

**CALIFICACIÓN:**

Séptima Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

*Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una 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 pertenece y a la economía en general.*

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y demás documentos habilitantes.

**CONTACTO**

**Mariana Ávila**  
Gerente de Análisis  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

**Hernán López**  
Gerente General  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A. en comité No. 269-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de septiembre de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte a agosto de 2021. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 16 de agosto de 2021 por un monto de hasta USD 6.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- La siderurgia es una industria básica para el desarrollo económico del país, al ser una actividad fundamental dentro de las cadenas de valor de diversos sectores productivos. La producción de acero crudo en Ecuador es marginal frente a la de otros países de la región y la industria se enfoca en productos de acero largo, que abastecen principalmente al sector de la construcción. La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Específicamente en el negocio de transformación de acero y elaboración de productos para la construcción y metalmecánica, DIPAC MANTA S.A. mantiene un buen posicionamiento en el mercado y está haciendo esfuerzos por ampliar su cobertura a través de una mayor presencia geográfica.
- DIPAC MANTA S.A. es una compañía con amplia trayectoria y experiencia en el mercado y cuenta con una estructura bien definida. La compañía tiene un Directorio no estatutario que es responsable de los lineamientos estratégicos, lo que evidencia una administración transparente y objetiva, que le ha permitido posicionarse como referente en el medio.
- La compañía mostró una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros suficiente y holgada en el periodo analizado, con valores muy superiores a la unidad. Mantiene una cobertura atractiva sobre la deuda con costo de corto plazo y largo plazo, y existió una relación favorable de años de pago con EBITDA y años de pago con flujo libre de efectivo, lo cual refleja una posición sólida de solvencia. La compañía mantuvo un rendimiento sobre patrimonio y activos que se compara de manera favorable frente a inversiones alternativas.
- DIPAC MANTA S.A. mantuvo un Flujo Libre de Efectivo positivo durante todo el periodo analizado, lo que demuestra la capacidad del Emisor para generar flujo derivado de las actividades ordinarias independientemente del comportamiento de las ventas, incluso en escenarios de estrés y ante un entorno menos favorable. Este comportamiento es una consecuencia del calce adecuado del promedio de días de cobro y días de pago.
- La Emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y está amparada por garantía general.

**DESEMPEÑO HISTÓRICO**

Los ingresos de la compañía provienen de la venta de diversos productos destinados a la construcción y metalmecánica, así como de la gestión de proyectos de infraestructura y servicios de corte. En el análisis histórico, el Emisor registró una tendencia creciente en el nivel de ventas entre 2017 y 2019 que se revirtió para el 2020 como consecuencia de la crisis derivada de la emergencia sanitaria del Covid 19. Durante 2021 el consumo doméstico de acero a nivel mundial impulsó al alza el precio del commodity, al ser un recurso escaso, lo que influyó de manera positiva sobre las ventas y el margen de la compañía. De esta manera, presentó un crecimiento de 63% en el nivel de ventas en dólares en el comparativo interanual. Al comparar el desempeño en kilos vendidos existió, un incremento de 24%, lo que supone que la reactivación económica y el precio internacional del acero influyeron positivamente durante 2021.

Dada la estructura operativa, los gastos operacionales fueron flexibles y variaron de acuerdo con el comportamiento de las ventas, lo que permitió mantener resultados estables y positivos en todo el periodo analizado, incluso ante condiciones menos favorables del entorno. Consecuentemente, el margen bruto el margen operativo mantuvieron valores crecientes durante los últimos años. La compañía se orienta en la transformación y distribución de los productos a consumidores finales, lo

que le representa un mayor margen de contribución. La estrategia implementada y el enfoque estratégico repercutieron en indicadores atractivos de rentabilidad sobre patrimonio y sobre activos. En promedio, el retorno sobre el patrimonio alcanzó el 43% y el retorno sobre los activos el 14%, indicadores que se comparan favorablemente frente a inversiones alternativas.

El financiamiento con costo es la principal fuente de fondeo externo, correspondiente a obligaciones con entidades financieras y el Mercado de Valores. Este rubro presentó un comportamiento decreciente en el periodo analizado, y pasó de representar el 82% del total de pasivos en 2018 a 51% en 2020, producto de un incremento en el apalancamiento operativo mediante recursos de proveedores, lo que elevó la representatividad de las cuentas por pagar dentro del pasivo. Históricamente, las obligaciones con costo se concentraron en el corto plazo, de acuerdo con el financiamiento del proceso de importación de materia prima, el cual dura alrededor de seis meses. La porción de largo plazo corresponde, en su mayoría, a instrumentos emitidos en el Mercado de Valores, en el cual la compañía ha participado de manera recurrente desde el año 2013.

La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros mostró un comportamiento decreciente a partir de 2018; sin embargo, evidenció una cobertura suficiente y holgada en el periodo analizado, con valores superiores a 4,83 veces. A partir de 2020 se revirtió dicha tendencia. Adicionalmente, la compañía presentó una cobertura atractiva sobre la deuda con costo de corto plazo, lo que exhibe una posición sólida de solvencia. No obstante, los gastos por concepto de intereses impulsaron al alza el servicio de la deuda y deterioraron la relación, por lo cual se registró para algunos periodos una cobertura de la deuda inferior a la unidad. La compañía presentó históricamente una relación favorable de años de pago con EBITDA y años de pago con flujo libre de efectivo.

