

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

Comité No: 031 -2019	Fecha de Comité: 27 de febrero de 2019
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de diciembre de 2018	Quito – Ecuador
Karla Torres Reyes	(593) 2323-0541
	ktorres@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo Agroindustrias Dajahu S.A.	AAA-	Primera	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

El Comité de Calificación PCR decide mantener la calificación “AAA-” a la **Segunda Emisión de Obligaciones de Agroindustrias Dajahu S.A.** La calificación contempla la buena generación de flujos por parte del emisor, derivado de su trayectoria, liderazgo en el sector arrocerero, innovación en los procesos implementados, capacidad instalada y experiencia en el mercado de valores. Aspectos que han contribuido para el pago en tiempo y forma de sus obligaciones financieras y bursátiles. La calificación considera que el plazo de la deuda financiera va acorde a las estrategias de inversión en proyectos inmobiliarios (alquiler de bodegas, oficinas y silos) y ampliación de la planta industrial factores que ha permitido diversificar sus líneas de negocios, incrementar la producción y aportar en la generación de flujos. Por otra parte, se observa estabilidad en sus márgenes y la restructuración de la deuda financiera de corto a largo plazo beneficia a sus indicadores de liquidez.

### Riesgos Previsibles

- Posibles fluctuaciones en los ciclos económicos podrían afectar a todos los sectores de la economía, inclusive el sector arrocerero y los flujos del emisor. Sin embargo, Dajahu mantiene políticas de crédito definidas lo cual mitiga este riesgo. Por otra parte, el emisor se encuentra diversificando sus líneas de negocio.
- Posibles desastres naturales lo cual podría afectar las instalaciones del emisor, para ello Dajahu mantiene una póliza de seguro sobre sus activos.

### Aspectos de la Calificación

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

#### Entorno Macroeconómico:

Ecuador presenta una economía primaria exportadora de crudo, lo cual le genera una importante dependencia del petróleo, es decir, presenta comportamientos post cíclicos a la evolución del precio de este recurso natural. Los años con mayor crecimiento económico fueron en el 2011 y 2012, con tasas de 7,87% y 5,64% respectivamente. Posteriormente a estos años, hasta el 2015, su tasa de crecimiento disminuyó para finalmente presentar una tasa de decrecimiento de 1,58% para el año 2016.

En el año 2017 Ecuador presentó una importante recuperación en sus indicadores macroeconómicos a diferencia del 2016, reflejado en un crecimiento económico de 2,37% y reducción del déficit fiscal, así como una disminución en el desempleo y en los indicadores de pobreza, esto se debió básicamente al aumento en el precio del petróleo, la depreciación del dólar que ha ayudado a la competitividad del país, y el incremento de la deuda pública. Para junio de 2018, Ecuador registró una tasa de variación interanual en el PIB de 0,92%, en donde la industria que presentó mayor dinamización fue la de Suministro de Electricidad y Agua, cuya tasa fue de 6,45%. Adicionalmente, Ecuador registró una inflación acumulada de -0,19% al finalizar el primer semestre de 2018. Lo ocurrido en el año 2017 no son cimientos sólidos para un crecimiento de largo plazo, debido que actualmente el gobierno continúa financiándose con fuentes externas y la inversión en el Ecuador no ha mostrado una sólida recuperación, por tal motivo, esto es posible evidenciarlo en la tasa de variación interanual del PIB a junio de 2018, comparado con la tasa de expansión interanual de junio 2017.

A junio de 2018, el dólar se depreció respecto a los periodos similares analizados en años anteriores. Esta depreciación de la moneda oficial del país ha contribuido en cierta medida a la reactivación de las exportaciones, puesto que éstas crecieron en 13,31%, en el valor acumulado en el periodo de junio 2017 a junio 2018. Por otro lado, las importaciones presentaron mayor porcentaje de crecimiento (19,49%), esto se debe a la recuperación económica, y, además, a que en el transcurso del 2017 se eliminaron las salvaguardias. Lo mencionado provocó que durante el 2018 (enero a junio) la balanza comercial presentó un comportamiento inestable, finalizando el año con un superávit de US\$ 150,14 millones.

Por otra parte, para el mes de junio de 2018, ha sido posible evidenciar una ligera disminución en la colocación y en las captaciones por parte del total de los bancos, siendo el sector de bancos el más representativo del sistema financiero. La colocación disminuyó de junio 2017 a junio 2018 en 4,34%, mientras que las captaciones decrecieron en el mismo periodo en 13,70%.

En la última década, el Estado ha desempeñado un rol protagónico en el desarrollo de la economía ecuatoriana, esto debido a que el gasto del gobierno se ha incrementado de manera significativa, representando en promedio el 14% del total del PIB. En primer lugar, este aumento del gasto público se debió al alza en el precio del petróleo que se produjo en años anteriores, sin embargo, cuando este precio decayó, el gobierno tuvo que recurrir al endeudamiento para de este modo poder mantener el mismo nivel de gasto público, y de esta forma, la economía no se vea impactada en gran medida. Ecuador posee una política de deuda la cual manifiesta que el límite máximo de endeudamiento debe ser del 40% respecto con el PIB, y en base a la metodología aplicada referente al cálculo de la deuda, para junio de 2018, el país presentó un endeudamiento de aproximadamente el 32,6%. Es importante recalcar que esta metodología de cálculo solo toma en cuenta la deuda pública externa, la cual fue de US\$ 34 mil millones a junio 2018

En base a los pronósticos realizados por el FMI, se prevé un crecimiento del PIB real para el 2018 de 1,1%, y una deflación de 0,2%. El actual gobierno dentro de su programa económico ha propuesto llevar a cabo una serie de medidas y acciones para dinamizar la economía, entre las cuales se encuentran: recaudación de más ingresos por medio de un sistema tributario óptimo, reducción del gasto público, incentivar las inversiones y fomentar las exportaciones, generar alianzas entre el sector público y privado, fomentar la participación de la economía popular y solidaria, nuevas modalidades de contratos en el mercado laboral y ampliación a créditos productivos y de inversión<sup>1</sup>.

