

Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Agroindustrias Dajahu S.A.

Comité No: 179-2020	Fecha de Comité: 25 de Agosto de 2020
Informe con Estados Financieros al 30 de junio de 2020	Quito – Ecuador
Ing. Paola Maza	(593) 2323-0541 pmaza@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo Agroindustrias Dajahu S.A.	AAA-	Cuarta	Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00010442 del 14 de noviembre de 2018.

Significado de la Calificación

Categoría AAA: 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.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo de menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

“La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio.”

Racionalidad

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decide mantener la calificación “AAA-” a la **Segunda Emisión de Obligaciones de Agroindustrias Dajahu S.A.** La calificación se sustenta en la posición del emisor liderando el sector arrocero conjuntamente ofreciendo facilidad de almacenamiento, permitiendo a la entidad percibir mayores ingresos. Dichas características han permitido que la entidad realice de manera oportuna y eficaz sus obligaciones con terceros como son entidades financieras y el mercado de valores. Aun así, el grado de endeudamiento constante no ha permitido a Industrias DAJAHU S.A. exhibir niveles adecuados de liquidez y solvencia. En lo que se refiere al instrumento, las proyecciones se han mantenido dentro de margen de cumplimiento a excepción de los gastos financieros debido a la dinámica de su comportamiento a la fecha de corte, mientras que en temas de cumplimiento de resguardos se presenta resultados idóneos acorde a lo establecido.

Riesgos Previsibles

- DAJAHU S.A. mantiene políticas de crédito ya establecidas, lo que ayuda a la entidad como medida de mitigación frente a posibles fluctuaciones en los ciclos económicos que podrían afectar a todos los sectores de la economía, incluido el sector arrocero.
- DAJAHU S.A. a la fecha de corte cuenta con una póliza con una ponderación mayoritaria del 93,03% por un monto de US\$28,95 millones para cobertura de incendio y terremoto; de manera que la entidad mitiga el riesgo de posibles desastres naturales que puedan afectar a las instalaciones conjuntamente con daños en sus activos, razón por la cual, la empresa posee de manera adicional diferentes pólizas para los activos restantes con una participación del 6,97% sumando US\$2,17 millones.
- DAJAHU S.A. exhibe gran concentración por parte de sus clientes, en donde en una muestra de los 10 principales representan el 57% del total de las ventas. No obstante, el emisor posee un contrato con su principal cliente de aproximadamente cinco años.
- Debido al incremento de deuda financiera, el indicador de liquidez a la fecha de corte culmina con un resultado inferior a la unidad (0,91 veces); tendencia que ha permanecido fluctuante en los periodos de análisis.

Aspectos de la Calificación

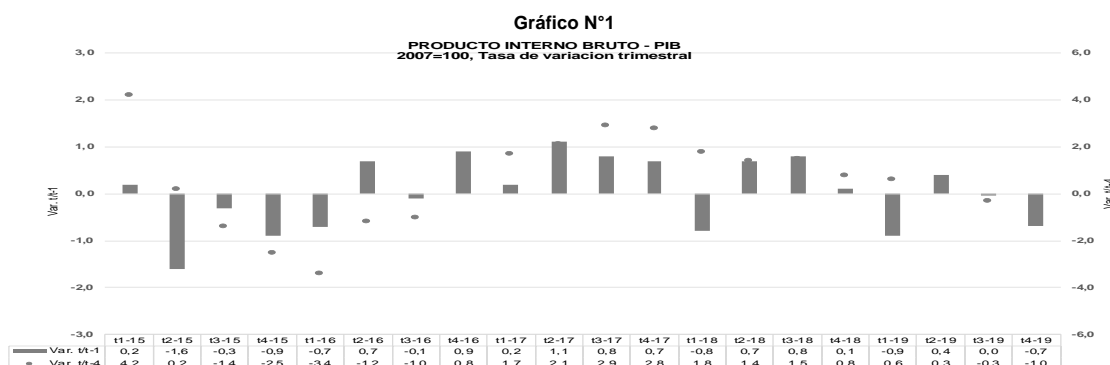
La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno Macroeconómico:

El 11 de marzo de 2020 la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró a la propagación del virus COVID-19 como una pandemia de escala global. La incertidumbre y desconocimiento de los mecanismos de contagio del nuevo virus limitan las opciones de control y respuesta para la prevención. Por esto, además de fuertes medidas de control sanitario e higiene, la OMS y demás epidemiólogos consideran el distanciamiento social como la única alternativa viable para reducir la curva de transmisión del virus y, de esta manera, disminuir la presión sobre los sistemas de salud alrededor del mundo. El distanciamiento social se ha traducido en cuarentenas generalizadas en todos los

continentes, por lo que la actividad económica se ha reducido dramáticamente en todo el mundo. La prioridad de líderes y profesionales a nivel global es evitar la irreparable pérdida de vidas, tanto por la pandemia como por los efectos económicos de esta.

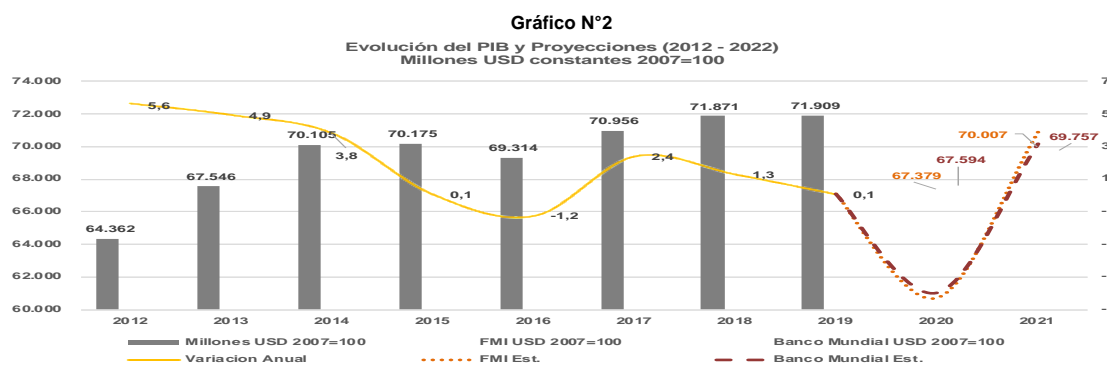
Frente a la coyuntura económica mundial desatada por la pandemia del COVID-19, el Fondo Monetario Internacional (FMI) sugiere a los gobiernos implementar políticas fuertes durante el proceso de respuesta a la crisis para salvaguardar los eslabones productivos de la economía. Para América Latina en particular, se recomienda la utilización de mecanismo de transparencia en el uso de los recursos, lo cual ha sido acatado por el gobierno ecuatoriano mediante la creación de la Cuenta de Asistencia Humanitaria en su plan económico de emergencia por el COVID-19. Este mismo organismo prevé una contracción de 6,3% del PIB real de Ecuador para el 2020, mientras que el promedio de contracción para Sudamérica sería de 5,0%. La severidad del declive económico del país se fundamenta en la débil posición en la que se encontraba previo a la pandemia: el 2019 mostró un crecimiento mínimo (0,05%) entrando en recesión durante los dos últimos trimestres del año, con una variación interanual de -0,3% para el tercer trimestre y de -1,0% para el cuarto trimestre. Si bien la economía había mostrado indicios de un proceso de desaceleración a principios de año, la coyuntura política y social de la segunda mitad del 2019 agudizaron los obstáculos para el crecimiento. No solo se evidencia un debilitamiento productivo, sino también social: la pobreza a nivel nacional alcanzó 25,0% a diciembre de 2019 (+1,8 p.p. var. Interanual) con un incremento de 0,5 p.p. de pobreza extrema, mientras que el empleo adecuado disminuyó en 1,8 p.p. a nivel interanual.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: BCE

A esto debe sumarse la caída de los precios del petróleo y la ruptura de dos oleoductos que transportan el crudo para su exportación. Esto no solo genera un impacto negativo para los ingresos fiscales, sino que también genera distorsión en la cadena productiva debido a la dependencia de la economía al sector petrolero, fenómeno evidente en el periodo de contracción 2014-2016. Si bien las exportaciones petroleras y no petroleras se han visto afectadas por la pandemia, las importaciones también muestran debilitamientos, incluso en mayor proporción a las exportaciones, por lo que el efecto sobre la balanza comercial ha sido marginal a febrero 2020. La disminución de la actividad económica del país tendrá también repercusiones para el sistema financiero nacional al reducirse sus niveles de intermediación financiera, en parte por la desaceleración de la demanda de crédito y por el incremento del riesgo asociado y los niveles de liquidez.

La evolución anual del PIB en el acumulado de 2019 muestra una contracción del gasto de consumo final del gobierno en 2,4% y una expansión del gasto consumo final de los hogares en 1,5%. El gasto del consumo final del gobierno revierte la expansión experimentada durante 2017 (+3,2%) y 2018 (+3,5%), mientras que el gasto de consumo final de los hogares ha desacelerado su crecimiento en comparación a 2017 (+3,7%) y 2018 (+2,1%). Ambas variables son de particular importancia para la economía nacional ya que generan la mayor cantidad de transacciones, donde observamos que una velocidad de circulación del dinero de aproximadamente 4,03 a diciembre de 2019 (4,15 para 2017 y 4,14 para 2018).¹ El incremento de tasas pasivas en el sistema financiero pudo haber ralentizado la velocidad de circulación, además de la débil inflación que reduce los estímulos para incrementar la circulación del dinero.



Fuente: Banco Central del Ecuador – FMI – Banco Mundial / Elaboración: BCE

¹ Velocidad de circulación del dinero: ingreso nacional bruto / oferta monetaria (M1). Para el cálculo de 2019 se estimó el ingreso nacional bruto en base al promedio de la relación entre el PIB y el ingreso nacional bruto entre 2009 y 2018.

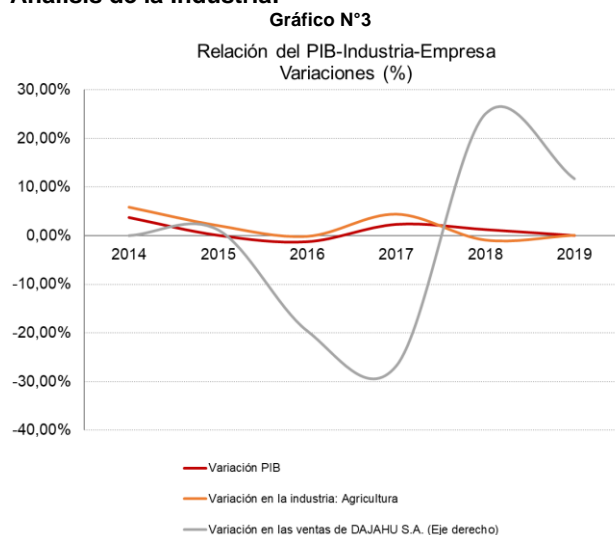
El Banco Central del Ecuador (BCE) realizó una operación de corto plazo en el mercado internacional por US\$ 300,00 millones respaldada con sus reservas de oro, para así garantizar la disponibilidad de las reservas bancarias y resguardar la liquidez del sistema financiero. De igual forma, la Corporación de Seguro de Depósitos emitió un informe técnico (CTRE-FSL-2020-02) mediante el cual se estima un requerimiento de liquidez del sistema financiero de US\$ 200,00 millones (aproximadamente el 7% del Fideicomiso del Fondo de Liquidez), en base al riesgo de interconexión del sistema de bancos. No obstante, el BCE no tiene la capacidad de emisión de moneda, por lo que programas de estímulo monetario no son factible en el contexto ecuatoriano. Si bien se observa un incremento del crédito al gobierno central en el balance del BCE (+US\$ 574,00 millones entre enero y marzo 2020), este comportamiento se registra desde mediados del 2019 y no necesariamente incrementa la liquidez de la economía ya que reduce las reservas del BCE. Una verdadera inyección de liquidez al sistema monetario dolarizado del país se espera mediante la captación de recursos del exterior, tanto por parte del gobierno central como por entidades del sistema financiero nacional con capacidad de gestionar líneas de crédito en el exterior.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO ECONOMICO (PIB) DEL BANCO MUNDIAL Y EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL						
	Banco Mundial			FMI		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Latinoamérica y el Caribe	0,1%	-4,6%	2,6%	0,1%	-5,2%	3,4%
Ecuador	0,1%	-6,0%	3,2%	0,1%	-6,3%	3,9%
Colombia	3,3%	-2,0%	3,4%	3,3%	-2,4%	3,7%
Perú	2,2%	-4,7%	6,6%	2,2%	-4,5%	5,2%
Brasil	1,1%	-5,0%	1,5%	1,1%	-5,3%	2,9%
Argentina	-2,2%	-5,2%	2,2%	-2,2%	-5,7%	4,4%
Chile	1,1%	-3,0%	4,8%	1,1%	-4,5%	5,3%

El panorama macroeconómico de Ecuador se ve fuertemente limitado por las condiciones previas a la propagación de la pandemia declarada por el COVID-19. La crisis de salud pública requiere una respuesta contundente del gobierno central y sus escasos recursos; al mismo tiempo que paraliza la actividad económica de manera drástica a funciones netamente esenciales. Bajo estas premisas, la prioridad para el manejo económico del país será la captación de recursos que permitan fortalecer el sistema de salud pública para incrementar su capacidad de respuesta en el corto y mediano plazo; así como, fondos para la implementación de programas sociales que brinden ingresos vitales a los sectores más vulnerables de la sociedad.

