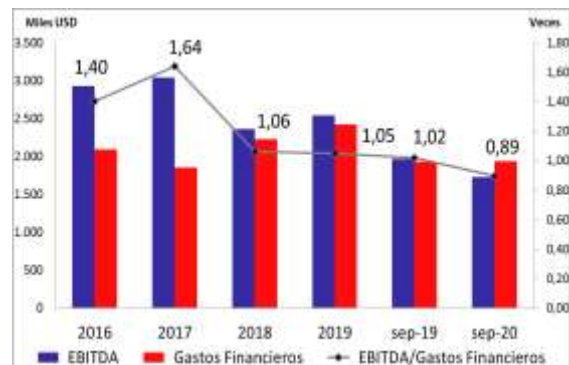
El EBITDA (acumulado) de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, presentó un comportamiento acorde con el desempeño del margen operacional, es así que decreció desde el 5,13% de los ingresos en 2016 hasta el 3,45% en 2018, para 2019 mejoró su posición ubicándose en 4,15% de los ingresos.

Para septiembre de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 6,03% de los ingresos, porcentaje superior al 4,18% registrado en septiembre de 2019; sin embargo, la compañía a septiembre de 2020, dada la contracción de ingresos ocasionada por la emergencia sanitaria (COVID-19) no logró obtener un EBITDA que cubra al 100% los gastos financieros.

CUADRO 20, GRÁFICO 11: 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	sep-19	sep-20
EBITDA	1.966	1.731
Gastos Financieros	1.929	1.935
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,02	0,89



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

Capital Adecuado

Activos

A partir del año 2017 los activos totales se ubicaron dentro del rango de los USD 70,00 millones, es así que pasaron de USD 75,23 millones en ese año a USD 76,48 millones en diciembre de 2019 y USD 75,11 millones en septiembre de 2020, en donde sus cuentas más representativas fueron los inventarios, propiedad planta y equipo, inversiones en acciones, entre otras.

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 y 45,29% de los activos totales en septiembre de 2020.

A septiembre de 2020, el principal rubro del activo corriente fue el inventario, con el 15,23% de los activos totales (17,74% a diciembre de 2019), seguido por anticipos a proveedores⁵² con el 7,36% (9,62% a diciembre de 2019), cuentas por cobrar relacionadas con el 5,43% (1,95% a diciembre de 2019), inversiones financieras⁵³ con el 4,87% (2,45% a diciembre de 2019) y cuentas por cobrar comerciales con 4,65% (11,64% a diciembre de 2019).

Los activos no corrientes a septiembre de 2020 representaron el 54,71% de los activos totales (49,66% a diciembre de 2019) y estuvieron compuestos principalmente por propiedad, planta y equipo neto, con un 27,56% de los activos totales (27,38% a diciembre de 2019), seguido por inversiones en acciones⁵⁴ con el 18,38% de los activos totales (14,13% a diciembre de 2019) y propiedades de inversión con el 4,48% (4,52% a diciembre de 2019).

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 50,26% en septiembre 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%, mientras que a septiembre de 2020 financió el 33,47% de los activos, siendo su principal cuenta a esta última fecha, la deuda financiera que fondeó el 26,87% de los activos (29,08% a diciembre de 2019), seguido de lejos por proveedores con 3,32% (4,81% a diciembre de 2019).

Por otro lado, el pasivo no corriente representó el 12,69% de los activos a diciembre de 2019, mientras que a septiembre de 2020 fondeó el 16,79%, siendo sus cuentas más relevantes a septiembre de 2020, la deuda financiera con el 8,37% de los activos (6,64% a diciembre de 2019), seguido por la emisión de obligaciones a largo plazo con el 4,28% (2,69% a diciembre de 2019).

La deuda con costo estuvo conformada por operaciones con instituciones financieras locales y emisiones en el Mercado de Valores. A septiembre 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 26,87% de los activos, mientras que el 12,65% restante correspondieron al largo plazo. Se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio al 30 de septiembre de 2020 fue de 78,62% y 79,45% respectivamente.