#### **Análisis de la Industria:**

Al finalizar el primer trimestre de 2018, el sector de la agricultura representó aproximadamente el 7,90% del total del Producto Interno Bruto, este comportamiento es muy similar a los periodos anteriores, puesto que para el termino 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 termino 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%.

El arroz es el cultivo que más superficie abarca en el Ecuador siendo uno de los principales productos de consumo en los hogares ecuatorianos, existen diferentes tipos de arroz, destacando: Integral, blanco, dorado, salvaje, grano largo, grano redondo y grano medio.

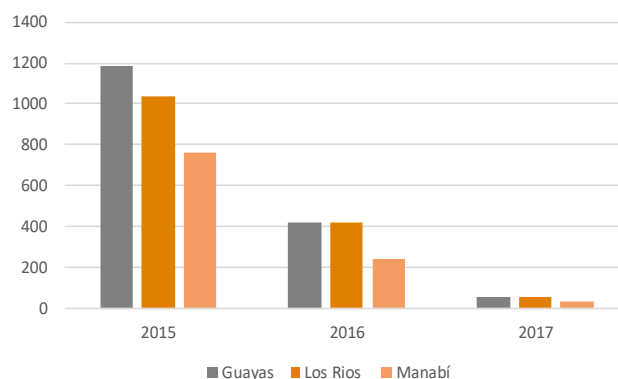
Los principales entes de este sector son: CORPCOM (Corporación de Industriales Arroceros del Ecuador), MAGAP (Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca), Ministerio de la Productividad, AGROCALIDAD e INIAP (Instituto Nacional Autónomo de Investigaciones Agropecuarias).

Según la Encuesta de Superficie y Producción Agropecuaria Continua (ESPAC) 2017, el arroz pertenece a los cultivos transitorios y cuya participación en la superficie sembrada es del 33,93%. Por otra parte, el arroz en cáscara a diciembre 2017 presentó una producción de 1,07 millones de toneladas métricas y ventas por 1,02 millones de toneladas métricas. Desde el 2015 la producción de arroz ha presentado un comportamiento decreciente pasando de 1,05 millones toneladas métricas en el 2016 a 146 mil toneladas métricas en el 2017.

Con todo, la concentración de producción se encuentra en la provincia del Guayas con el 68,49%, seguido por Los Ríos con 26,17% y Manabí 2,94%.

**Gráfico No. 1**

Producción de Arroz (miles TM)



Fuente: : Encuesta de Superficie y Producción Agropecuaria Continua / Elaboración: PCR

<sup>1</sup> Para mayor información acerca del Informe Soberano consulte en nuestra página: <http://informes.ratingspcr.com/file/view/6347>

Cabe destacar, que en los últimos año Ecuador ha producido arroz principalmente para el consumo interno, sin embargo, a partir de diciembre 2017 Ecuador podrá ingresar con este producto a Colombia, conforme la firma de un memorando de entendimiento entre los dos países. Por otra parte, el acuerdo Comercial con Nicaragua y El Salvador mantiene perspectivas de crecimiento de este producto<sup>2</sup>.

Para analizar la flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. En este sentido, desde el 2014 hasta el 2016 se evidencia que Dajahu mantenía un comportamiento similar al PIB y la industria. 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. 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, más bien, si se presenta una caída en el precio del arroz con cáscara, Dajahu se beneficia ya que adquiriría una materia prima para procesar a un menor precio.

### 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 m<sup>2</sup> 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 pilarlo y posteriormente cocinarlo en la altura su presentación sea la de un producto graneado y apetitoso.

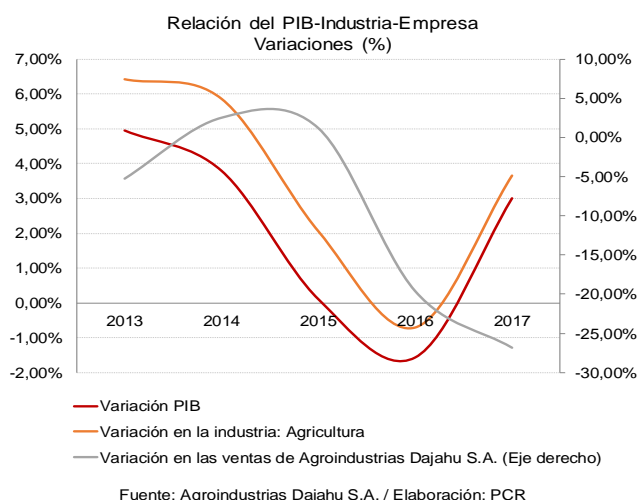
Agroindustrias Dajahu desarrolló un proceso que originalmente fue muy artesanal pero que gracias a la inversión en tecnología de punta actualmente es un proceso industrial automatizado y que garantiza homogeneidad en todos nuestros productos y que al momento de cocción su presentación sea de excelente 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 arrocero 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.

Gráfico No. 1



<sup>2</sup> Disponible en: <https://www.cfn.fin.ec/wp-content/uploads/2018/04/Ficha-Sectorial-Arroz.pdf>

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 2017, Agroindustrias Dajahu se ubica en primer lugar en su sector económico:

Cuadro xx: Posición del Emisor dentro del sector según el CIU G4630.91 a Dic-17	
EMPRESAS	PARTICIPACIÓN %
AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.	23,85%
DISTRIBUIDORA COMERCIAL MAYORISTA DIMAXYCOMP CIA.LTDA.	12,39%
GREEN LAND S.A.	11,35%
DISTRIBUCIONES MUÑOZ VILLAQUIRAN S.A. DISMUVISA	6,92%
ADMECUADOR CIA. LTDA.	6,43%
TIMECORPOC S.A.	6,24%
PILADORA HERMANOS ANDRADE S.A. PILANDRADE	6,01%
ARROCERA EL REY S.A. ARROREY	5,05%
TRANSLATIN S.A.	3,49%
DISBAVI S.A.	3,07%

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 m<sup>2</sup> 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 m<sup>2</sup>, 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.

