

RESUMEN DE LA CALIFICACION DE RIESGO INICIAL DE LA QUINTA EMISION DE OBLIGACIONES DE DIPAC MANTA S.A.

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 21 de Agosto de 2018, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada histórica proporcionada por el Emisor cortada hasta Diciembre del 2017 y el corte interno a Junio de 2018, detalle de activos libres de gravamen, entre otra información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto asignar a la Quinta Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A. la categoría de riesgo de "AAA-", definidas como:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. El signo menos (-) indicará que la calificación podría descender hacia su categoría inmediata inferior.

Características de la Emisión de Obligaciones.

Según acta de sesión de Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas celebrada el siete de Agosto del dos mil dieciocho se resolvió aprobar por unanimidad la quinta emisión de obligaciones por un monto de hasta US\$6'000.000.00 (Seis millones 00/100 de dólares de los Estados Unidos de América), cada una por un valor nominal mínimo de US\$1,000. El plazo del programa es de 1,440 días (sobre una base comercial de 360 días por año). La forma de negociación será bursátil hasta por el monto de la emisión, todas las obligaciones a emitirse de tipo desmaterializado mediante anotaciones en cuenta de cada beneficiario a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. La amortización de capital se realizara de manera trimestral. La tasa de interés será del 7.50% anual fija, pagaderos cada 90 días, el cálculo del pago de interés se realiza en base al saldo de capital, a la tasa de interés indicada, considerando base comercial de 360 días por año. La presente emisión contempla la posibilidad de que LA EMISORA pueda redimir anticipadamente el capital de las obligaciones emitidas, cumpliendo las siguientes condiciones: UNO) La redención podrá ser total o parcial; DOS) LA EMISORA redimirá la obligación al ciento por ciento de su valor nominal a los obligacionistas registrados en el DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DECEVALE S.A., en la fecha de pago; TRES) Para llamar a redención anticipada, LA EMISORA publicará un aviso en la prensa con treinta días de anticipación al pago, y notificará con igual anticipación a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito y al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, este suceso, como hecho relevante; CUATRO) En caso de redención parcial, LA EMISORA

deberá indicar en el aviso qué porción del capital de la emisión se cancelará; y, CINCO) En el evento de redención parcial, el pago se hará a todos y cada uno de los obligacionistas conforme a la participación proporcional de su acreencia a la fecha de pago. El agente colocador será Albion Casa de Valores S.A.. El agente pagador será Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A.. Representante de Obligacionistas es Valoraciones Tecnicas VALORATEC S.A.. La presente emisión no contempla contrato de underwriting, pero sí contrato para la colocación de las obligaciones, bajo el esquema de "mejor esfuerzo". El destino de los recursos será serán destinados en 100% para sustituir pasivos financieros bancarios de la compañía. Las obligaciones que se emitan contarán con Garantía General del Emisor, de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores y Resguardos de Ley; también contara con una Garantía Específica que consiste en un fideicomiso de garantía "FIDEICOMISO DE GARANTÍA QUINTA EMISIÓN DIPAC", al cual DIPAC MANTA S.A. aportará Inventario por un valor equivalente al 125% del monto de la emisión o su saldo en circulación. Actúa como Fiduciaria la compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Futura FUTURFID S.A. Así mismo la empresa EMISORA se compromete a mantener durante la vigencia de la presente emisión los siguientes resguardos: Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1.00) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de valores; Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo trece de la Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Calificación de la Información

Para el análisis de riesgo de la Quinta emisión de obligaciones de DIPAC MANTA S.A ha proporcionado entre otros requerimientos de información, lo siguiente: Estados Financieros auditados por el periodo 2004 al 2010 preparados bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC) y los años 2011 al 2017 basados en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs), así como el año 2010 como periodo de transición, el corte

interno al 30 de Junio de 2018 (no auditado) preparado bajo NIIF, detalle de activos libres de Gravámenes, entre otra información cualitativa y cuantitativa. *Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por Dipac Manta S.A. para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.*

Los estados financieros auditados reportados en los años (2014 y 2013) mencionan que los estados financieros se presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la posición financiera de Dipac Manta S.A. y fueron auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 019. Los estados financieros auditados por los años 2011 y 2012 fueron auditados por la firma Price Waterhouse Coopers del Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 011, quienes mencionaron que la Situación Financiera de la Compañía se presenta razonablemente, adicionalmente indicaron que durante el año 2010 Dipac Manta S.A., llevo a cabo un proceso de fusión por absorción con su compañía relacionada Negocios Globales Neglo S.A., el cual fue aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros con fecha 14 de septiembre de 2010 mediante resolución No.SC.DIC.P.2010.0555; esta fusión se realizó mediante el traspaso en bloque a perpetuidad a favor de la compañía, del patrimonio, activos y pasivos de Negocios Globales Neglo S.A., esta transacción no dio lugar a una plusvalía mercantil.

Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda., informo que la Administración de la Compañía, a partir del año 2013 considera los dividendos anticipados de los accionistas como un menor valor del Patrimonio y no como cuentas por cobrar; en razón de esta circunstancia, y con el propósito de cumplir con las Normas Internacionales de Información Financiera, los estados financieros por los años 2012 y 2011 fueron restablecidos.

Los estados financieros en el año 2015 fueron auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 019. Los mismos que expresan, los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la situación financiera de DIPAC MANTA S.A. al 31 de Diciembre de 2015, el resultado de sus operaciones y sus flujos de efectivos por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera -NIIF, emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB).

Los estados financieros en el año 2016 fueron auditados por la firma BDO Ecuador. con número RNAE No. 193.

Los mismos que expresan, los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de DIPAC MANTA S.A. al 31 de Diciembre de 2016, así como el resultado de sus operaciones y el flujo de efectivo por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Los estados financieros en el año 2017 fueron auditados por la firma BDO Ecuador. con número RNAE No. 193. En cuya opinión expresan, los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de DIPAC MANTA S.A. al 31 de Diciembre de 2017, así como el resultado de sus operaciones y el flujo de efectivo por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La evaluación de los elementos cualitativos del riesgo de la industria se ha realizado en base al análisis de información provista directamente por la Institución y la extraída de otras fuentes externas.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad acorde a la metodología interna de la Calificadora para los últimos tres ejercicios anuales; y que el Emisor tiene capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación.

Estructura Accionarial

De acuerdo a la información proporcionada por Dipac Manta S.A.; el capital social al 30 de Junio de 2018 se mantiene en US\$580,800 representado por 580.800 acciones ordinarias y nominativas a valor nominal de US\$1 cada una. La participación accionarial de la Entidad está constituida por dos accionistas siendo el mayoritario Comercial del Norte CODENOR Internacional SPA de origen chileno con 580,789 acciones representado por el Sr. Gustavo Díaz Fernández, como se detalla a continuación:

Accionistas	% Participación
Comercial del Norte Codenor Internacional SPA	99.998%
Acenor Aceros del Norte S.A.	0.002%

Respecto a la política de dividendos, no se ha establecido un porcentaje fijo y su monto va en función de las obligaciones que la Empresa debe asumir en el año y las necesidades del grupo Acenor; también consideran que se debe mantener un margen adecuado de flujo propio a reinvertirse en el negocio, asociado a la estructura de financiamiento.

Como compañías relacionadas, por vinculación con sus Administradores, se encuentran:

- Ineduc S.A. (por propiedad y gestión).

Entre los principales ejecutivos están:

Directorio No Estatutario

- Gustavo Díaz Presidente
- Antonio Ortega Vicepresidente
- Miguel Molina Gerente General
- Jorge Massoc Gerente Comercial
- Fernando Pratt Director

Representación Legal: Miguel Molina Gerente General

Calificación Final del Instrumento

La recuperación del precio de petróleo en los mercados internacionales a niveles superiores a US\$70.0 por barril, permitió a la economía ecuatoriana continuar creciendo durante el primer semestre del año, de igual modo que logró hacerlo a lo largo del ejercicio 2017. No obstante, al momento la falta de alcanzar un acuerdo con la banca internacional para reestructurar la deuda externa vigente, incide sobre la disponibilidad de fondos del sector público en el corto plazo, y amenaza la sostenibilidad de la tendencia señalada de la demanda agregada.

Siendo uno de los sectores más vinculados con los niveles de contratación pública, el sector de la construcción ha sido uno de los más afectados por la desaceleración experimentada por la economía ecuatoriana luego del año 2014. Habiendo alcanzado en ese año un máximo de \$6.893 millones, su tamaño se ha contraído a una tasa anual de 4.0% hasta cerrar en \$6.098 millones en el pasado 2017. Un gran número de constructores tanto de proyectos de infraestructura como de vivienda, al igual que sus proveedores, han visto afectadas las operaciones de sus empresas debiendo buscar cambios estratégicos para sostener la viabilidad de sus negocios.