Para este propósito, la reestructuración de las obligaciones del estado es fundamental para liberar recursos de la caja fiscal y minimizar los requerimientos de acciones tributarias extraordinarias que pudieren restringir la liquidez de los hogares. El aporte tributario incluido en las medidas económicas planteadas por el gobierno muestra progresividad al apelar a la solidaridad de todos los sectores. Los organismos multilaterales han realizado un llamado a la solidaridad entre deudores y acreedores en todo nivel, por lo que se espera facilidades para la renegociación de deuda y gestión de nuevas líneas de crédito; sin embargo, una dinámica similar será necesaria al interior del país para soportar el periodo de iliquidez generado por la crisis sanitaria. Al igual que el FMI y otros organismos internacionales, PCR considera que las acciones de respuesta tanto en el frente económico, como el social y sanitario, serán de vital importancia para la recuperación y reconstrucción de los entramados sociales y productivos posterior a la crisis.

Análisis de la Industria:



Para analizar el comportamiento ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. Históricamente los ingresos de DAJAHU S.A. ha denotado un comportamiento fluctuante, de tal forma que desde el 2014 hasta el año 2016, la entidad mantenía una conducta similar tanto al PIB como a la industria agrícola. Sin embargo, en el 2017 este comportamiento se revierte debido a la inversión inmobiliaria que lleva efectuando el emisor. Con ello, la empresa diversifica sus fuentes de ingresos lo cual contribuye a que el emisor no se vea afectado ante cambios cíclicos futuros. Razón por la cual repunta el nivel de ventas para los años subsecuentes. Para junio 2020, DAJAHU S.A. exhibe sus ingresos por un valor nominal de US\$28,162 millones, derivado del crecimiento interanual en 40,99% con respecto al mismo mes

del año que le antecede. Es importante mencionar que, a la fecha de corte, el escenario macroeconómico fue afectado por la emergencia sanitaria declarada como pandemia mundial para inicios del año 2020 por la Organización Mundial de la Salud; aun así, al ser considerado al sector agrícola como segmento prioritario no se vio afectado por lo cual influyó positivamente a las ventas del emisor. Adicional, se debe considerar que Dajahu no siembra ni cosecha ninguna materia prima, por lo que inconvenientes en el sector agrícola no afectarían directamente a la empresa.

La principal actividad del emisor se concentra en la industrialización del producto agrícola de mayor consumo nacional en el Ecuador, el "Arroz", para tratamiento y comercialización. Como complemento y diversificación de su actividad agrícola, a través del almacenamiento para todo el litoral sur del Ecuador en arroz, maíz, soya, trigo, sorgo y todos los productos de importación necesarios para el desarrollo agrícola y alimenticio de país.

El sector agrícola es uno de los segmentos más importantes de la economía ecuatoriana; a finales del 2018 esta industria representó el 7,82% del PIB, este comportamiento es muy similar a los periodos anteriores, puesto que para el término de 2017, este sector fue el 7,76% del total de PIB, y para el final de 2016, fue del 7,71%.

Respecto con su evolución, para el primer trimestre de 2018, la industria de la agricultura se expandió en 3,54%, y para el término de 2017 creció en 3,65% en términos reales, este crecimiento del sector se debe al incremento en el sector de la agricultura en la inversión extranjera directa de 2017, la cual fue de 197,55%, por lo tanto, la expansión presentada del sector es mayor al incremento total del Producto Interno bruto. No obstante, para el año 2016, dada la coyuntura económica de recesión en ese periodo, el sector de la agricultura se contrajo en 0,71%.

A término del año 2019, se observa que la industria expande sus actividades denotando un desarrollo porcentual del 0,06% en relación con el año 2018; de tal forma que representa el 7,71% de aportación sobre el PIB que de manera análoga creció en 0,05% en referencia al año que le antecede.

Para inicios del año 2020, el COVID-19 es declarado como pandemia por la Organización Mundial de la Salud, mientras que, para el primer trimestre del año, debido a la propagación del virus, es considerado como emergencia sanitaria a escala global, denotando efectos negativos sobre la economía del mundo.

Para el caso particular de Ecuador, el 16 de marzo se emite el Decreto Presidencial No. 1017 – Estado de Excepción, en donde se rescata la restricción de circulación peatonal y vehicular en la vía pública a excepción del desarrollo de actividades de adquisición de alimentos, artículos de primera necesidad y farmacéuticas de manera prioritaria además de la suspensión de actividades comerciales de establecimientos con excepción de aquellos que desarrollen actividades de primera necesidad, conjuntamente con la suspensión de la jornada presencial de trabajo, ocasionando paralización de actividades económicas exceptuando a quienes presten servicios públicos básicos, de salud, seguridad, bomberos, riesgos bancarios, provisión de víveres, sectores estratégicos y otros servicios que ayuden a combatir la propagación del COVID-19 quienes sí podrían mantener la jornada laboral presencial sin cesar sus actividades, por lo cual, el emisor ha continuado con sus actividades de manera normal.

Es importante mencionar que el Gobierno Ecuatoriano propone para impulsar al sector agroindustrial; de forma que el Presidente Lenin Moreno Garcés con fecha 19 de febrero de 2020 recibe la propuesta de políticas de Estado para el agro ecuatoriano 2020-2030, la misma que contiene seis ejes que buscan convertir el agro en el motor de la economía de país:

- Fomento de la productividad y la calidad, mediante ámbitos de la investigación, desarrollo, cadenas de valor, además de certificaciones para tener productos competitivos, que puedan llegar a cualquier mercado.
- Orientación y desarrollo de mercados, por medio de la comercialización directa o de mínima intermediación, generando mayores ingresos para el campo y contribuyendo a la reducción de la pobreza rural.
- Acceso a servicios e infraestructura, para lo que el ámbito de acción se relaciona con información y análisis, acceso a financiamiento y seguro agrícola y ganadero y ganadero, tenencia de la tierra, sistemas de irrigación parcelaria tecnificada, sanidad e inocuidad agropecuaria, post cosecha y almacenamiento y logística, e infraestructura de apoyo a la producción. Así el campo tendrá más servicios para mejorar la producción.
- Fortalecimiento de la asociatividad y participación, por medio de programas de asociatividad, por lo que se impulsa el Diagnóstico Integral Organizativo (DIO) y el Cooperativismo Moderno. Con asociaciones fuertes los productores tendrán más y mejores oportunidades.
- Sostenibilidad ambiental y adaptación al cambio climático, adaptación al cambio climático, biocomercio y agricultura urbana.
- Modernización e innovación institucional y legal, por lo que trabaja en la reestructuración y desarrollo de capacidades del MAG, la coordinación intrasectorial, así como en reformas legales, mejorando la atención a los productores.

El objetivo de los ejes es tener un agro próspero, competitivo, sostenible e inclusivo aplicado a cualquier producto agropecuario.

Perfil y Posicionamiento del Emisor

AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A. nace en Ecuador como sociedad anónima en junio de 1999. Inicia su actividad comercial en febrero del 2000, como una fusión de capitales ecuatorianos y norteamericanos manteniéndose esta distribución accionaria hasta el año 2005, tiempo en el cual se convierte en una empresa de capitales netamente ecuatorianos.

Su actividad principal se concentra en la industrialización del producto agrícola de mayor consumo nacional en el Ecuador, el arroz. Para el tratamiento y comercialización de este producto, sobre una implantación inicial de 35.000 m² en el cantón Durán, Provincia del Guayas, se desarrolla una Planta Industrial con los últimos avances de la tecnología en lo referente al mejoramiento y adición de valor agregado a la gramínea, introduciendo nuevos tratamientos y procesos que revolucionan el mercado nacional y convierten en muy corto plazo a la compañía Agroindustrias Dajahu en líder de ventas a nivel nacional en un mercado con varias décadas de desarrollo.

El resultado de la cocción de un producto como el arroz varía de manera notable dependiendo de la altitud a la que se desarrolle, cuando su cocción se lleva a cabo a miles de metros sobre el nivel del mar, el producto final generalmente presenta grumos y una apariencia pegajosa que daña su presentación convirtiéndose en poco

apetitoso. Durante décadas la única forma de contrarrestar este fenómeno fue la de mantener después de cosechar y secar el arroz sin descascarar y en reposo durante varios meses, hasta que poco a poco este pierda parte de su humedad natural y que al pillarlo y posteriormente cocinarlo en la altura su presentación sea la de un producto graneado y apetitoso.

Agroindustrias Dajahu desarrolló un proceso que originalmente fue muy artesanal pero que gracias a la inversión en tecnología de punta actualmente es un proceso industrial automatizado y que garantiza homogeneidad en todos nuestros productos y que al momento de cocción su presentación sea de excelente calidad y muy apetitosa. Este proceso de elaboración conocido como "envejecido", provoca que el mejoramiento de la cocción del arroz se produzca en pocos días en lugar de varios meses, lo cual ha revolucionado el mercado arrocerero ecuatoriano y ha posicionado a Dajahu en pocos años como el líder de ventas a nivel nacional, calidad que ha mantenido durante los últimos 8 años.

Los productos arroceros se despachan desde el Km. 6,5 de la vía Durán-Tambo. Con ello, los compradores envían sus propios camiones a la búsqueda del producto procesado y en donde la mayoría de sus proveedores envían arroz cosechado para su industrialización. La compañía se ha diversificado mediante inversión inmobiliaria en propiedad planta y equipo o propiedades para inversión y arriendo.

Competencia

Debido a esos elevados niveles de comercialización anual, Dajahu ha sido destacada durante los últimos 7 años como una de las 500 empresas más grandes del país; la mayor en el ramo de industrialización y comercialización de arroz, y una de las Top 10 en lo referente al campo de las industrias de alimentos en el Ecuador.

Actualmente Agroindustrias Dajahu posee una capacidad instalada para pilar de 200 quintales por hora y envejecer unos 6.000 quintales por día. La empresa mantiene más de veinte marcas entre ellas:

- Arroz Americano
- Arroz Cinco Estrellas
- Arroz Osito tipo gourmet
- Arroz Carolina
- Arroz Goya, entre otros.