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 49,74% en septiembre de 2020, siendo sus principales rubros, las reservas, mismas que financiaron el 20,00% de los activos para este último periodo (16,87% en diciembre de 2019), seguido por las reservas por valuación con el 16,56% (16,27% a diciembre de 2019) y por su capital social que lo hizo en un 15,57% (15,29%

⁵² 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.

⁵³ Se registra inversiones en portafolios de corto plazo, cabe mencionar, que la reactivación económica del sector y los nuevos acuerdos de pago con proveedores generó una liquidez adicional a la compañía, la misma que fue invertida en dichos portafolios.

⁵⁴ 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. Cabe destacar, que a mayo de 2020, CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL realizó una capitalización de anticipos entregados por USD 3,00 millones a CEDAL DURÁN.

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

en diciembre de 2019), el cual se mantuvo sin variaciones durante el periodo analizado con un rubro de USD 11,69 millones.

El reparto de utilidades es a través de propuesta del Gerente General, que podrá ser aprobada o modificada por la junta General de Accionistas que resolverá sobre la distribución de utilidades, constitución de fondos de reserva, fondos especiales, castigos y gratificaciones, pero anualmente se separará de los beneficios líquidos por lo menos el diez por ciento de ellos para formar el fondo de reserva legal, hasta que este fondo alcance un valor igual al 50% del capital social.

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.

Es importante mencionar que, en base a información remitida por la compañía, la producción se ha incrementado en niveles suficientes para mantener stocks completos de producto y estar listos para atender incrementos en la demanda.

Por su parte, 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 septiembre de 2020 alcanzó un monto de USD 8,88 millones (11,82% de los activos).

CUADRO 21, GRÁFICO 12: 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	sep-19	sep-20
Activo Corriente	37.614	34.018
Pasivo Corriente	24.543	25.143
Razón Circulante (veces)	1,53	1,35
Liquidez Inmediata (veces)	0,72	0,68



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 25 días.

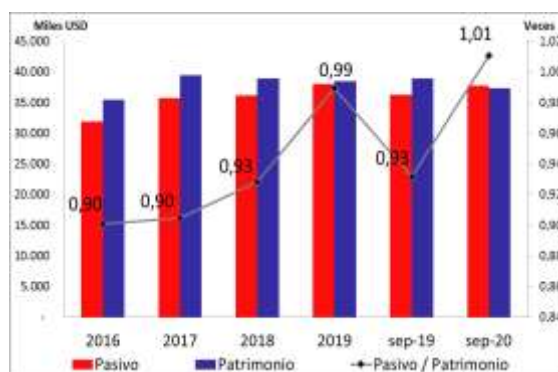
En cuanto a la Duración de Existencias, a diciembre de 2019 la compañía mantuvo sus inventarios por un plazo de 93 días aproximadamente. En virtud de la adquisición de materia prima vía importación, la compañía aplica estrategias de abastecimiento para continuar con el proceso productivo de extrusión 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 2016-2019, un indicador de apalancamiento menor a la unidad (0,99 veces en diciembre 2019), denotando que la empresa por el momento prioriza el apalancamiento de recursos propios para su operación; sin embargo, para septiembre de 2020 el indicador se situó en 1,01 veces, demostrando que para este periodo la empresa financió sus actividades en mayor proporción con recursos de terceros.

GRÁFICO 13: 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 (16,36 años a septiembre 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 (12,87 años a septiembre de 2020).