RESULTADOS E INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGO 2020	AGO 2021
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	77.946	78.599	61.821	90.877	93.603	96.411	99.304	102.283	105.351	36.285	59.238
Utilidad operativa (miles USD)	13.458	11.995	11.973	26.237	16.803	17.480	17.881	18.800	19.229	4.531	19.828
Utilidad neta (miles USD)	7.157	5.869	6.213	16.186	9.717	9.980	10.158	10.869	11.113	2.380	11.945
EBITDA (miles USD)	14.375	13.289	13.362	27.626	18.192	18.869	19.270	20.189	20.618	5.283	20.609
Deuda neta (miles USD)	28.805	23.177	13.950	15.856	24.310	25.599	25.625	25.153	24.641	17.617	22.459
Flujo libre de efectivo (miles USD)	4.065	14.224	16.228	7.361	9.787	10.382	11.709	11.885	12.635	10.548	1.175
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	22.320	21.539	4.849	18.880	20.009	21.240	21.878	22.534	23.210	18.213	31.424
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	16.296	23.162	18.126	13.097	11.232	21.777	21.984	23.859	21.709	13.568	11.755
Razón de cobertura de deuda	0,88	0,57	0,74	2,11	1,62	0,87	0,88	0,85	0,95	0,58	2,63
Capital de trabajo (miles USD)	10.002	3.474	6.429	16.722	7.387	9.137	6.603	9.302	7.336	2.932	8.273
ROE	45,1%	40,3%	36,7%	65,0%	52,8%	53,4%	53,9%	55,5%	56,1%	22,4%	86,8%
Apalancamiento	2,29	2,54	1,97	1,23	2,09	2,16	2,14	2,06	2,03	2,14	1,79

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Para el cierre de 2021, bajo un escenario conservador, se estima un crecimiento de 47% en las ventas. Conforme la economía se reactive y retome los niveles de operación normal, se esperan niveles de crecimiento ralentizados de 3% desde 2022 en adelante. Tal proyección estresa la realizada por el estructurador financiero, quien consideró un crecimiento de 50,08% en los ingresos. La participación del costo de ventas sobre las ventas presentó un comportamiento decreciente entre 2018 y 2020, y para 2021 disminuyó fruto de factores exógenos hasta alcanzar el 53,57%, lo que incrementó los márgenes de la compañía. Bajo un escenario conservador, se prevé una participación del costo de 57% para 2021 y de 65,50% para periodos posteriores, retomando progresivamente valores históricos. Este escenario es conservador frente al planteado por el estructurador financiero.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, y mantendrán la estructura flexible y variable, de acuerdo con el comportamiento histórico. Por su parte, los gastos financieros responderán a las deudas con costo, proveniente de entidades bancarias y del Mercado de Valores.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará para el año 2021 como consecuencia de la reactivación económica. Se consideró un promedio de recuperación de cartera de ocho días para el periodo proyectado, coherente con el comportamiento histórico. En cuanto a los inventarios, la compañía mantiene un stock de mercadería terminada como eje estratégico de la gestión comercial, por lo

que una recuperación en la economía supondría un incremento en los niveles de inventarios para periodos futuros, que alcanzarán montos cercanos a los USD 31 millones. Se proyecta un periodo promedio de rotación de inventarios de 140 días, que se estabilizará en 130 días para años posteriores. El aprovisionamiento de existencias implicaría un mayor apalancamiento en los proveedores, por lo que se proyecta un plazo promedio de pago de 23 días para 2021 y de 21 días para los siguientes años, situación que ya se materializa hasta agosto de 2021. Las premisas utilizadas resultan conservadoras frente al promedio histórico y a las proyecciones del estructurador financiero.

La proyección asume nuevas incursiones en el Mercado de Valores, lo que supondría una mejor estructura de financiamiento, una mayor concentración en el largo plazo y una menor necesidad de financiamiento de corto plazo, y disminuiría la participación del pasivo corriente sobre el total de pasivos. Se prevé una menor participación relativa de la deuda con costo sobre el pasivo total, de acuerdo con los mayores resultados proyectados, que desencadenan en una menor necesidad de apalancamiento por parte de la compañía. Se estima que la necesidad operativa de fondos alcance valores cercanos a los USD 20 millones para el periodo 2021- 2026.

## FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir, a lo que se suma la incertidumbre generada del proceso de vacunación y de las nuevas olas potenciales de contagio del virus. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración, con estrategias claras y definidas.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, la reactivación que ya se vislumbra aparejada del esfuerzo de vacunación que se está llevando a cabo permite reducir el riesgo del entorno tanto en el corto como en el largo plazo. Adicionalmente, la reactivación gradual de las actividades económicas mejora la liquidez circulante y reduce el riesgo del entorno. Asimismo, la compañía mitiga el riesgo por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas, la mayor parte de las ventas de la compañía se realizan al contado.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de ventas con consumidores finales, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Fluctuaciones en el precio de la materia prima en el mercado internacional, que puede elevar los costos de producción y reducir el margen bruto. La compañía mantiene un adecuado seguimiento del ciclo del precio del acero, lo cual le permite planificar sus operaciones con anticipación y controlar el margen de ganancia.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía al ser éstos el 58% del total de activos. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos con Ecuatoriano Suiza S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene DIPAC MANTA S.A. no se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por lo que no existiría un riesgo en este respecto.

## INSTRUMENTO

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES					
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	USD 6.000.000	1.800 días	7,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	Los recursos captados en virtud del proceso de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo servirán para sustituir pasivos con instituciones financieras a cargo de la compañía y para capital de trabajo que ésta requiere para su operación (se entiende como capital de trabajo las cuentas denominadas cuentas por cobrar, inventarios y bancos).				
Estructurador financiero	Albion Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Albion Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abogados Cía. Ltda.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación. En una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>				

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El Informe de Calificación de Riesgos de la Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A, ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Firmado electrónicamente por:  
**HERNAN ENRIQUE  
LOPEZ AGUIRRE**

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)**  
Gerente General