### Gobierno Corporativo

**Producto del análisis efectuado, PCR considera que Agroindustrias Dajahu S.A., tiene un nivel de desempeño Aceptable (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 principal accionista de la empresa es FAMJARVE S.A. con el 84,17% de participación. El porcentaje restante le pertenece a Victor Jara con un 8,23%, Javier García con 5% y Zoila Jara con 2,60%. Cabe señalar, que los accionistas gozan de los mismos derechos y obligaciones. Adicional, la entidad cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas, pero no se encuentra designada formalmente. Adicional, Dajahu no cuenta con un Directorio ni Código de ética.

Dajahu S.A. no cuenta con un reglamento de la Junta General de Accionistas, sin embargo, cuando se efectúan convocatorias, todos respetan la comunicación vía diario nacional y al menos siete días laborables entre publicación y fecha de la junta. Si bien, la última convocatoria se publicó el 28 de junio y la Junta se realizó el 12 de julio. Adicional, se permite a los accionistas incorporar puntos a debatir en las Juntas y se les permite delegar a terceros el voto para las Juntas previa carta dirigida al Gerente General y presentada antes de la fecha de la Junta.

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 con 141 empleados distribuidos en diferentes áreas.

Por otra parte, la empresa cuenta con el Sistema Informático *TEAMWORK* versión 2017 donde se puede manejar el área contable, área de producción y sistema financiero. La información de este sistema es almacenada en un servidor propio.

### **Responsabilidad Social**

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

Con relación a responsabilidad social Dajahu S.A. realiza algunas acciones que promueve el reciclaje, en este sentido, la empresa separa los desechos de acuerdo con el tipo: papel, plástico y orgánicos antes de entregárselo al recolector. Respecto con el consumo racional del agua la empresa ejecuta varias acciones, debido a que la zona industrial de Durán no cuenta con agua potable se restringe al máximo el uso de esta y en épocas de invierno se recoge agua de la lluvia para su uso. Por su parte, el emisor cuenta con programas o políticas que promuevan la eficiencia energética.

Por su parte, la empresa 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.

Adicional, el emisor no realiza evaluaciones a sus proveedores con criterios ambientales y no tiene establecido políticas que promuevan la igualdad de oportunidades.

### **Calidad de Activos:**

Durante el periodo de estudio, los activos de Dajahu han mostrado un comportamiento creciente. En este sentido, el crecimiento promedio corresponde a un 16,75% y se han concentrado en activos no corrientes; a la fecha de corte los activos se componen en 67,43% en activos no corrientes y un 32,57% en activos corrientes.

La cuenta más representativa del total de activos es propiedades de inversión que contabilizan US\$ 13,66 millones y refleja un crecimiento interanual de 48,18% respecto a diciembre 2017. Cabe destacar que, en el 2017 este rubro presentó una contracción de 30,89% respecto con diciembre 2016, debido a que 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. Esto se debe a que estos terrenos pasaron a constituir parte del Fideicomiso Mercantil Dajahu, cuyo objeto de este Fideicomiso es ser tendor de estos activos.

A continuación, se detalla las propiedades que se contabilizan en este rubro:

PROPIEDADES DE INVERSION A DICIEMBRE 2018	
EDIFICIO BARROCO	1,388,531.63
GALPONES DE ALMACENAMIENTO	4,604,228.73
INSTALACIONES EN SILOS	4,826,757.78
PLAZA LOGÍSTICA EL TRÉBOL	5,229,854.01
VILLA 24, URB. EL RIO	725,000.00
MZ B8, 3-8 SOLARES	341,065.96
MZ 9B, SOLAR 7B	31,303.78
PARQUEO EDIF. SAN FRANCISCO 300	13,610.00
2 OFICINAS DEL PORTAL, 8 PARQUEOS	897,189.65
DEPARTAMENTO EN PUNTA BLANCA	61,490.00
DEPRECIACION ACUMULADA	(4,458,098.59)
<b>TOTAL</b>	<b>13,660,932.95</b>

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

Respecto con la Propiedad y equipos, a la fecha de corte Si bien, la variación de los últimos periodos obedece a la reclasificación de unos terrenos que pasaron a propiedades de inversión.

En segundo lugar, el rubro propiedad equipos, muebles y vehículo representa un 22,22% del total activos a la fecha de corte y contabilizó US\$ 11,34 millones. Este rubro se compone principalmente de maquinarias y equipos, terrenos, edificios y construcciones en curso, y activos en garantía de préstamos a favor de bancos locales. Históricamente esta cuenta presenta un crecimiento promedio durante el periodo de estudio de 34,63%. Cabe destacar, que a diciembre 2017 este rubro contabilizó US\$ 15,74 millones lo que representa un crecimiento anual de 133,97%; esto

se debe por una parte al avalúo técnico sobre la planta piladora desglosado en terreno y edificio. Con ello, el avalúo fue efectuado 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. El crecimiento en esta cuenta también está explicado por las construcciones en curso, que representan también los costos de construcción de galpones de almacenamiento en el sector El Trébol en Durán<sup>3</sup>, los cuales serán destinados para arrendamiento.