Adicional al arroz, la empresa también se encarga de la comercialización de maíz bajo pedido. Por otra parte, la empresa también ofrece servicios como:

- Alquiler de silos
- Alquiler de bodegas
- Recepción
- Limpieza
- Secado

En base al nivel de ingresos durante el 2019, Agroindustrias Dajahu se ubica en primer lugar en su sector económico:

Posición del Emisor dentro del sector a diciembre de 2019	
EMPRESAS	PARTICIPACIÓN %
AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.	21,00%
ECUATORIANA DE GRANOS S.A.	16,00%
COMERCIALIZADORA LEDESMA & LEDESMA	13,00%
ARROCESA S.A.	11,00%
INDUSTRIA ARROCERA PORTILLA S.A.	9,00%
LABIZA S.A.	9,00%
PRODUCTOS DEL AGRO SYLVIA MARIA S.A.	6,00%
OTROS	15,00%
TOTAL	100%

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Estrategias

La principal estrategia de Agroindustrias Dajahu S.A. es el crecimiento en activos, si bien, a la fecha la empresa mantiene 800 mil m² de capacidad industrial.

Por otra parte, la empresa durante el 2017 desarrolló el proyecto Plaza Logística e Industrial El Trébol, cuyo objetivo es la movilización efectiva de pequeños y grandes volúmenes de mercancías, la implementación general es de 450.000 m², planificado en varias etapas. El complejo industrial cerrado cuenta con oficinas, bodegas de almacenamiento, locales comerciales, lotes industriales, entre otras.

Adicional, la empresa se encuentra implementando estrategias comerciales para abarcar más mercado con distribuidores ya establecidos.

Se ha determinado la eficiencia de la aplicación de políticas de crédito, siendo estas al contado tanto en la comercialización de arroz como en el negocio de servicios; por otro lado, frente a la crisis sanitaria que se desarrolla actualmente en el país, la entidad ha optado por no aumentar el capital por parte de los accionistas a corto plazo, considerando que el flujo actual es suficiente y la consideración de sustituir alguno créditos de corto plazo por mediano

plazo. En cuanto a la adquisición de materia prima y los consumibles indispensables, la entidad se aprovisiona oportunamente para responder a las operaciones del negocio.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Agroindustrias Dajahu S.A., tiene un nivel de desempeño Regular (Categoría GC4, donde GC1 es la máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Dajahu S.A. es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. El capital suscrito de la compañía es de US\$ 5,72 millones y está representado por 5,715.000 acciones ordinarias de US\$ 1 de valor nominal unitario. Su principal accionista es FAMJARVE S.A. con el 84,17%. El 15,83% restante se distribuye entre Víctor Jara (8,23%), Javier García (5,00%) y Zoila Jara (2,60%). Todos los accionistas tienen los mismos derechos y obligaciones. Adicionalmente, la gerencia general es el área encargada de la comunicación con los accionistas. Esta compañía no posee un reglamento de la junta general de accionistas.

Todas las convocatorias a las juntas generales de accionistas respetan la comunicación vía diario nacional de al menos siete días laborables entre la publicación y la fecha de la junta. La última convocatoria se publicó el 28 de junio y la Junta se realizó el 12 de julio. Antes de realizar la convocatoria se consulta a los accionistas sobre algún asunto de interés a tratar. Los accionistas pueden delegar su voto mediante una carta dirigida al gerente general, misma que debe ser presentada antes de la fecha de la junta.

Dajahu no cuenta con un reglamento del directorio ni con una política para la gestión de riesgos. Por otra parte, la empresa cuenta con un área de auditoría interna.

Personal, Sistemas de evaluación y planificación

Respecto con la plana gerencial, a la fecha de corte Agroindustrias Dajahu cuenta con un personal capacitado con alrededor de 5 a 10 años desempeñando su cargo, experiencia en cargos similares y conocimientos en el área donde se desenvuelven. Por lo cual, PCR considera que la plana gerencial de Dajahu cuenta con estabilidad y experiencia. Adicional, la empresa cuenta a junio 2020 con 140 empleados a contrato distribuidos en diferentes áreas y 6 trabajadores denominados bajo la modalidad temporal.

Por otra parte, la empresa cuenta con el Sistema Informático *TEAMWORK* versión 2018 donde se puede manejar el área contable, caja/bancos, cuentas por pagar, inventario, facturación, ATS, Activos Fijos y producción. La información de este sistema es almacenada en un servidor propio con un lenguaje propio (VISUAL FOX).

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera a la empresa Agroindustrias Dajahu S.A., con un nivel de desempeño Regular (Categoría RSE4, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima) respecto a sus prácticas de responsabilidad social.

Con respecto a la responsabilidad social, Dajahu S.A. realiza algunas acciones que promueven el reciclaje, pero no forman parte de un programa formal. En este sentido, la basura es separada de acuerdo con su tipo (papel, plástico u orgánico) antes de entregar al recolector. Adicionalmente, la empresa realiza acciones que promueven el consumo racional del agua. Durante la época de invierno, se recoge el agua lluvia para su uso. Cabe mencionar que la zona en la que ellos se encuentran no cuenta con agua potable, por esta razón se restringe al máximo su uso.

Por otro lado, la empresa no evalúa a sus proveedores con criterios ambientales. Tampoco cuenta con programas o políticas que promueven la igualdad de oportunidades ni cuenta con un código de ética.

Dajahu S.A. no contrata menores de edad y todos los empleados son reportados al IESS, de este modo se cumplen con todas las regulaciones legales inclusive la que norma los periodos y sueldos de cada trabajador, ya que estos reciben todos los beneficios dictados por la ley. Adicional, la empresa asume todos los gastos de un grado completo en una escuela a cargo de la Fundación COMPARTIR, se cubren con los gastos de educación, incluyendo el costo de los maestros y los útiles escolares de 25 menores de edad. Esta actividad con la comunidad se ha efectuado por los últimos cinco años.

La compañía no cuenta con programas que promueven la eficiencia energética y, hasta la fecha de corte, no ha definido estrategias de participación con sus grupos de interés.

Calidad de Activos:

DAJAHU S.A. en los últimos cinco años (2015-2019) ha presentado un nivel de activos con tendencia creciente, exceptuando al año 2018 que debido a la contracción de propiedades, equipos, muebles y vehículos en -28,93% en referencia al año que le antecede, interrumpe la secuencia de desarrollo; aun así, a culminó del año 2019, la cuenta termina con un promedio de expansión del 13,91%. A la fecha de corte, los activos suman US\$55,63 millones creciendo su valor interanualmente en 1,01% (+US\$559 mil), sin embargo, en relación con el monto totalizado a diciembre 2019, se presenta un descenso porcentual en -7,17% derivado por la reducción de ciertas cuentas que componen el activo corriente de manera prioritaria el nivel de inventarios.

Históricamente, los activos han priorizado su concentración en activos no corrientes debido a las propiedades de inversión que posee la entidad. Para junio 2020, la estructura se mantiene con una ponderación mayoritaria en activos no corrientes por 68,75% con un valor nominal de US\$38,25 millones y la participación restante del 31,25% sumando US\$17,38 millones para activos a corto plazo con una dinámica interanual de 2,80% y -2,70% respectivamente. Por otro lado, tomando en consideración a las cuentas más representativas dentro de los activos se ubican propiedades

de inversión (25,87%), seguido de propiedades, equipos, muebles y vehículos (22,01%), otros activos no corrientes que comprenden inversiones subsidiarias, derechos fiduciarios, cuentas por cobrar filiales (20,87%) e inventarios (16,25%).

A nivel histórico (2015-2019), las propiedades de inversión denotan un promedio de crecimiento de 3,25%, sin embargo, en el periodo de 2016-2017, la cuenta exhibe una contracción del 30,89% derivado a los 74 lotes de terrenos pertenecientes a la lotización de Finca Vacacionales Las Brisas, ubicados en el kilómetro 5,5 de la vía a Durán, por un valor de US\$ 4,61 millones fueron transferidos a la cuenta activos restringidos en otros activos no corrientes. Para diciembre 2018, de manera análoga se explica por la reclasificación de las construcciones en curso de los galpones de almacenamiento en el sector El Trébol en Durán², que anteriormente estaban contabilizados en las cuentas de propiedad, equipos, muebles y vehículos, y que serán destinados para el arrendamiento. Al cierre del año 2019, la entidad adquiere dos oficinas en el edificio "Arcos Plaza 1". Finalmente, a la fecha de corte, junio 2020, DAJAHU en relación con junio 2019 incrementa su valor en 1,52% (+US\$216 mil), producto de las diferentes adquisiciones hasta la fecha. Los detalles se muestran a continuación:

Propiedades de Inversión Junio 2020	
EDIFICIO BARROCO	7,07%
GALPONES DE ALMACENAMIENTO	23,43%
INSTALACIONES EN SILOS	24,57%
PLAZA LOGÍSTICA EL TRÉBOL	26,62%
VILLA 24, URB. EL RIO	3,69%
MZ B8, 3-8 SOLARES	1,74%
MZ 9B, SOLAR 7B	0,16%
MZ D' C' D13 Y D14	2,33%
MZ D15 SOLARES 1,2,3 Y 4	0,51%
PARQUEO EDIF. SAN FRANCISCO 300	0,07%
2 OFICINAS DEL PORTAL	4,22%
DEPARTAMENTO EN PUNTA BLANCA	0,31%
8 PARQUEOS EDIF. DEL PORTAL	0,34%
6 PARQUEOS EN LOS ARCOS PLAZA	0,76%
2 OFICINAS EN LOS ARCOS PLAZA	4,19%
TOTAL	100%

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

En la misma línea, propiedades, equipos, muebles y vehículos desde el año 2015 a la presente fecha ha presentado fluctuaciones en cuanto a sus adquisiciones, aun así, ha persistido su tendencia de crecimiento por un promedio de 20,38%. Es importante señalar, que la adquisición más fuerte se observó en el año 2017 dado por el avalúo técnico sobre la planta piladora desglosado en terreno y edificio; en base a las Normas Internacionales de Valoración y con sujeción a precios comparables del mercado a la fecha del avalúo, lo cual reflejó un incremento de US\$ 2,5 millones y US\$ 2,4 millones respectivamente. En cuanto al periodo de análisis, la entidad suma la propiedad, equipo, muebles y vehículos por US\$12,24 millones descendiendo su valor en -3,22% en relación con el mismo periodo del año que le antecede. Su estructura se define en la adquisición de maquinarias – equipos e instalaciones, edificios, terrenos, obras en curso y otros activos en tránsito y su restante en muebles y enseres, equipos de computación vehículos y otros activos.

Como parte fundamental en la constitución de activos corrientes se ubica los inventarios, con un promedio de crecimiento en los últimos cinco años en 113,95%. Se señala que, DAJAHU como política denota el abastecimiento de inventario a finales de año, debido a que durante el primer trimestre del año se suele producir un periodo de escasez. Su comportamiento en los años de análisis ha sido oscilante, presentando puntos atípicos en 2017 producto de la venta de todo lo almacenado en maíz a un solo cliente (negociación que se había hecho habitual a inicios de cada año); para inicios del año 2018 la negociación se efectuó parcialmente, y con ello la entidad logro vender en su totalidad el maíz almacenado a finales del 2017 y la administración tomó la decisión de no almacenar maíz y comercializarlo bajo pedido. A termino, del 2019, derivado de las estrategias la compañía por abastecerse de materia prima a menores costos antes de que llegue el periodo de sequía previsto para los primeros meses del año 2020. A junio 2020, el nivel de inventarios suma US\$9,04 millones con un desarrollo interanual de 25,83% contando con productos como arroz envejecido, polvillo, arrocillo, maíz y harina.