Habiendo sido constituida en el año 1.978, la firma emisora DIPAC ha llegado a posicionarse como una de las principales fabricantes y distribuidores de productos de hierro y acero del país. Sus instalaciones abarcan una planta en la ciudad de Guayaquil, y una cadena de distribución propia con 19 almacenes a nivel nacional. El volumen de ventas de la empresa que en el año 2016 promedió mensualmente 5,550 toneladas, en el 2017 ascendió a 5,581 toneladas, en tanto que el precio de venta en estos periodos fue de US\$0.93 y US\$1.05, respectivamente. En base a lo señalado, los ingresos del emisor que en el ejercicio 2016 fueron de US\$62.2 millones, al año 2017 se incrementaron a US\$70.1 millones.

En los dos últimos años, el costo ponderado de los productos vendidos se redujo de 64.1% a 63.9% de los ingresos, mientras que los gastos de administración y ventas bajó de 18.7% a 17.8%, con lo cual el margen operacional de la empresa se incrementó de 17.2% a 18.3% de las ventas. De igual modo, en los años señalados el Ebitda generado por el negocio subió de US\$11.6 a US\$13.8 millones, y en relación a ingresos pasó de 18.7% a 19.7%. En el primer semestre del presente ejercicio, el volumen vendido se ha incrementado a 5,699 toneladas por mes, habiendo sido colocadas a un precio por kilogramo de US\$1.11, con lo cual los ingresos por ventas acumulados al mes de Junio suman US\$37.8 millones, monto que conduce a estimar que cerrará el año en niveles superiores a los de los dos últimos periodos.

La estructura de capital de la empresa ha estado mayoritariamente financiada por inversión accionarial y en menor medida por deuda financiera. No obstante, el monto de deuda contratada a largo plazo que a Diciembre de 2016 sumaba US\$3.4 millones, a Junio de 2018 se incrementó a US\$7.5 millones, al tiempo que la inversión accionarial que anteriormente fue de US\$16.0 millones, se redujo al presente a US\$12.5 millones. El capital señalado ha permitido aplicar fondos para financiar una inversión en activos fijos y otros que ha pasado en el periodo indicado, de US\$10.4 a US\$13.2 millones, con lo cual la empresa ha dispuesto de un fondo de maniobra que ha estado en un rango entre US\$9.0 y US\$6.7 millones.

Por su parte, las necesidades de fondos operacionales del emisor se han incrementado de US\$15.6 a US\$25.5 entre las fechas señaladas, fundamentalmente por la mayor inversión en los inventarios del negocio motivada por los cambios de los precios de la materia prima en los mercados internacionales. Los mayores fondos requeridos para el capital de trabajo operacional, han sido cubiertos con la contratación de nueva deuda financiera de corto plazo cuyo monto pasó de \$6.6 a \$18.7 millones. Esto explica igualmente que el indicador de liquidez haya disminuido de 1.71 a 1.19 toda vez que el ciclo de efectivo se ha incrementado de 164 a 181 días.

A partir del análisis conjunto de los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos señalados, el Departamento Técnico de la firma, propone como Calificación Preliminar del presente proceso, la Categoría de Riesgo "AAA-".

La quinta emisión de obligaciones, fue estructurada con garantía general, cumpliendo con los activos libres de gravamen de la Empresa, garantía específica **"FIDEICOMISO DE GARANTÍA QUINTA EMISIÓN DIPAC"**, incluye además los resguardos exigidos por ley.

No obstante la contracción experimentada en los dos últimos años por el sector de la construcción, principal sector en el que participa, la empresa emisora dada su condición de ser uno de los mayores proveedores a nivel nacional de los productos que fabrica en su planta de la ciudad de Guayaquil, ha logrado recuperar una tendencia creciente en su nivel de ingresos con lo cual está en capacidad, en base a una eficiente gestión administrativa, de generar suficiente efectivo libre para cubrir con amplia holgura, los egresos derivados de las deudas financieras que en proporción debida componen su estructura de capital, incluida entre ellas a los títulos por colocar en el proceso de emisión sujeto a calificación.

Luego de analizar los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos considerados en el ejercicio de Calificación Preliminar, y habiendo revisados las características propias del instrumento, los miembros del Comité de Calificación se pronuncian por asignar al presente proceso de calificación de la Quinta Emisión de Obligaciones de **Dipac Manta S.A.** por un monto de **hasta US\$6.0 millones**, en la categoría de riesgo de "AAA-".

Atentamente,



Danny Ortiz.

Gerente General
Agosto 2018