Por su parte, los inventarios representan el 12,54% del total de activos a la fecha de corte. Históricamente la compañía se abastece de materia prima a finales de año, este comportamiento se debe a que durante el primer trimestre del año se suele producir un periodo de escasez. A inicios del 2017 Dajahu vendió todo lo almacenado de maíz a un solo cliente (negociación que se había hecho habitual a inicios de cada año). Sin embargo, a inicios del 2018 esta negociación se efectuó parcialmente, a pesar de ello, Dajahu logró vender la totalidad del maíz que se había almacenado a finales del 2017 y la administración tomó la decisión de no almacenar maíz y comercializarlo bajo pedido. A diciembre 2018, se observa que los niveles de inventario similares a su promedio histórico.

Respecto con las cuentas y documentos por cobrar, a la fecha de corte representan el 7,57% del total de activos. Es importante mencionar que dentro de la política de crédito de la empresa para poder despachar un pedido es necesario que el cliente realice un anticipo del 80% en efectivo, lo cual contribuye a mitigar el riesgo de crédito. Con todo, esta cartera de crédito registra un 87,62% de cartera por vencer y la diferencia del 12,37% se encuentra vencida; los rangos de vencimientos van de 30 días a más de 90 días, el rango con mayor representatividad es de 31 a 60 días con US\$ 258,88 mil y el de menor participación de 61 a 90 días con US\$ 5,08 mil. Dajahu mantiene una cartera diversificada de más de 200 clientes, siendo el de mayor participación una persona natural (10,19%), todo esto refleja una buena administración de cartera por parte del emisor.

Con todo, la política de inversiones de la empresa en los últimos años ha privilegiado el crecimiento de la participación de mercado a través del incremento de su inventario y de la cartera de clientes, así como en el crecimiento de sus instalaciones para poder sustentar de mejor manera el crecimiento obtenido y mantener una diversificación que le permita afrontar escenarios de estrés. Con ello, se aprecia un anticipo por la importación de una maquinaria por US\$ 97 mil para reponer los silos que sufrieron afectaciones en el terremoto 2016.

Adicional, se observa el rubro inversiones por US\$ 2,5 millones correspondiente a certificado de depósitos. Estos papeles tienen un vencimiento de 30 días y cuyo objetivo es cubrir un crédito externo que mantiene la empresa del mismo monto.

Por otra parte, sobresalen los derechos fiduciarios a diciembre 2018 por un total de US\$ 291 mil. Esta cuenta corresponde al Fideicomiso de Flujos y de inventarios; la primera obedece al traspaso de flujos de 3 clientes con el fin de provisionar el pago de la primera emisión de obligaciones, la segunda mantiene inventario en garantía por US\$ 2,5 millones; esta mantiene efectivo para liberar parte del inventario.

#### **Pasivos:**

Durante el 2014 al 2015 los pasivos se concentraban principalmente en el corto plazo, a partir del 2016 hasta la fecha la empresa ha logrado reestructurar la deuda concentrándola en el largo plazo, aspecto que mejoró el indicador de liquidez general. En este sentido, la estructura del pasivo a diciembre 2018 corresponde un 36,28% a corto plazo y un 63,72% a largo plazo.

Los principales rubros del pasivo corresponden: obligaciones bancarias a largo plazo (43,56%), seguido de obligaciones financieras a corto plazo (22,08%), cuentas y documentos por pagar a corto-largo plazo (20,73%), si bien, esta última corresponde a proveedores locales<sup>4</sup>, compañías y partes relacionadas, anticipos de clientes y empleados. Por otra parte, los valores emitidos a la fecha representan un 11,28% del total de pasivos, esto incluye los valores a corto y largo plazo.

Como se mencionó con anterioridad, la empresa se fondeaba principalmente en el corto plazo, sin embargo, en el 2016 se refinanció la deuda la deuda de corto plazo que se mantenía con dos instituciones financieras locales, logrando de esta forma un financiamiento acorde a los proyectos planificados por Dajahu. Cabe destacar que, en el 2017, se observa un incremento de la deuda financiera de 98,47% debido al proyecto inmobiliario Plaza Logística Industrial El Trébol. Adicional, el financiamiento fue utilizado también para la adquisición de inventarios (arroz y maíz) para almacenar la materia prima necesaria y cubrirse ante la época de escasez que se evidencia durante los primeros meses del año.

En la misma línea, la deuda financiera a diciembre 2018 corresponde a US\$ 26,41 millones de los cuales el 71,46% se encuentran en el largo plazo; cabe destacar que la deuda ha presentado un crecimiento del 23,59% respecto con diciembre 2017. Dajahu mantiene obligaciones financieras con 6 entidades bancarias y el mercado de valores, la tasa de interés promedio del 8,39% y el plazo máximo a 5 años. El incremento anual de la deuda de aproximadamente

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> La cuenta proveedores representa facturas por compra de arroz cascara, maíz, fertilizantes, entre otros, cuyos vencimientos fluctúan entre 30 y 60 días y no devengan intereses.

US\$5 millones se debe a la adquisición de nuevos equipos, ampliación de la planta industrial (obras civiles y electromecánicas), compra de activos de inversión para las oficinas.

Por su parte, las cuentas y documentos por pagar tanto en el largo y corto plazo, corresponde principalmente a los proveedores locales, compañías relacionadas. Cabe destacar que el plazo de pago con los proveedores va de 30 a 60 días, por lo que son registrados en el corto plazo. Por otra parte, las transacciones efectuadas con las relacionadas corresponden las operaciones que se han efectuado con ellas. La cartera de proveedores de Dajahu se encuentra diversificada y no presenta concentración.

A la fecha de corte, la entidad mantiene cuentas por pagar a corto plazo con Ebesil S.A. por US\$ 103,27 mil por facturación de materia prima, mientras que con Transporte Ranaljvhu S.A. por US\$ 43,45 mil por la facturación de servicios de transporte. Mientras a largo plazo, mantiene deudas pendientes con Ebesil S.A. y Jara Zúñiga por US\$ 622,03 mil para operaciones propias de Dajahu.