Es importante recalcar el deterioro de cuentas por cobrar a clientes en el año 2019 de acuerdo al informe de auditoría, reconoce la dinámica debido a las pérdidas de crédito de dichos saldos. La determinación del deterioro de cuentas por cobrar a clientes requiere de juicios significativos por parte de la Administración de la Compañía y se basa principalmente en la experiencia de pérdidas históricas de la Compañía, ajustada por factores que son específicos de los deudores, condiciones económicas generales de la industria, y la evaluación de condiciones del deterioro de cuentas por cobrar a clientes. Adicional, la entidad para 2019 realiza un cambio en la firma auditora, la misma que determina las cuentas por cobrar en rubros tanto para el corto como largo plazo por un monto total de US\$8,27 millones, los mismos que ponderan el 54,02% para el activo corriente y la diferencia de 45,98% para el activo no corriente que responde a préstamos dados a la subsidiaria Construkigal para la construcción del centro comercial Paseo Real, el mismo que una vez finalizada la obra empezará con el pago a Agroindustrias DAJAHU S.A.

Subsecuente, a junio 2020 se observa a la participación de las cuentas y documentos por cobrar, con una ponderación del 5,43% con respecto al total de activos, totalizando su valor nominal en US\$3,02 millones, integrando las cuentas

² El proyecto Plaza Logística e Industrial El Trébol es el primer centro logístico del sector creado para la movilización efectiva de pequeños y grandes volúmenes de mercancías. Las altas especificaciones técnicas de la plaza permitirán una operación eficiente para las empresas. Actualmente 3 de los galpones se encuentran arrendados por Azucarera Valdez y Grupo Alucaps, con contratos a 3 años y perspectiva permanente.

por cobrar clientes (US\$2,92 millones), cuentas por cobrar varios (US\$233,30 mil) menos el deterioro de la cuenta (-US\$132,78 mil). En el periodo se observa una concentración de cuentas por cobrar clientes del 85,04% en el periodo de 1 a 30 días por vencer; mientras que 1 a 120 días vencido se ubica el 14,96% de la cartera, de manera que se determina la eficiencia de la aplicación de la política del 80% de anticipo en efectivo antes de realizar el respectivo despacho del producto y el pago al contado en cuanto al negocio de servicios. En cuanto a sus clientes presenta una diversificada cartera, sin embargo, la entidad apunta una concentración del 57% en una muestra de los 10 principales clientes, lo que ocasionaría posibles problemas en escenarios de impago.

Con lo antes expuesto, a la fecha de corte, se determina el promedio de rotación de las cuentas por cobrar en 19 días, que en comparación con el mismo mes del año que le antecede (junio-2019) se contrae en 4 días, de manera que se ubica por encima del promedio de los últimos cinco años (18 días) en 1 día. Es importante señalar que las cuentas por cobrar clientes mantienen un margen equitativo en relación con las cuentas por pagar proveedores (18 días), cancelando las deudas en igual proporción que se recupera el dinero de los clientes.

Adicional, a junio 2020 se observa la cuenta inversiones por un saldo de US\$3,6 millones, explicado por el crecimiento interanualmente en 500% (+US\$3,00 millones) debido a la adquisición de certificados de depósitos en dos entidades bancarias nacionales con vencimiento de 31 días.

Pasivos:

Los pasivos de DAJAHU S.A. han presentado una tendencia al alza durante los últimos cinco años (2015-2019) a excepción del año 2018 que se contraen en -3,38% en referencia al año que le antecede, debido a la cancelación de las cuentas y documentos por pagar, recuperando su tendencia principal para el año 2019, de tal forma que se define un promedio de crecimiento por 13,03%. A junio 2020, la cuenta totaliza US\$38,31 millones experimentando un incremento interanual en 0,87% (+US\$329 mil) explicado por la adquisición de mayores niveles de deuda a corto plazo.

El emisor durante el año 2015 y 2016 denoto concentración de actividad en el corto plazo; sin embargo, la entidad logró a partir del año 2016 reestructurar sus adeudos financieros en mayor plazo, de tal manera que al culminó a la fecha de análisis, el pasivo divide su estructura de manera ecuánime con una participación del pasivo corriente en 50,07% y pasivo no corriente en 49,93%. Dichos pasivos se componen en esencia por obligaciones bancarias corto y largo plazo con una ponderación del 38,48% y 29,18% respectivamente con valores nominales de US\$14,74 millones y 11.18 millones; seguido de valores emitidos a largo plazo con una representación del 12,68% totalizándose en US\$4,86 millones.

En referencia a la composición de la deuda financiera con entidades bancarias, a la fecha de corte su valor nominal fue de US\$26,00 millones. Al realizar una comparación del compromiso con los acreedores de junio 2019, se observa un dinamismo porcentual en 1,33% al pasar de US\$25,66 a US\$26,00 millones; explicado para dar soporte al crecimiento del inventario. Por otro lado, las entidades con las que el emisor mantiene relación responden a 3 bancos nacionales y 3 bancos extranjeros, fijados en una tasa promedio del 7,90% con plazos que oscilan entre los 98 días hasta los 5 años juntamente con pagos mensuales, semestrales y al vencimiento.

Los detalles de las obligaciones bancarias se detallan a continuación:

Detalle de Capital deuda Con Instituciones Financieras – junio 2020				
Entidad	Deuda Corto plazo (US\$)	Porción Corriente (US\$)	Largo Plazo (US\$)	
Entidades Nacionales	Institución 1	19,68%	7,53%	26,95%
	Institución 2	44,91%	61,05%	43,79%
	Institución 3	35,41%	22,45%	13,47%
Entidades Extranjeras	Institución 4	0,00%	0,00%	6,71%
	Institución 5	0,00%	6,13%	5,96%
	Institución 6	0,00%	2,84%	3,11%
Total	100%	100%	100%	

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Por otro lado, en cuanto a la emisión de obligaciones se fracciona tanto corto como a largo plazo ponderadas en 20,93% y 79,07% respectivamente en función del monto total que a la fecha de corte denota un valor nominal de US\$6,14 millones.

Emisión	Monto	Tasa	Plazos	Pagos	Saldo de Capital
2da. Emisión Obligaciones	3.000.000,00	7,50%	7 años	Trimestral	3.142.857,14
	4.000.000,00	7,75%	6 años		3.000.000,00
Total	7.000.000,00				6.142.857,14

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

En relación con las cuentas por pagar proveedores, en el periodo de análisis su valor nominal fue de US\$2,26 millones, exhibiendo una contracción interanual en -30,07% (-US\$971 mil), su dinámica se respalda debido al pago de obligaciones con determinados proveedores. A junio 2020, DAJAHU S.A. mantiene relación con 169 proveedores, de los cuales, en una muestra de los 20 principales abastecedores, estos ponderan el 95,39% de participación en costo total, expresado en valores nominales por una suma de US\$2,15 millones.

En correlación a las cuentas por pagar, su rotación a junio 2020 culmina en 18 días, disminuyendo su valor en relación con el mismo mes del año que le antecede por 22 días, razón por la cual se sitúa por debajo del promedio de los

últimos cinco años (46,81 veces), con un registro único a nivel histórico. Es importante mencionar que en la estructura de cuentas por pagar presenta concentración en el periodo de 1 a 30 días, seguido de 121 a 150 días, además de exhibir valores en la banda de mayores de 151 días, que en referencia a junio 2018 no sucedía; lo que permitió a la entidad mostrar una menor presión de flujos y tiempo conveniente para la cancelación de sus cuentas.

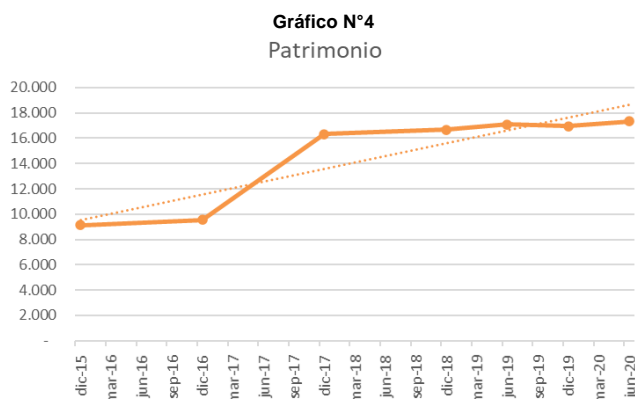
Detalle cuentas por pagar		
Plazo de pago	Jun-2019	Jun-2020
1-30 DIAS	64,99%	63,73%
31-60 DIAS	18,15%	11,80%
61-90 DIAS	7,54%	5,11%
91-120 DIAS	4,75%	2,07%
121-150 DIAS	4,57%	16,79%
> 151 DIAS	0,00%	0,50%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

A culmino del periodo de análisis, el emisor se mantiene al día en el pago de sus obligaciones Financieras, Mercado de Valores, Servicio de Rentas Internas (SRI) e Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS).

Soporte Patrimonial:

DAJAHU S.A. en los últimos cinco años (2015-2019) denota un capital social constante por un monto de US\$5,72 millones en una representación de 5.715.000 acciones ordinarias valoradas en US\$1,00, cuya distribución se ha dado para FAMJARVE S.A. con el 84,17% como principal accionista contando con 4.810.125 acciones, el 8,23% de participación para Víctor Jara y la diferencia de 7,60% dividido en Javier García (5%) y Zoila Jara (2,60%).



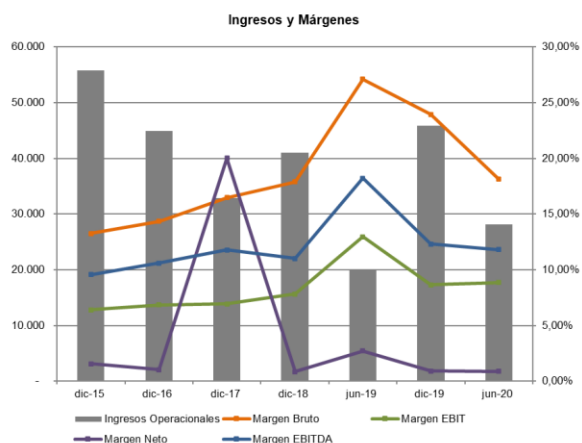
Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Históricamente, el patrimonio ha mostrado una tendencia de crecimiento permanente de tal forma que en el 2015 suma un valor nominal de US\$9,13 millones ascendiendo a 2019 a US\$16,97 millones, exhibiendo un promedio de 18,14%. La dinámica se respalda por el comportamiento principal de las reservas por revalorización y de los resultados acumulados. Para junio 2020, la cuenta totaliza US\$17,32 millones, derivado del desarrollo porcentual interanual de 1,35% (+US\$230 mil), explicado por la acumulación de resultados y el crecimiento de la reserva legal; demostrando el compromiso por parte de los accionistas. La empresa no posee una política de reparto de dividendos y durante el último año no se ha realizado repartición de estos.

Para el periodo de análisis, se observa una distribución del patrimonio con una ponderación relevante en 62,22% para resultados acumulados (+US\$10,78 millones) donde se ubican valores de resultados integrales, acumulados y la utilidad del ejercicio; seguido de la aportación de los inversionistas en 33% (US\$5,72 millones) y la diferencia del 4,78% (US\$829 mil) respondiendo a reserva legal.

Desempeño Operativo:

Gráfico N°5



DAJAHU S.A. se concentra en la industrialización del producto agrícola de mayor consumo nacional en el Ecuador, el Arroz, como complemento y diversificación de su actividad industrial, la entidad cuenta con el centro de Almacenamiento Dajahu CAD, el más grande complejo de silo y bodegas planas y graneleras para almacenamiento en el país, con una capacidad final de 60.000 Tn de graneles y más de 80.000 Tn para productos terminados y que proporciona servicio de almacenamiento para todo el litoral sur del Ecuador, en arroz, maíz, soya, trigo, sorgo y todos los productos de importación necesarios para el desarrollo agrícola y alimenticio del país.