Contingentes

Según lo reportado por la administración, al 30 de septiembre de 2020 la compañía actúa como codeudor en tres operaciones de crédito con su compañía relacionada CEDAL DURAN, estos compromisos representan en conjunto aproximadamente el 14,60% del total de activos de CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL, sin embargo, la compañía menciona que no existe un riesgo de no pago por parte de la compañía titular de la deuda.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵⁵

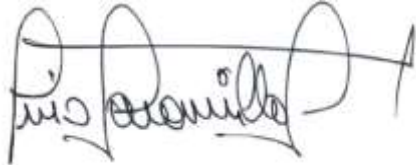
Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor 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

⁵⁵ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

Emisión de Obligaciones CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL. Noviembre 2020

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



Econ. Roberto Jordán
Analista

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

BALANCE GENERAL	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.868	2.857	2.986	3.988	3.445	6.094
Cuentas por cobrar comerciales	8.471	7.346	7.982	5.251	8.900	3.495
Provisión cuentas incobrables	(502)	(459)	(1.161)	(687)	(665)	(660)
Inventarios	12.114	17.194	14.278	13.474	13.564	11.436
Compañías relacionadas	10.601	8.870	5.385	4.464	1.494	4.082
Otros Activos Corrientes	3.646	5.001	10.180	11.124	11.757	9.571
ACTIVO CORRIENTE	37.197	40.809	39.651	37.614	38.494	34.018
Propiedad, planta y equipo-neto	19.743	22.584	21.310	20.870	20.940	20.700
Otros Activos No Corrientes	10.371	11.837	14.140	16.745	17.041	20.394
ACTIVO NO CORRIENTE	30.114	34.420	35.450	37.616	37.981	41.094
TOTAL ACTIVOS	67.312	75.229	75.100	75.230	76.475	75.111
PASIVOS						
Obligaciones financieras	10.544	8.682	16.049	18.764	22.242	20.182
Emisiones Mercado de Valores	1.354	853	848	411	843	0
Proveedores	2.349	4.336	4.469	3.225	3.678	2.495
Otros Pasivos Corrientes	2.622	1.370	1.419	2.143	1.564	2.466
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	16.869	15.241	22.785	24.543	28.327	25.143
Obligaciones financieras	8.102	13.894	7.961	6.804	5.079	6.287
Emisión de Obligaciones largo plazo	4.530	3.707	2.884	2.472	2.061	3.214
Otros pasivos no corrientes	2.398	2.890	2.522	2.465	2.565	3.108
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	15.031	20.492	13.367	11.741	9.705	12.609
Deuda Financiera	24.530	27.137	27.742	28.452	30.225	29.683
Deuda Financiera C/P	11.898	9.535	16.897	19.175	23.085	20.182
Deuda Financiera L/P	12.633	17.601	10.845	9.277	7.140	9.501
TOTAL PASIVOS	31.899	35.733	36.151	36.284	38.032	37.752
PATRIMONIO						
Capital social	11.692	11.692	11.692	11.692	11.692	11.692
Reservas	16.528	16.529	16.529	16.193	12.900	15.020
Reserva por revaluación	7.946	12.441	12.441	12.441	12.441	12.440
Resultados Provenientes de la adopción de NIIF	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)	(1.429)
Resultados acumulados	661	740	-382	12	2.738	236
Resultado del ejercicio	14	(477)	98	36	101	-600
TOTAL PATRIMONIO	35.412	39.496	38.949	38.945	38.443	37.359

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

ANEXO II: ESTADOS DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2016	2017	2018	sep-19	2.019	sep-20
Ventas	57.131	68.684	68.515	47.006	61.278	28.725
Costo de ventas	48.764	60.184	60.168	40.967	53.146	23.748
MARGEN BRUTO	8.368	8.500	8.347	6.039	8.132	4.977
TOTAL GASTOS	6.845	6.855	7.071	4.894	6.422	3.793
UTILIDAD OPERACIONAL	1.523	1.645	1.276	1.145	1.710	1.184
Gastos financieros	2.090	1.855	2.226	1.929	2.422	1.935
Otros ingresos / (egresos)	1.194	404	1.594	841	920	151
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	626	193	644	57	208	(600)
Impuesto a la Renta	613	670	545	21	107	-
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	14	(477)	98	36	101	(600)