El emisor se encuentra al día en el pago de los pasivos financieros, tanto en la seguridad social como con las instituciones del sistema financiero.

#### **Soporte Patrimonial:**

El principal accionista de la empresa es FAMJARVE S.A. con el 84,17% de participación. El porcentaje restante le pertenece a Víctor Jara con un 8,23%, Javier García con 5% y Zoila Jara con 2,60%.

Agroindustrias Dajahu a diciembre 2018 cuenta con un patrimonio de US\$ 16,73 millones, distribuidos en capital social (34,16%), reserva por revalorización (35,62%), resultados acumulados (25,75%) y reserva legal (4,47%). Cabe mencionar que durante los últimos 5 años el capital no social no ha presentado variaciones, mientras que las reservas y resultados acumulados han mantenido un crecimiento constante en promedio de 10,45% y 46,84% respectivamente. Cabe mencionar que a diciembre 2018 se mantiene la reserva por revalorización de diciembre 2017 por un monto de US\$ 5,95 millones.

Por otra parte, los resultados acumulados a diciembre 2018 cubren una parte (34,58%) del pasivo corriente, a pesar de ello, si se considera la totalidad del pasivo soporta un 12,55%. Sin embargo, tomando en cuenta el valor de los activos libres de gravamen más las utilidades retenidas, esta cubre ampliamente la totalidad de los pasivos. Por lo tanto, en un caso extraordinario la empresa contaría con la capacidad de atender sus pagos.

Cabe destacar, que por política la empresa no reparte dividendos, todo es reinvertido. En este sentido, se aprecia el compromiso de los accionistas hacia la compañía.

#### **Desempeño Operativo:**

Agroindustrias Dajahu diversifica sus fuentes de ingresos y de esta forma mitigar posibles cambios cíclicos del sector agroindustrial. Adicional, se debe considerar que el emisor no siembra ni cosecha ninguna materia prima, por lo que inconvenientes en el sector agrícola no afectarían significativamente a la empresa, más bien, si se presenta una caída en el precio del arroz con cáscara, Dajahu se beneficia ya que adquiriría una materia prima para procesar a un menor precio.

Por otra parte, cabe mencionar que el precio del arroz es sensible al comportamiento del mercado, esto incluye el contrabando de arroz peruano y colombiano que se ha experimentado en los últimos años. Sin embargo, la administración considera que a la fecha con la reducción del precio este inconveniente se está reduciendo.

Los ingresos de la compañía durante los años 2013 y 2015 mantuvieron un promedio de crecimiento de 1,84%, mientras que entre el 2016 y 2017 se evidencio una contracción promedio de 23,20%. En el 2016 la empresa se vio afectada por el terremoto ocasionado el 16 de abril, el cual causó varios daños en la planta de silos para almacenamiento<sup>5</sup>, rubro que representa cerca del 6% de sus ingresos brutos. A diciembre 2018, se está adquiriendo una maquinaria para reponer los silos que sufrieron afectaciones en el terremoto del 2016.

Considerando las ventas anuales del 2017 y 2018, se puede observar que el precio promedio en todas las líneas presenta variaciones negativas. Sin embargo, se ha incrementado el volumen de ventas por quintal lo que contribuye positivamente en los ingresos operaciones (24,52%). Por otra parte, el endeudamiento adquirido en el periodo analizado para la ampliación de la planta industrial favorece el incremento evidenciado en las ventas.

Es importante considerara que la línea de arroz es la más representativa dentro de los ingresos con una participación del 66,19% seguido de la línea de maíz (17,94%), polvillo (5,89%), servicios y arriendos<sup>6</sup> (8,62%) y cacao (1,36%). Siendo esta última una estrategia puntual de la compañía, para lo cual se asociaron con otra empresa especializada en el tema, sin embargo, lo resultados no fueron los esperados por lo cual no se continuará operando esta línea.

Considerando las proyecciones del emisor para el 2018, estas superan las expectativas excepto la línea de maíz al ubicarse levemente por debajo de los 537qq, comportamiento derivado de una venta conservadora dado que el emisor prefiere vender esta línea bajo pedido.

<sup>5</sup> 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.

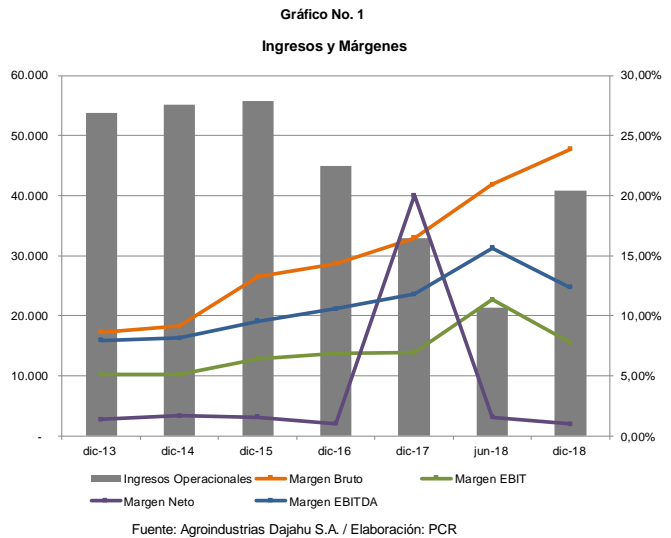
<sup>6</sup> Dentro del servicio de alquiler sobresalen: silos, bodegas y galpones.