La entidad alterna sus fuentes de ingresos como medida de prevención frente a escenarios adversos en el sector agroindustrial, determinando una participación del 92% por la comercialización de arroz y el 8% por servicios e

inmuebles. La empresa no realiza labores de siembra ni de cosecha en ningún tipo de materia prima por lo que se encuentra expuesto al cambio en los precios de compra de su materia prima que pueden afectar sus márgenes de rentabilidad.

En los últimos cinco años, los ingresos han evolucionado de manera fluctuante, evidenciando un valor nominal bajo para los años 2016 y 2017 derivados por el terremoto del 16 de abril de 2016, que causó varios daños a la planta de silos para almacenamiento³, rubro que representaba cerca del 6% de sus ingresos y sobre el cual ya se han realizado las respectivas reparaciones y reemplazos. Subsecuente a los eventos, para el año 2018 y 2019 se reactiva los niveles de ingresos.

Para junio 2020, los ingresos suman US\$28,16 millones que, en comparación a junio 2019, el crecimiento interanual fue de 40,99% incrementándose nominalmente en US\$8,19 millones. Los ingresos se determinan por el nivel de ventas tanto en cantidad como por precio fundamentalmente por el producto estrella, arroz envejecido con una participación del 84,73%, seguido de la participación en 9,50% del polvillo, arrocillo, maíz y harina, se adiciona entradas por temas de arriendos⁴ en 4,03% y la diferencia del 1,74% por servicios varios.

En el año 2020, a partir del 17 de marzo, debido a la emergencia sanitaria, los sectores que componen la economía del país fueron afectados, exceptuando a industrias que presenten productos de primera necesidad, razón por la cual el nivel de ventas de empresa DAJAHU S.A. no han sido afectadas de manera agresiva a pesar de la coyuntura de país, por lo que PCR considera que la entidad no presenta fuerte sensibilidad frente a factores macroeconómicos dado los bienes prioritarios que oferta.

Descripción	Jun-19				Junio-20			
	Volumen (qq)	Precio Promedio	Total Ventas	Participación (%)	Volumen (qq)	Precio Promedio	Total Ventas	Participación (%)
Arroz envejecido	536.522,18	31,11	16.691.002,44	83,56%	659.997,28	36,15	23.861.382,17	84,73%
Polvillo, arrocillo	66.010,98	21,56	1.423.194,24	7,13%	53.784,00	14,09	757.708,51	2,69%
Maíz	5.202,58	14,67	76.304,92	0,38%	116.733,11	16,30	1.903.157,79	6,76%
Harina	429,90	9,70	4.169,66	0,02%	1.693,00	8,94	15.140,92	0,05%
Cacao	-	-	-	-	-	-	-	0,00%
Arriendos			1.112.965,44	5,57%			1.134.839,91	4,03%
Servicios			666.835,54	3,34%			490.623,56	1,74%
Total Ventas			19.974.472,24	100%			28.162.852,86	100%

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

En cuanto al costo de ventas, históricamente ha fluctuado sus valores, de manera que en el periodo de 2015 a 2017 denoto contracciones seguidas derivado de la reducción de precios de la materia prima. Para los años subsecuentes, hasta 2019, el costo de ventas se incrementa relativamente, de tal forma que a culminó de año el promedio del comportamiento de la cuenta se define en -3,34%. Para la fecha de corte, el costo de la materia prima totaliza US\$23,06 millones con un desarrollo interanual de 58,32% que, debido a la dinámica, la utilidad bruta es afectada disminuyendo su valor en -5,64% (-US\$305 mil) en relación con el mismo mes del año que le antecede.

Por otro lado, los gastos operacionales en una comparación interanual su valor nominal ha decrecido en -7,36% (-US\$208 mil) culminando en US\$2,61 millones, en donde su mayor participación corresponde a gastos por temas de producción en 46,82%, seguido de gastos administrativos (45,56%) y ventas (7,62%). Debido a la diferencia entre la

³ Entre los daños que se evidenciaron están algunos silos, estructuras, soportes, sistemas de volteo y transportación, por lo cual la empresa le dio de baja por un total de US\$ 620,94 mil. Por otra parte, durante el 2016 la empresa sufrió el robo de una camionera, esta baja representó US\$ 21,01 mil.

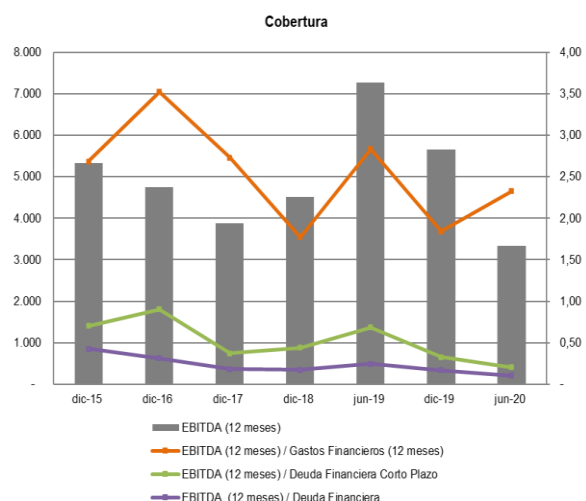
⁴ Dentro del servicio de alquiler sobresalen: silos, bodegas y galpones.

utilidad bruta y los gastos, la entidad exhibe una disminución en el margen operativo en -3,77% totalizando su rubro en US\$2,49 millones. En la misma línea, el crecimiento de los gastos financieros en perspectiva interanual por 11,35%, no permiten a la entidad crecer en su utilidad neta; además de mencionar el incremento de la cuenta de otros ingresos o pérdidas por temas de depreciación de propiedades, rendimientos financieros y otras rentas cuyo valor aumenta interanualmente en 6,30%, debido a su diferencia, a junio 2020 el resultado integral de DAJAHU S.A. es de US\$250 mil, experimentando un descenso interanual en -53,87% (-US\$292 mil).

Considerando todo lo expuesto, los indicadores de rentabilidad como son sobre los activos (ROA) y el patrimonio (ROE) se ven afectados a la fecha de corte, reduciendo su valor en referencia a junio 2018 en -1,07 p.p. y -3,46 p.p. respectivamente; culminando en 0,90% para la rentabilidad sobre el activo y 2,88% en rentabilidad sobre el patrimonio.

Cobertura con EBITDA:

Gráfico N°6



DAJAHU S.A. como se pronunció a junio 2020, los niveles de ingresos no presentaron afectación a pesar de los factores macroeconómicos; sin embargo, el costo de ventas al incrementar su valor nominal no permite el crecimiento regular del EBITDA, de tal manera que se exhibe una contracción de -8,53% en relación a junio 2019 culminando en US\$3,33 millones.

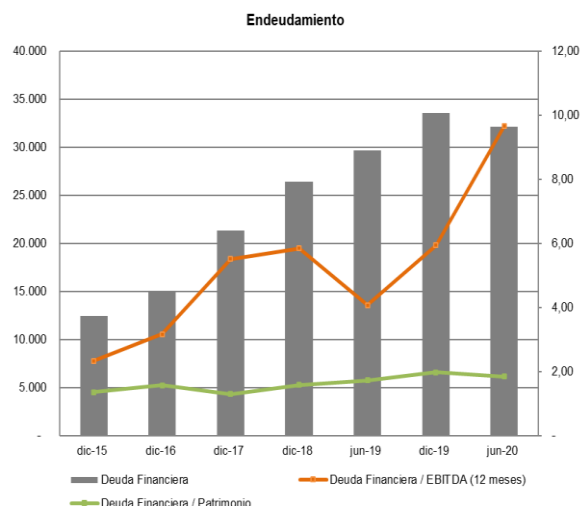
Para la cobertura de la deuda financiera, en el periodo de análisis se ubica en 0,21 veces, situándose por debajo del promedio de los últimos cinco años (0,25 veces), adicional que, en relación a junio 2019, desciende la cobertura en -0,04 p.p.

Debido a la dinámica de los flujos en relación con el comportamiento de los gastos financieros, la cobertura interanual disminuyó en -0,50 p.p., a pasar de 2,83 veces a 2,33 veces.

Realizando una sensibilización, la cobertura de los flujos EBITDA respecto con el total de pasivos a la fecha de corte, registra un índice de 0,17 veces; situándose dentro del promedio a nivel histórico (0,17 veces). De manera análoga, el indicador se contrae en -0,02 p.p. en relación con junio 2019.

Endeudamiento:

Gráfico N°7

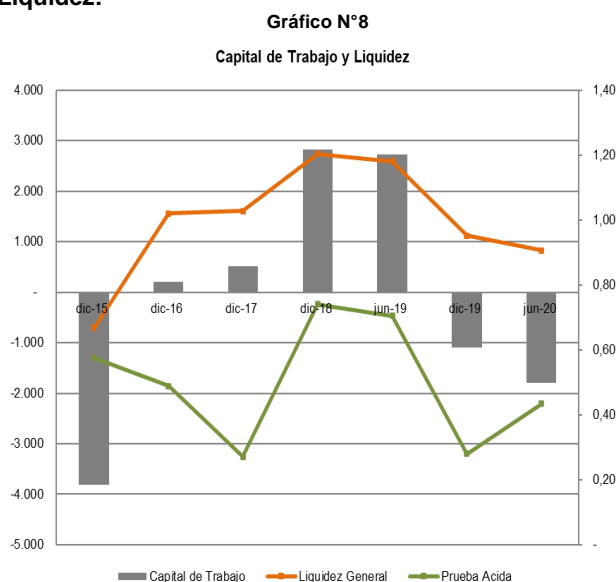


Históricamente, la deuda financiera de DAJAHU S.A. ha presentado una tendencia creciente derivado a la constante necesidad de la empresa en soportar el crecimiento de los activos, al igual que el capital de trabajo. En los últimos cinco años (2015-2019), la entidad exhibe variación en cuanto a la deuda financiera, tomando participación tanto en el corto como largo plazo; de manera que, a junio 2020, la deuda pondera el 38,69% dentro del pasivo corriente.

A la fecha de corte, la relación de cobertura del patrimonio en cuanto a la deuda financiera se ubica en 1,86 veces con un registro mayor al promedio de los últimos cinco años (1,56 veces), por otro lado, sustentando el nivel de deuda sobre el pasivo total se exhibe 0,84 veces, además de establecer en 2,21 la cobertura del patrimonio versus al pasivo total.

La capacidad de pago de la deuda financiera, medida por la relación entre deuda financiera y los flujos EBITDA que a la fecha se vieron afectados, determinaron un incremento del tiempo de cancelación para la deuda financiera, de manera que a junio 2020 el tiempo estimado es de 4,83 años, registro superior a su promedio histórico (4,59 años), a su vez que incrementa su valor en 0,76 años tomando como referencia al mismo mes del año que le antecede.

Liquidez:



promedio de los últimos cinco años (0,47 veces).

En cuanto al capital de trabajo producto del decremento interanual de los activos corrientes (-2,70%) frente al crecimiento de los pasivos corrientes (26,75%), la entidad a la fecha de corte exhibe un capital negativo por -US\$1,79 millones, recursos que no puede responder a las obligaciones de negocio.

El flujo de efectivo entregado por industria Dajahu S.A. exhibe un monto de US\$5,92 millones proveniente de actividades operativas originadas en la diferencia de ventas de bienes y servicios y lo cancelado a proveedores, empleados y acciones operativas. Por otro lado, el flujo de inversión suma -US\$4,87 millones correspondiente a la adquisición de propiedades, plantas y equipo, así como compra de activos a largo plazo. Subsecuente, el efectivo de financiamiento se debe a entradas, salidas de efectivo, pago de préstamos como financiación a largo plazo culminando en -US\$2,38 millones. Debido a la diferencia del comportamiento de entradas y salidas de efectivo, la entidad termina con un saldo bancario de US\$440,87 mil.