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Indicador	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
Gastos Operacionales / Ingresos	11,98%	9,98%	10,32%	10,41%	10,48%	13,20%
Utilidad Operacional / Ingresos	2,67%	2,39%	1,86%	2,44%	2,79%	4,12%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,02%	-0,69%	0,14%	0,08%	0,16%	-2,09%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	11011,02%	-344,88%	1299,51%	3137,80%	1699,61%	-197,33%
Utilidad Neta / capital permanente	0,03%	-1,04%	0,25%	0,13%	0,32%	-2,21%
Utilidad Operativa / capital permanente	3,73%	3,59%	3,27%	4,11%	5,39%	4,36%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	8630,12%	-84,62%	1623,15%	2305,26%	913,87%	-25,17%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	15111,98%	-389,06%	2267,20%	5286,21%	2406,67%	-322,50%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,04%	-1,21%	0,25%	0,09%	0,26%	-1,61%
Rentabilidad sobre Activos	0,02%	-0,63%	0,13%	0,05%	0,13%	-0,80%
Rentabilidad Operacional / Activos Operacionales	3,57%	3,32%	2,81%	2,67%	3,70%	2,88%
Resultados Operativos Medidos / Activos Totales	2,26%	2,19%	1,70%	2,03%	2,24%	2,10%
Liquidez						
Razón Circulante	2,21	2,68	1,74	1,53	1,36	1,35
Liquidez inmediata	1,42	1,44	0,87	0,72	0,62	0,68
Capital de Trabajo	20.329	25.567	16.866	13.071	10.167	8.875
Capital de Trabajo / Activos Totales	30,20%	33,99%	22,46%	17,38%	13,30%	11,82%
Cobertura						
EBITDA	2.929	3.043	2.362	1.966	2.542	1.731
EBITDA (anualizado)	2.929	3.043	2.362	2.226	2.542	2.307
Ingresos	57.131	68.684	68.515	47.006	61.278	28.725
Gastos Financieros	2.090	1.855	2.226	1.929	2.422	1.935
EBITDA / Ingresos	5,13%	4,43%	3,45%	4,18%	4,15%	6,03%
EBITDA/Gastos Financieros	1,40	1,64	1,06	1,02	1,05	0,89
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,06	0,06	0,05	0,04	0,06	0,04
EBITDA / Deuda Total	0,12	0,11	0,09	0,08	0,08	0,08
Flujo Libre de Caja / Deuda Total	0,36	0,11	0,17	0,21	0,09	0,17
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	1,92	2,84	1,14	5,84	2,43	7,52
Gastos de Capital / Depreciación	1,22	0,80	2,01	0,50	1,36	0,63
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,90	0,90	0,93	0,93	0,99	1,01
Activo Total / Capital Social	5,76	6,43	6,42	6,43	6,54	6,42
Pasivo Total / Capital Social	2,73	3,06	3,09	3,10	3,25	3,23
Pasivo Total / Activo Total	47,39%	47,50%	48,14%	48,23%	49,73%	50,26%
Capital Social / Activo Total	17,37%	15,54%	15,57%	15,54%	15,29%	15,57%
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	8,37	8,92	11,74	12,78	11,89	12,87
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	10,89	11,74	15,30	16,30	14,96	16,36
Deuda Financiera / Pasivo	76,90%	75,94%	76,74%	78,41%	79,47%	78,63%
Deuda Financiera / Patrimonio	69,27%	68,71%	71,23%	73,06%	78,62%	79,45%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	48,50%	35,14%	60,91%	67,40%	76,38%	67,99%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	52,61%	52,50%	51,86%	51,77%	50,27%	49,74%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	51	37	36	27	49	27
Duración de Existencias (días)	91	104	87	90	93	132
Plazo de Proveedores	18	26	27	21	25	29

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