Descripción	2017			2018		
	Volumen (qq)	Precio Promedio	Total Ventas	Volumen (qq)	Precio Promedio	Total Ventas
Arroz envejecido	684.221,05	42,09	28.799.868,57	767.311,01	35,29	27.077.758,24
Polvillo, arrocillo	89.007,55	17,42	1.550.444,35	146.223,50	16,48	2.410.121,49
Maíz	4.447,00	18,88	83.969,46	471.175,33	15,58	7.338.690,54
Cacao	-	-	-	5.395,36	103,46	558.210,72
Arriendos			1.200.783,16			1.738.740,78
Servicios			1.164.125,05			1.785.670,23
<b>TOTAL VENTAS</b>			<b>32.799.190,59</b>			<b>40.909.192,00</b>

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

Respecto con los costos de ventas, desde el 2015 presentan un decrecimiento promedio de 12,67%. Esta optimización del costo se produce por la reducción del precio de la materia prima. Adicional, considerando el margen de costo de venta/ Ingresos se puede observar que pasó de 90,88% (dic-14) a 76,16% (dic-18). Sin embargo, la participación de los gastos operacionales frente a las ventas es mayor, con lo cual el margen EBIT se mantiene estable durante todo el periodo de análisis.

Bajo este contexto, Dajahu a diciembre 2018 presentó una utilidad neta de US\$ 405 mil (frente a los US\$ 619 mil de dic17 – utilidad del ejercicio), el menor nivel de utilidad se deriva tras un incremento en los gastos financieros para la expansión de la planta de producción que a diciembre duplicó la fabricación.

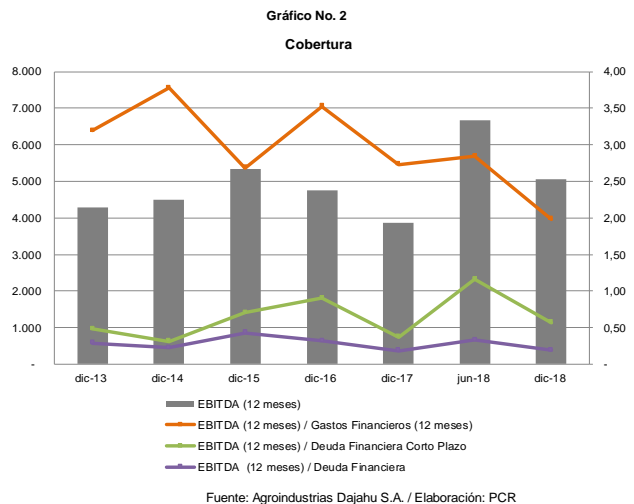


El rendimiento que obtienen los accionistas de los fondos invertidos en la empresa; es decir, el ROE durante el periodo de estudio es en promedio un 8,10%<sup>7</sup>.

#### Cobertura con EBITDA:

El EBITDA acumulado ha crecido en promedio durante el 2014-2015 un 11,64%, mientras que de 2016 a 2017 este comportamiento se revierte (-14,69%). Puntualmente por la coyuntura económica del 2016 y el enfoque durante el 2017 a los proyectos inmobiliarios. Para el 2018, se puede observar un crecimiento del EBITDA (30,65%) tras el resultado positivo de las estrategias aplicadas por el emisor.

Por otra parte, la deuda financiera, a diciembre 2018, registró US\$ 26,41 millones e implican un incremento si se compara con dic-17 (23,59%), siendo esta la más alta del periodo analizado. En este sentido, la cobertura de la deuda financiera a dic-18 es de 0,19 veces, lo que representa una contracción si se compara con el promedio histórico 2014-2016 de 0,29 veces. El incremento de la deuda es con el fin de ampliar la planta de producción y ciertas reconstrucciones de los silos afectados en el terremoto del 2016.



Las afectaciones sobre la cobertura se deben básicamente a que el emisor adquirió financiamiento para fondear el proyecto Plaza Logística El Trébol. Si bien este, centro de almacenamiento según la administración representó aproximadamente US\$ 13 millones y por lo que se espera ingresos anuales por US\$ 900 mil y a la fecha se encuentra ocupado al 100%. En este sentido, los arriendos a diciembre 2018 contabilizaron un total de US\$ 1,73 millones, cumpliendo las proyecciones establecidas.

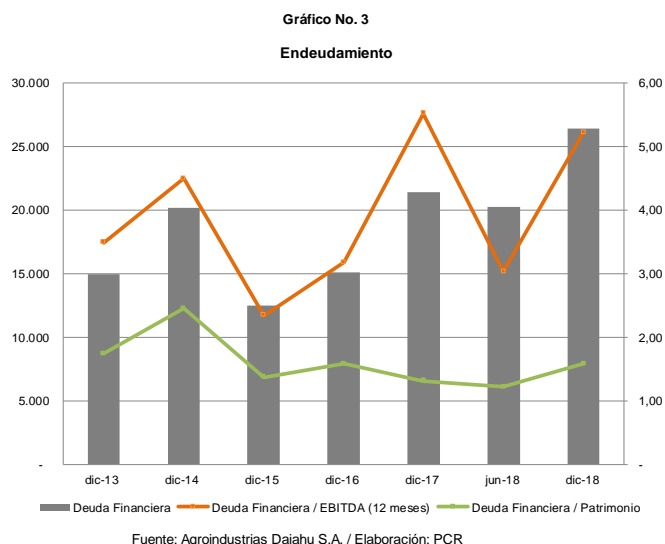
<sup>7</sup> Para el cálculo promedio no se consideró otros resultados integrales del año 2017 en el cálculo del ROE dado que es un caso atípico por la revaloración de activos presentada ese año.



### Endeudamiento:

El constante abastecimiento de los inventarios incurre que la empresa busque financiamiento con proveedores, instituciones financieras y el mercado de valores, por lo que el nivel de apalancamiento promedio dentro del periodo de análisis (2014-2018), se ubica en 2,48 veces y a lo largo del periodo ha mantenido un comportamiento variable. A diciembre 2018, el indicador de apalancamiento (pasivo total/patrimonio) se ubicó en 2,05 veces. Mientras frente al capital social fue de 6,01 veces. Es importante destacar que debido a los proyectos que esta implementando el emisor, los indicadores de endeudamiento se ven afectados.