El indicador de liquidez de Industrias DAJAHU S.A. en los últimos cinco años partiendo desde 2015 al 2019, se han mantenido fluctuante, debido a la reestructuración de deuda con ponderaciones mayoritarias al largo plazo, acorde a los proyectos ejecutados, a partir del año 2016 se muestra un nivel de liquidez general superior a la unidad; permaneciendo estable hasta el año 2018; mientras que a dic-19 decae su valor a 0,95 producto de mayores niveles de financiamiento.

El indicador viene por la relación dada entre los activos corrientes alcanzado al corte y los pasivos corrientes, siendo los recursos más líquidos que harían frente a sus obligaciones inmediatas. Para el periodo de análisis, el indicador se ubica en 0,91 veces, resultado inferior al promedio histórico (0,97 veces).

Para el índice de prueba ácida⁵, en junio 2020, consigna una cobertura de 0,43 veces dado que los inventarios tienen una alta relevancia dentro de los activos corrientes; valor que se mantiene por debajo del

⁵ (Activos corrientes – Inventario) / Pasivos Corrientes

Situación de la Emisión:

La Segunda Emisión de Obligaciones de AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A. US\$ 7,00 millones está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo de la presente emisión es para la clase 1 de 2.520 días y para la clase 2 de 2.160 días, la primera con pagos trimestrales tanto de intereses como de capital, mientras la clase 2 con pagos de intereses trimestrales y capital al día 1.080 y al vencimiento. Las proyecciones se muestran adecuadas considerando las previsiones macroeconómicas, así como la estabilidad en los márgenes y los niveles de deuda del emisor.

Instrumento Calificado

Con fecha 12 de julio de 2018, la Junta General de Accionistas de la Compañía AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A., resolvió realizar una Emisión de Obligaciones, por un monto de US\$ 7.000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores						
Emisor:	Agroindustrias Dajahu S.A.					
Monto de la Emisión:	US\$ 7.000.000,00					
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.					
Características:	Clase	Monto a Emitir	Plazo	Tasa Anual	Pago de Intereses	Amortización de capital
	1	4.000.000,00	2.520 días	7,50%	Trimestral	Trimestral
	2	3.000.000,00	2.160 días	7,75%	Trimestral	Al día 1.080 y al vencimiento
Valor Nominal de cada Título	Valores de valor nominal unitario de un mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$1.000,00), o múltiplos.					
Fecha de Emisión:	28 de noviembre del 2018					
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.					
Rescates anticipados:	La presente emisión de obligaciones contempla rescates anticipados.					
Sistema de Colocación:	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es PLUSBURSATIL Casa de Valores S.A.					
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un ciento por ciento (100%) para cancelar pasivos con instituciones financieras de un costo mayor o plazo menor que la emisión a realizarse.					
Resguardos de ley:	Se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, a que la relación activos reales sobre los pasivos exigibles permanezca en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.					
	Así mismo, se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.					
	Se obliga a mantener, durante la vigencia de la emisión de obligaciones, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 11 de la Sección I del Capítulo III del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores), expedidas por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.					
Límite de Endeudamiento	La compañía Agroindustrias Dajahu S.A., se ha comprometido, conforme el acta de junta extraordinaria de accionistas que aprobó la emisión de obligaciones, a mantener un límite de endeudamiento consistente en una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,70, en todo momento mientras esté vigente la emisión.					
Garantía:	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Fecha de vencimiento	25 de noviembre del 2025					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 28 de noviembre del 2018, a junio 2020 se ha colocado el 100% del monto aprobado. En este sentido, un 57,14% corresponde a la clase 1 y la diferencia de 42,86% perteneciente a la clase 2. A continuación, se detalla los saldos por amortizar de la colocación para la fecha de corte:

Clase	Fecha de vencimiento	Valor Colocado	Capital Pagado	Interés Pagado	Total	Saldo Capital
1	28/11/2025	4.000.000,00	857.142,86	409.821,43	1.266.964,29	3.142.857,14
2	17/12/2024	3.000.000,00	-	348.750,00	348.750,00	3.000.000,00
Total		7.000.000,00	857.142,86	758.571,43	1.615.714,29	6.142.857,14

Fuente: Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Destino de los Recursos:

El Objeto de la emisión es mejorar la estructura financiera de la empresa, destinando los recursos que se generen 100% para cancelar pasivos con instituciones financieras de un costo mayor o plazo menor que la emisión a realizarse.

DESTINO	MONTO US\$
Pago de Pasivos	7.000.000,00
TOTAL	7.000.000,00

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

1. Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
 - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y

Durante el primer semestre, el emisor cumple con el resguardo al mantener un indicador superior a uno. De manera análoga para el segundo semestre desde noviembre al mes de abril, el indicador alcanza un resultado de 1,01 veces, cumpliendo el respectivo resguardo.

Resguardo de liquidez								
Indicador de Liquidez	I semestre							
	may-19	jun-19	jul-19	ago-19	sep-19	oct-19	Semestral	Límite ≥ 1
	1,2	1,26	1,18	1,22	1,06	1,12	1,17	Cumple
	II semestre							
	nov-19	dic-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	Semestral	Límite ≥ 1
1,15	0,95	1,00	0,98	0,99	1,00	1,01	Cumple	

- b) 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.

Resguardo de liquidez - junio 2020		
Activos Reales ⁶ / Pasivos	jun-20	Límite ≥ 1
	1,45	Cumple

A la fecha de corte, la relación de activos reales para los pasivos corrientes se ubica en 1,45 veces siendo superior al límite estipulado en el Prospecto de Oferta Pública.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

Para el periodo de análisis, junio 2020, no se han repartido dividendo mientras existan obligaciones en mora

3. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores).

Limitaciones de Endeudamiento

El emisor se ha comprometido en mantener un nivel de endeudamiento financiero (pasivo financiero / activo total) no mayor a 0,70, considerando pasivo financiero a la deuda financiera.

A junio 2020, el indicador de endeudamiento se ubica en 0,58 veces por lo que se cumple el límite de endeudamiento estipulado.

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados

Agroindustrias Dajahu diversifica sus fuentes de ingresos para de esta forma mitigar posibles riesgos ante cambios cíclicos en el sector agroindustrial. La empresa no realiza labores de siembra ni de cosecha en ningún tipo de materia prima por lo que se encuentra expuesto al cambio en los precios de compra de su materia prima que pueden afectar sus márgenes de rentabilidad. Adicionalmente, el contrabando de arroz peruano y colombiano tienen efectos negativos sobre sus ingresos; no obstante, la administración considera que, gracias a la disminución en el precio de esta materia prima, este inconveniente se está reduciendo.

A junio 2020, los ingresos de Industrias DAJAHU S.A. suman US\$ 28,16 millones derivado de las ventas de productos (arroz, arrocillo, polvillo, harina y maíz) como entradas de dinero por temas de arriendos y servicios; estableciendo una relación entre los niveles adquiridos a la fecha de corte y lo proyectado por la entidad, su cumplimiento es del 58,47% señalando que siendo el primer semestre ha sobrepasado lo proyectado por la entidad con más de 50% beneficiado a su vez por la capacidad productiva del emisor. En cuanto al costo de ventas, producto del comportamiento de crecimiento a la fecha de corte ha cumplido su valor en 57,84%, razón por la cual la utilidad bruta se ve afectada.

⁶ Total, de activos

En la misma línea, los gastos administrativos y de ventas se contraen de manera interanual, lo que provocó que el cumplimiento de estos sea menor al 50%, culminando en un avance del 46,14%. Es importante mencionar el comportamiento de los gastos financieros, que han superado a lo presupuestado por la entidad, siendo el primer semestre de lo establecido dentro del presupuesto anual, se exhibe un valor porcentual de 166,75% debido al nivel de endeudamiento que mantiene la empresa.

Poniendo en consideración el dinamismo de las cuentas y la evolución en los primeros seis meses; la utilidad neta culmina en US\$250 mil cumpliendo el 25,92% de lo esperado por Agroindustrias Dajahu S.A.; lo que pone en consideración el comportamiento principal de los gastos financieros que no permiten cumplir con lo establecido dentro de la proyección. Sin embargo, se prevé que en las próximas revisiones se pueda evidenciar los resultados igual o superior a lo descrito.

Estado de Resultado Agroindustrias Dajahu S.A.											
Proyección escenario Conservador (Miles US\$)											
Descripción	dic-19 Real	2019	Cumplimiento	jun-20	2020	Cumplimiento	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	45.862	47.225	97,11%	28.163	48.170	58,47%	49.133	50.116	51.118	52.141	53.184
Costo de venta	38.122	39.081	97,55%	23.056	39.862	57,84%	40.659	41.473	42.302	43.148	44.011
Utilidad Bruta	7.740	8.145	95,03%	5.107	8.308	61,47%	8.474	8.643	8.816	8.993	9.172
Gastos administración y ventas	2.190	3.777	57,97%	1.778	3.852	46,14%	3.929	4.008	4.088	4.170	4.253
Depreciación	1.681	1.541	109,10%	836	1.599	52,27%	1.660	1.724	1.792	1.865	1.942
Gastos Financieros	3.070	1.391	220,72%	2.243	1.345	166,75%	1.606	1.581	1.679	1.597	1.782
Utilidad antes de impuesto y participación	800	1.436	55,69%	250	1.511	16,53%	1.279	1.330	1.257	1.361	1.196
Participación a trabajadores	-	215	0,00%	0	227	0,00%	192	200	189	204	179
Impuesto a la renta	286	305	93,74%	0	321	0,00%	272	283	267	289	254
Otros ingresos y perdidas*	5	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	519	916	56,67%	250	964	25,92%	816	848	801	868	762

Fuente: Plusbursátil Casa de Valores S.A. / Elaboración: PCR

PCR considera que DAJAHU S.A., al sostener un comportamiento estable respecto al nivel de ingresos, determina a la entidad una adecuada capacidad de generación de flujos para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones financiera, tanto con el mercado de valores como con entidades financieras. Su posicionamiento y reconocimiento en el mercado, así como la implementación de estrategias le permite incrementar su capacidad productiva, razón por la cual el emisor se mantiene estable frente al escenario de estrés actual.

Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 30 de junio de 2020, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 16,37 millones por lo que la Segunda Emisión de Obligaciones por US\$ 7,00 millones se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

Certificado de Activos Libres de Gravamen a junio 2020	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	55.628.263,41
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-
(-) Impuestos Diferidos	18.031,43
(-) Activos Gravados	21.575.396,95
(-) Activos en Litigio	216.000,00
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	6.962.103,26
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	6.142.857,15
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	247.360,00
Total de Activos Libres de Gravamen al 30 de junio de 2020	20.466.514,62
80% Activos Libres de Gravamen	16.373.211,70

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Activos en litigio

Para el periodo de análisis, se registran valores por activos en litigio dentro del Certificado de Activos Libres de Gravamen por un monto de US\$ 216,00 mil el cual corresponde a un proceso de terminación de contrato con el demandando CONSTRUALJORSE S.A.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de junio de 2020, los valores por emitir que mantiene Agroindustrias Dajahu S.A. en el mercado de valores por el proceso de Emisión de Obligaciones, son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 30 de junio de 2020	
Detalle	Valor
Patrimonio	17.318.429
200% Patrimonio	34.636.858
Monto no redimido de obligaciones en circulación	6.142.857
Emisión de Obligaciones (por emitir)	0
Total Valores en Circulación y por Emitirse	6.142.857
Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	35,47%

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago segunda, mismo que está respaldado ampliamente por la garantía general en 4,16 veces, como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a Junio 2020				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	249.910,83	6.142.857,15	26.000.674,98	2.257.011,20
Pasivo Acumulado	249.910,83	6.389.767,98	32.390.442,96	34.647.454,16
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	440.869			
Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)	26.609.372			
Cobertura Fondos Líquidos	1,79	0,07	0,01	0,01
Cobertura ALG	107,77	4,16	0,82	0,77

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

El emisor compromete a efectivo y equivalente, cuentas por cobrar a clientes menos el deterioro e inventarios.

Como parte fundamental en la constitución de activos no corrientes se ubica los inventarios. Se señala que, DAJAHU como política denota el abastecimiento de inventario a finales de año, debido a que durante el primer trimestre del año se suele producir un periodo de escasez. Su comportamiento en los años de análisis ha sido oscilante, presentando puntos atípicos en 2017 producto de la venta de todo lo almacenado en maíz a un solo cliente (negociación que se había hecho habitual a inicios de cada año); para inicios del año 2018 la negociación se efectuó parcialmente, y con ello la entidad logro vender en su totalidad el maíz almacenado a finales del 2017 y la administración tomó la decisión de no almacenar maíz y comercializarlo bajo pedido. A término del 2019, derivado de las estrategias la compañía por abastecerse de materia prima a menores costos antes de que llegue el periodo de sequía previsto para los primeros meses del año 2020. A junio 2020, el nivel de inventarios suma US\$9,04 millones con un desarrollo interanual de 25,83% contando con productos como arroz envejecido, polvillo, arrocillo, maíz y harina.

Subsecuente, se observa a la participación de las cuentas y documentos por cobrar, con una ponderación del 5,43% con respecto al total de activos, totalizando su valor nominal en US\$3,02 millones, integrando las cuentas por cobrar clientes (US\$2,92 millones), cuentas por cobrar varios (US\$233,30 mil) menos el deterioro de la cuenta (-US\$132,78 mil). En el periodo se observa una concentración de cuentas por cobrar clientes del 85,04% en el periodo de 1 a 30 días por vencer; mientras que 1 a 120 días vencido se ubica el 14,96% de la cartera, de manera que se determina la eficiencia de la aplicación de la política del 80% de anticipo en efectivo antes de realizar el respectivo despacho del producto. En cuanto a sus clientes presenta una diversificada cartera, sin embargo, la entidad apunta una concentración del 57% en una muestra de los 10 principales clientes, lo que ocasionaría posibles problemas en escenarios de impago.

Con lo antes expuesto, a la fecha de corte, se determina el promedio de rotación de las cuentas por cobrar en 19 días, que en comparación con el mismo mes del año que le antecede (junio-2019) se incrementaron en 4 días, de manera que se ubica por debajo del promedio de los últimos cinco años (24 días) en 5 días. Es importante señalar que las cuentas por cobrar clientes mantienen un margen equitativo en relación con las cuentas por pagar proveedores (18 días), cancelando las deudas en igual proporción que se recupera el dinero de los clientes.

A continuación, se detalla el saldo de las cuentas que cubren la totalidad la segunda emisión de obligaciones de US\$ 7,00 millones.

Activos que respaldan la emisión junio 2020 (US\$ Miles)				
Activos	Valor en libro no gravado al 30 junio 2020	Valor comprometido inicialmente en conjunto	Valor Nueva Emisión de Obligaciones	Cobertura
Efectivo y equivalentes	440,87			
Cuentas por cobrar clientes menos deterioro de cuentas por cobrar	3.018,00			
Inventario	9.040,03			
Total	12.498,90	7.000,00	7.000,00	1

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados financieros auditados de los años 2013 al 2018, a diciembre 2018 la firma auditora fue Wens Consulting & Auditing, los cuales se no presentan salvedades. A diciembre 2019, la firma encargada del proceso de auditoría es Garef Consulting Cía. Ltda. Que a la fecha de análisis no presenta salvedad alguna. Cabe mencionar que los Estados Financieros Auditados por Herrera Chang & Asociados del 2016 presentaron la siguiente salvedad: "No se ha recibido respuesta a la solicitud de confirmación de cuentas por cobrar y cuentas por pagar no corrientes por US\$ 140,93 mil y US\$ 1,40 millones" El emisor aclaró que si cuentan con los respaldos correspondientes y fueron entregados en la siguiente auditoría (2017), lo cual se refleja en un informe sin salvedades. Adicional, el auditor externo expresó que la empresa: "Mantiene bienes en activos disponibles para la venta por US\$ 1,02 millones de los cuales no se tiene certeza de su venta a corto plazo", activos que a diciembre de 2017 fueron reclasificados en el largo plazo.
- Acta de la Junta General Ordinaria de Accionistas de fecha 19 de marzo de 2020
- Prospecto de Emisión de Obligaciones.
- Escritura de Emisiones de Oferta Pública
- Declaración Juramentada de Activos Libres de Gravamen con corte a junio de 2020.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte a junio 2020.
- Otros papeles de trabajo

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. Este, constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas. Entre las principales ventajas del mercado de valores esta, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

La cultura bursátil del Ecuador no se acopla a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece este mercado, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y a febrero 2020 un 9%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2019, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 11.797 millones lo que representa un 10,98% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 57,82% en comparación con su similar periodo anterior. A enero 2020 el monto negociado es de US\$ 1.632 millones.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 38,03%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 61,97%. Por su parte, los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional son el Comercial (30,15%), seguido del Industrial (26,46%), Servicios (13,85%), Agrícola (11,69%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior al 10%. De todos estos emisores, aproximadamente el 85% corresponden a Guayas y Pichincha. Como es de esperar, las principales ciudades del país son los primordiales dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El hito más importante durante el 2019 fue la emisión de US\$ 150 millones en bonos verdes. Ecuador es uno de los primeros países en Iberoamérica en lanzar bonos verdes del sector financiero, cuyo propósito es financiar líneas de crédito para proyectos que tienen un componente ambiental. En 2020 se espera que se coloquen los US\$ 100 millones restantes que son parte de la operación inicial. Si bien, hay varios emisores que están en proceso debido a que como primer requisito los proyectos deben contar con una certificación verde; entre los interesados se encuentran instituciones financieras, sectores productivos como el maderero, pesquero, textil y de alimentos. Otro hecho relevante, es la obtención de liquidez a través de la venta de facturas comerciales negociables; este es un producto, bien controlado y estructurado con perspectivas de crecimiento para el mercado de valores.

Si bien se observó un gran dinamismo en el monto negociado, aún persisten varias reformas pendientes para que el mercado de valores repunte en el país, reformas que pueden tardar debido a la priorización de sectores que se

experimentará en el transcurso del 2020 tras presenciar varios factores macroeconómicos que afectan la economía ecuatoriana, como la baja en el precio del petróleo, caída en valor y volumen de las exportaciones por una menor demanda a nivel internacional tras la pandemia mundial de Covid-19 que ha paralizado la actividad económica. Adicional, la falta de liquidez podría impactar en el monto de negociación durante el 2020, si bien, varios emisores de deuda recurrirán al mercado de valores por las ventajas que este ofrece, se espera que los inversionistas en el mercado de valores sean más cautelosos con los títulos que adquieran.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable¹². Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{N}^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{\text{N}^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Con respecto a la Segunda Emisión de Obligaciones de largo plazo de Agroindustrias Dajahu S.A., la presencia bursátil se ubicó en 0 durante todo el periodo de acuerdo con la Bolsa de Valores de Guayaquil, debido a que durante ese tiempo no se realizaron negociaciones en el mercado secundario, que implicaría que el valor presenta una liquidez nula. Dicha observación, obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Presencia Bursátil											
Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Resolución SCVS	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Agroindustrias Dajahu S.A.	Segunda Emisión de Obligaciones	7,000,000	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010442 (14 de noviembre de 2018)	Guayaquil	0	-	0	-	0	-	0.00%

Fuente: Bolsa Valores Guayaquil / Elaboración: PCR

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A junio 2020, AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A., registra vigente en el Mercado de Valores el siguiente instrumento:

Presencia Bursátil (US\$)				
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de capital	Calificaciones
			jun de 2020	
Segunda Emisión de Obligaciones AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010442	7.000.000	6.142.857,14	PCR
	14 de noviembre de 2018			AAA- (corte dic19)
Total		7.000.000	6.142.857,14	

Hechos de importancia

- A la fecha de corte, la empresa no registro hechos relevantes.

Relación con Empresas Vinculadas

A la fecha de corte, el emisor mantiene cuentas por cobrar y por pagar de corto y largo plazo con empresas relacionadas como se detalla a continuación:

Cuentas por cobrar - empresas relacionadas (US\$)			
Cuentas por cobrar - Corto plazo	Jun-20	Jun-19	DETALLE
Construkigal S.A.	17.568,70	9.425,35	Para sus operaciones diarias
Transportes Ronaljavhu S.A.	22.829,99	75.208,02	Para sus operaciones diarias
Total	40.398,69	84.633,37	4424917,25
Cuentas por cobrar - largo plazo			
Construkigal S.A.	4.384.518,56	3.167.945,10	Por venta de un inmueble en San Rafael - Pichincha
Negosagro S.A.	0,00	1.090,69	Para sus operaciones diarias
Total	4.384.518,56	3.169.035,79	

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Las cuentas por cobrar relacionadas más representativas, a junio de 2020, pertenece a Construkigal S.A. (99,48% del total de cuentas por cobrar). Esta empresa se dedica a la administración, arrendamiento, explotación, compra, venta de bienes inmuebles. Por otra parte, la empresa mantiene activo el proyecto Plaza Logística El Trébol, el cual cuenta con 3 galpones grandes. Por su parte, Negosagro S.A. se dedica a la explotación agrícola, y actualmente se dedica al arroz, pero limitadamente.

A la fecha de corte, las cuentas por cobrar con sus relacionadas representan el 7,95% del total de los activos. Los pasivos, por su parte, tanto de corto como de largo plazo representan el 0,72% del total de pasivos.

Miembros de Comité



Econ. Yoel Acosta



Econ. José Matias Velastegui



Econ. Karla Torres

Anexos

Anexo 1: Tabla de amortización Clase 1					
Vencimiento	Capital (K)	Interés	Cuota	Saldo de K	Estado
28/11/2018				4.000.000,00	
28/2/2019	142.857,14	75.000,00	217.857,14	3.857.142,86	Cancelado
28/5/2019	142.857,14	72.321,43	215.178,57	3.714.285,71	Cancelado
28/8/2019	142.857,14	69.642,86	212.500,00	3.571.428,57	Cancelado
28/11/2019	142.857,14	66.964,29	209.821,43	3.428.571,43	Cancelado
28/2/2020	142.857,14	64.285,71	207.142,86	3.285.714,29	Cancelado
28/5/2020	142.857,14	61.607,14	204.464,29	3.142.857,14	Cancelado
28/8/2020	142.857,14	58.928,57	201.785,71	3.000.000,00	Vigente
28/11/2020	142.857,14	56.250,00	199.107,14	2.857.142,86	Vigente
28/2/2021	142.857,14	53.571,43	196.428,57	2.714.285,71	Vigente
28/5/2021	142.857,14	50.892,86	193.750,00	2.571.428,57	Vigente
28/8/2021	142.857,14	48.214,29	191.071,43	2.428.571,43	Vigente
28/11/2021	142.857,14	45.535,71	188.392,86	2.285.714,29	Vigente
28/2/2022	142.857,14	42.857,14	185.714,29	2.142.857,14	Vigente
28/5/2022	142.857,14	40.178,57	183.035,71	2.000.000,00	Vigente
28/8/2022	142.857,14	37.500,00	180.357,14	1.857.142,86	Vigente
28/11/2022	142.857,14	34.821,43	177.678,57	1.714.285,71	Vigente
28/2/2023	142.857,14	32.142,86	175.000,00	1.571.428,57	Vigente
28/5/2023	142.857,14	29.464,29	172.321,43	1.428.571,43	Vigente
28/8/2023	142.857,14	26.785,71	169.642,86	1.285.714,29	Vigente
28/11/2023	142.857,14	24.107,14	166.964,29	1.142.857,14	Vigente
28/2/2024	142.857,14	21.428,57	164.285,71	1.000.000,00	Vigente
28/5/2024	142.857,14	18.750,00	161.607,14	857.142,86	Vigente
28/8/2024	142.857,14	16.071,43	158.928,57	714.285,71	Vigente
28/11/2024	142.857,14	13.392,86	156.250,00	571.428,57	Vigente
28/2/2025	142.857,14	10.714,29	153.571,43	428.571,43	Vigente
28/5/2025	142.857,14	8.035,71	150.892,86	285.714,29	Vigente
28/8/2025	142.857,14	5.357,14	148.214,29	142.857,14	Vigente
28/11/2025	142.857,14	2.678,57	145.535,71	0,00	Vigente
Total	4.000.000,00	1.087.500,00	5.087.500,00		