En el caso de la capacidad operativa a largo plazo de Dajahu S.A. para cancelar su deuda financiera, se debe mencionar que su promedio es de 4,05 años; mientras que, a diciembre 2018 el tiempo en que la empresa cancelaría toda la deuda financiera con su generación propia es de 5,22 años. Si bien, este indicador es superior al promedio histórico y ha incrementado a lo largo de los años, va acorde a los plazos de endeudamiento de la empresa y a los proyectos planificados.



Es importante considerar que la deuda contraída para los proyectos de bodega tenía previsto generar alrededor de US\$ 900 mil al año, sin embargo, a diciembre 2018 los ingresos percibidos por arriendo alcanzan los US\$ 1,7 millones. Estos contratos en su mayor parte tienen una vigencia de 2 años, con cláusulas de penalidad en caso de que se termine anticipadamente. Por otra parte, no se consideró algunos contratos, debido a que dentro de este se fijan precios unitarios y los ingresos dependen de la cantidad de almacenaje que se requiera. En el caso de los arriendos de oficinas, estos tienen una vigencia de 1 año y el precio incrementa anualmente en base a la inflación más 3 puntos.

Servicio	Renta Mensual US\$ (Sin IVA)	Renta Anual US\$
Arriendo Bodega	1.452,00	17.424,00
Arriendo Bodega	6.825,00	81.900,00
Arriendo Bodega	1.452,00	17.424,00
Arriendo Bodega	741,00	8.892,00
Arriendo Bodega	4.929,00	59.148,00
Arriendo Bodega	51.875,00	622.500,00
Arriendo Bodega	3.750,00	45.000,00
Arriendo Oficina	1.687,50	20.250,00
Arriendo Oficina	1.415,09	16.981,08
Arriendo Oficina	1.438,55	17.262,60
Total		906.781,68

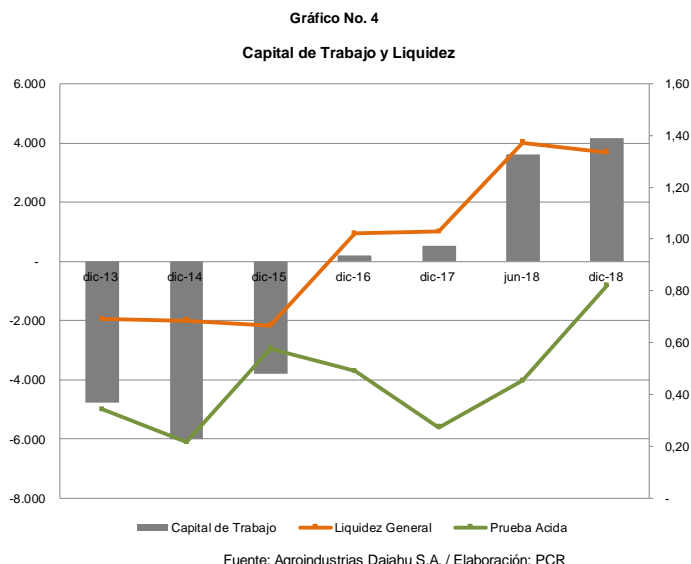
Fuente: Agroindustrias DAJAHU S.A. / Elaboración: PCR

### Liquidez:

Históricamente los niveles de liquidez hasta el 2015 eran inferiores a 1, sin embargo, desde el 2016 la situación se revertió debido a que la entidad reestructuró la deuda concentrándola en el largo plazo, acorde a los proyectos que estaban ejecutando. En este sentido, los niveles de liquidez mejoraron y a diciembre 2018 se ubican en 1,34 veces. De igual forma, la liquidez que no considera inventarios se ubica en 0,82 veces, alcanzando de esta manera los niveles más altos durante el periodo de estudio.

Con todo, el capital de trabajo desde el 2016 presenta una tendencia positiva y creciente. A la fecha de corte fue US\$ 4,11 millones derivado principalmente de la restructuración de la deuda al largo plazo, acorde a los proyectos del emisor.

Por su parte, el Flujo de Efectivo a la fecha de corte presentó un flujo operativo de US\$ 3,62 millones proveniente principalmente del efectivo recibido de clientes por ventas y prestaciones de servicio y un flujo de inversión negativo de US\$ 4,3 millones derivado de la compra de Certificado de depósito y adquisiciones de equipos; mientras el flujo de financiamiento fue positivo por US\$ 1,41 millones originado de la financiación con entidades financieras a largo plazo, con lo cual el saldo final de efectivo fue de US\$ 2,06 millones.



### 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						
<b>Emisor:</b>	Agroindustrias Dajahu S.A.					
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 7.000.000,00					
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.					
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto a Emitir</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa Anual</b>	<b>Pago de Intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	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
<b>Valor Nominal de cada Título</b>	Valores de valor nominal unitario de un mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$1.000,00), o múltiplos.					
<b>Fecha de Emisión:</b>	28 de noviembre del 2018					
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.					
<b>Rescates anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones contempla rescates anticipados.					
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es PLUSBURSATIL Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
<b>Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
<b>Destino de los recursos:</b>	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.					
<b>Resguardos de ley:</b>	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.
<b>Límite de Endeudamiento</b>	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.
<b>Garantía:</b>	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
<b>Fecha de vencimiento</b>	25 de noviembre del 2025

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 28 de noviembre del 2018, y hasta el 12 de diciembre del 2018 se ha colocado alrededor del 41% del monto aprobado. En este sentido, un 23% corresponde a la clase 1 y la diferencia a la clase 2.