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 2: Tabla de amortización Clase 2					
Vencimiento	Capital (K)	Interés	Cuota	Saldo de K	Estado
17/12/2018				3.000.000,00	
17/3/2019		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Cancelado
17/6/2019		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Cancelado
17/9/2019		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Cancelado
17/12/2019		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Cancelado
17/3/2020		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Cancelado
17/6/2020		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Cancelado
17/9/2020		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Vigente
17/12/2020		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Vigente
17/3/2021		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Vigente
17/6/2021		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Vigente
17/9/2021		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00	Vigente
17/12/2021	1.500.000,00	58.125,00	1.558.125,00	1.500.000,00	Vigente
17/3/2022		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/6/2022		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/9/2022		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/12/2022		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/3/2023		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/6/2023		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/9/2023		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/12/2023		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/3/2024		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/6/2024		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/9/2024		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00	Vigente
17/12/2024	1.500.000,00	29.062,50	1.529.062,50	-	Vigente
Total	3.000.000,00	1.046.250,00	4.046.250,00		

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 03: Estructura Accionaria	
FAMJARVE S.A.	84,17%
JARA ZUÑIGA VICTOR LEOPOLDO	8,23%
GARCIA MOSCOSO JAVIER EDUARDO	5,00%
JARA ZUÑIGA ZOILA MAGDALENA	2,60%
Total	100,00%

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Cartera Comercial (US\$)			
Descripción / Periodo		Junio-20	Junio-19
Cartera Por Vencer		2.480.921,11	2.173.872,21
Cartera Vencida	1-30 DIAS	236.370,53	155.052,01
	31-60 DIAS	120.039,42	122.781,80
	61-90 DIAS	23.960,83	438,11
	91-120 DIAS	21.365,17	119.339,57
	> 120 DIAS	34.826,21	
Total Cartera Vencida		436.562,16	397.611,49
Morosidad		6,86%	9,43%
Provisión cuenta incobrable		132.785,41	99.706,45
Total Cartera Comercial		2.917.483,27	2.571.483,70

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO Junio 2020		
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	PARCIAL	TOTAL
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	29.029.005,50	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(20.642.563,00)	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)	(946.759,00)	
EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES	7.439.683,50	
gastos financieros (intereses pagados)	(1.210.391,00)	
(Otros pagos por actividades de operación)	(324.229,00)	
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagados)	22.766,50	
	(1.511.853,50)	
EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		5.927.830,00
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	-	
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	(650.415,00)	
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	-	
Compras de activos intangibles	-	
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	-	
Compras de otros activos a largo plazo	(4.223.839,00)	
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		(4.874.254,00)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Otras entradas, salidas de efectivo	(13.650.406,88)	
Pagos de préstamos	10.380.981,58	
Financiación por préstamos a largo plazo	1.743.125,53	
	(848.728,14)	
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		(2.375.027,91)
VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO		(1.321.451,91)
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO		1.762.321,60
SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO		440.869,69

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 08: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)							
Agroindustrias Dajahu S.A.	74%	69%	63%	67%	68%	69%	
Estados Financieros Individuales	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19	dic-19	jun-20
Balance General							
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.232	1.361	1.414	2.065	661	1.762	441
Cuentas y Documentos por Cobrar	1.926	1.518	2.334	4.257	2.556	459	3.018
Cuentas por cobrar relacionadas	944	443	105	75	85	3.833	40
Inventarios	1.036	5.156	13.963	6.402	7.184	15.624	9.040
Pagos Anticipados	667	344	609	1.029	1.218	176	606
Activo por Impuesto Corriente	194	64	557	318	431	288	638
Activos mantenidos para la venta	1.632	1.019	-	-	-	-	-
Activos financieros mantenidos hasta el vencimiento	-	5	-	-	-	-	-
Inversiones	-	-	-	2.510	600	-	3.600
Derechos Fiduciarios	-	-	-	-	5.130	-	-
Importación de maquinaria	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos Corrientes	-	-	-	-	-	33	-
Activo Corriente prueba ácida	6.595	4.753	5.019	10.254	10.681	6.551	8.343
Total Activo Corriente	7.631	9.908	18.983	16.656	17.865	22.176	17.383
Propiedad, equipos, muebles y vehículos	6.654	6.729	15.743	11.346	12.649	12.718	12.241
Propiedades de inversión	11.620	13.339	9.219	13.661	14.176	14.101	14.392
Cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	3.803	-
Otros	3.243	1.741	7.978	9.428	10.378	7.227	11.612
Total Activo No Corriente	21.517	21.809	32.940	34.436	37.204	37.849	38.245
Total Activo	29.148	31.718	51.923	51.092	55.069	60.024	55.628
Obligaciones Bancarias	6.561	4.232	10.423	8.956	9.924	16.167	14.822
Cuentas y Documentos por Pagar	3.324	3.547	7.564	3.231	3.228	4.488	2.258
Cuentas por pagar Relacionadas	-	-	-	-	-	144	-
Pasivos Acumulados	-	-	-	-	-	-	-
Impuestos por pagar y provisiones	382	291	327	228	179	347	246
Valores emitidos	1.027	1.020	-	1.265	684	1.000	1.286
Anticipos de clientes	149	621	150	153	1.117	1.100	568
Total Pasivo Corriente	11.442	9.711	18.464	13.833	15.133	23.246	19.180
Obligaciones Bancarias a largo plazo	1.899	7.820	9.948	13.584	15.735	13.022	11.179
Otros Pasivos	117	185	384	502	544	459	498
Cuentas y documentos por pagar	3.562	2.452	5.801	3.887	3.262	2.857	2.596
Valores emitidos	3.000	2.000	1.000	2.607	3.307	3.374	4.857
Total Pasivo No Corriente	8.578	12.457	17.133	20.581	22.849	19.713	19.130
Total Pasivo	20.020	22.168	35.597	34.414	37.981	42.958	38.310
Capital Social	5.715	5.715	5.715	5.715	5.715	5.715	5.715
Reserva Legal	556	644	686	748	777	777	829
Reserva por Revalorización	-	-	5.959	5.959	5.887	-	-
Resultados Acumulados	2.857	3.191	3.966	4.257	4.710	10.574	10.775
Total Patrimonio	9.128	9.549	16.325	16.678	17.088	17.066	17.318
Deuda Financiera	12.487	15.072	21.371	26.413	29.650	33.564	32.144
Corto Plazo	7.587	5.252	10.423	10.221	10.608	17.167	16.108
Largo Plazo	4.899	9.820	10.948	16.192	19.042	16.396	16.036
Estado de Ganancia y Pérdidas							
Ingresos Operacionales	55.817	44.882	32.852	41.063	19.974	45.862	28.163
(-) Costos de ventas	48.414	38.449	27.439	33.717	14.563	38.122	23.056
Utilidad Bruta	7.403	6.433	5.413	7.346	5.412	7.740	5.107
(-) Gastos operacionales	3.821	3.361	3.136	4.137	2.821	3.871	2.613
Utilidad Operativa	3.583	3.072	2.277	3.209	2.591	3.869	2.493
(-) Gastos Financieros	1.985	1.347	1.418	2.548	1.285	3.070	1.431
(+) Otros ingresos o pérdidas	-	(642)	-	-	(765)	-	(813)
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Ren	1.598	1.083	859	662	541	800	250
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto a la Renta	718	617	240	237	-	286	-
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	880	466	619	425	541	514	250
(-) Otros Resultados Integrales	-	-	5.959	(72)	-	5	-
Total Resultado Integral del Periodo	880	466	6.578	353	541	519	250

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 09: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$)							
Agroindustrias Dajahu S.A.							
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19	dic-19	jun-20
Márgenes							
Costos de Venta / Ingresos	86,74%	85,67%	83,52%	82,11%	72,91%	83,12%	81,87%
Margen Bruto	13,26%	14,33%	16,48%	17,89%	27,09%	16,88%	18,13%
Gastos Operacionales / Ingresos	6,84%	7,49%	9,55%	10,07%	14,12%	8,44%	9,28%
Margen EBIT	6,42%	6,84%	6,93%	7,82%	12,97%	8,44%	8,85%
Gastos Financieros / Ingresos	3,56%	3,00%	4,32%	6,20%	6,43%	6,69%	5,08%
Margen Neto	1,58%	1,04%	20,02%	0,86%	2,71%	1,13%	0,89%
Margen EBITDA	9,55%	10,58%	11,78%	11,00%	18,22%	12,10%	11,82%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	1.748	1.678	1.594	1.309	1.049	1.681	836
EBITDA (12 meses)	5.330	4.750	3.871	4.519	7.279	5.551	6.658
EBITDA (acumulado)	5.330	4.750	3.871	4.519	3.640	5.551	3.329
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	2,69	3,53	2,73	1,77	2,83	1,81	2,33
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,70	0,90	0,37	0,44	0,69	0,32	0,41
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,43	0,32	0,18	0,17	0,25	0,17	0,21
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,27	0,21	0,11	0,13	0,19	0,13	0,17
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,57	0,44	0,52	0,40	0,40	0,54	0,50
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,43	0,56	0,48	0,60	0,60	0,46	0,50
Deuda Financiera / Patrimonio	1,37	1,58	1,31	1,58	1,74	1,97	1,86
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,62	0,68	0,60	0,77	0,78	0,78	0,84
Deuda de Corto Plazo / Deuda Total	0,61	0,35	0,49	0,39	0,36	0,51	0,50
Pasivo Total / Capital Social	3,50	3,88	6,23	6,02	6,65	7,52	6,70
Pasivo Total / Patrimonio	2,19	2,32	2,18	2,06	2,22	2,52	2,21
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2,34	3,17	5,52	5,85	4,07	6,05	4,83
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	3,76	4,67	9,20	7,62	5,22	7,74	5,75
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	3,02%	1,47%	12,67%	0,69%	1,97%	0,86%	0,90%
ROE (12 meses)	9,64%	4,88%	5,97%	2,11%	6,34%	3,04%	2,88%
Utilidad por accion	15,39%	8,15%	115,10%	6,17%	9,47%	9,08%	4,37%
Liquidez							
Liquidez General	0,67	1,02	1,03	1,20	1,18	0,95	0,91
Flujo de Efectivo / Deuda de Corto Plazo	0,16	0,26	0,14	0,45	0,06	0,10	0,03
Prueba Acida	0,58	0,49	0,27	0,74	0,71	0,28	0,43
Capital de Trabajo	-3.811	197	519	2.823	2.733	-1.070	-1.797
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar	12	12	26	37	23	4	19
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	25	33	99	34	40	42	18
Días de Inventarios	8	48	183	68	89	148	71
Ciclo de conversión de efectivo	-5	27	110	71	72	109	72
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	10.140	(231)	(2.416)	3.661	2.815	(1.184)	5.928
Flujo de Inversión	(2.619)	(2.650)	(4.062)	(5.308)	(2.606)	(3.293)	(4.874)
Flujo de Financiamiento	(6.773)	3.011	6.299	4.808	(1.614)	4.174	(2.375)
Saldo al inicio del período	483	1.232	1.593	1.414	2.065	2.065	1.762
Saldo al final del período	1.232	1.361	1.414	4.575	661	1.762	441

Fuente: Agroindustrias Dajahu S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Ing. Paola Maza
Analista