A continuación, se detalla los saldos por amortizar de la colocación a diciembre 2018:

Clase	Fecha de vencimiento	Valor Colocado	Capital Pagado	Saldo por Amortizar
1	28/11/2025	\$ 1.641.570,00	\$ -	\$ 1.641.570,00
2	17/12/2024	\$ 1.300.000,00	\$ -	\$ 1.300.000,00
<b>Total</b>		2.841.570,00	\$ -	\$ 2.841.570,00

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
<b>TOTAL</b>	<b>7.000.000,00</b>

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

#### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

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

- Para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía 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

Resguardo de liquidez				
Indicador de Liquidez	nov-18	dic-18	Semestral	Límite $\geq 1$
		1,53	1,34	1,43

Desde la fecha de autorización no ha transcurrido los 6 meses para evaluar el promedio semestral del indicador de liquidez. Sin embargo, a diciembre 2018 este indicador alcanza los 1,43 veces ubicándose sobre el límite estipulado.

- 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		
Activos Reales/ Pasivos	dic-18	Límite $\geq 1$
		1,65

A la fecha de corte, la relación de activos reales para los pasivos corrientes se ubica en 1,65 veces siendo superior al límite estipulado en el Prospecto de Oferta Pública.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A diciembre 2018, 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 diciembre 2018, el indicador de endeudamiento se ubica en 0,52 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 y de esta forma mitigar posibles cambios cíclicos del sector agroindustrial. Adicional, se debe considerar que el emisor no siembra ni cosecha ninguna materia prima, por lo que inconvenientes en el sector agrícola no afectarían significativamente a la empresa, más bien, si se presenta una caída en el precio del arroz con cáscara, Dajahu se beneficia ya que adquiriría una materia prima para procesar a un menor precio.

Es importante considerara que la línea de arroz es la más representativa dentro de los ingresos con una participación del 66,19% seguido de la línea de maíz (17,94%), polvillo (5,89%), servicios y arriendos<sup>8</sup> (8,62%) y cacao (1,36%). Siendo esta última una estrategia puntual de la compañía, para lo cual se asociaron con otra empresa especializada en el tema, sin embargo, lo resultados no fueron los esperados por lo cual no se continuará operando esta línea. A diciembre 2018, el emisor presentó un buen nivel de cumplimiento sobre las ventas (99,62%), a pesar de ello solo se alcanzó un 66,78% de la utilidad proyectada. Este comportamiento se deriva de el incremento de los gastos financieros y gastos generales para la adquisición de nuevos activos y el reemplazo de los silos afectados en el terremoto del 2016.

Estado de Resultado Agroindustrias Dajahu S.A.										
Proyección escenario Conservador										
Descripción	2018	Real 2018	Cumplimiento	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	41.065.598	40.909.192	99,62%	47.225.437	48.169.946	49.133.345	50.116.012	51.118.332	52.140.699	53.183.513
Costo de venta	33.445.201	31.155.440	93,15%	39.080.558	39.862.169	40.659.412	41.472.600	42.302.052	43.148.093	44.011.055
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>7.620.396</b>	<b>9.753.752</b>	<b>128,00%</b>	<b>8.144.880</b>	<b>8.307.777</b>	<b>8.473.933</b>	<b>8.643.411</b>	<b>8.816.280</b>	<b>8.992.605</b>	<b>9.172.457</b>
Gastos administración y ventas	3.284.108	6.581.257	200,40%	3.776.724	3.852.258	3.929.304	4.007.890	4.088.047	4.169.808	4.253.204
Depreciación	1.486.804	3.172.496	213,38%	1.541.204	1.598.723	1.659.581	1.724.020	1.792.299	1.864.702	1.941.537
Gastos Financieros	1.898.610	2.547.549	134,18%	1.390.684	1.345.400	1.605.653	1.581.414	1.678.903	1.597.071	1.781.868
<b>Utilidad antes de impuesto y participación</b>	<b>950.875</b>	<b>153.583</b>	<b>16,15%</b>	<b>1.436.267</b>	<b>1.511.396</b>	<b>1.279.395</b>	<b>1.330.088</b>	<b>1.257.030</b>	<b>1.361.024</b>	<b>1.195.848</b>
Participación a trabajadores	142.631	778.529	545,83%	215.440	226.709	191.909	199.513	188.555	204.154	179.377
Impuesto a la renta	202.061	373.697	184,94%	305.207	321.172	271.872	282.644	267.119	289.218	254.118
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>606.183</b>	<b>404.832</b>	<b>66,78%</b>	<b>915.620</b>	<b>963.515</b>	<b>815.615</b>	<b>847.931</b>	<b>801.357</b>	<b>867.653</b>	<b>762.353</b>

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

Los ingresos de Dajahu han mostrado un comportamiento variable en los últimos años, esto se debe principalmente al financiamiento de proyectos inmobiliarios. Con todo, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posicionamiento y adecuada administración de capital de trabajo. Esto le ha permitido al emisor cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones, y mantener trayectoria y experiencia en el mercado de valores.

### Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 31 de diciembre de 2018, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 25,75 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 diciembre 2018	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	51.072.171,66
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-
(-) Impuestos Diferidos	-

<sup>8</sup> Dentro del servicio de alquiler sobresalen: silos, bodegas y galpones.

(-) Activos Gravados	14.271.817,84
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	3.841.570,00
(-) Monto no redimido de Títularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	6.996.103,26
(-) 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
<b>Total de Activos Libres de Gravamen al 31 de diciembre de 2018</b>	<b>25.715.320,56</b>

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

#### Activos en litigio

A la fecha de corte no se registran valores por activos en litigio dentro del Certificado de Activos Libres de Gravamen. Adicional, se ha revisado en la página del Consejo de la Judicatura del Guayas los procesos en los que se encuentra inmerso Dajahu, en donde se registra un solo caso al 11 de enero del 2019.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 31 de diciembre de 2018, 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.

Cuadro 8: Monto Máximo de Valores en Circulación ( US\$) – Al 31 de diciembre de 2018	
Detalle	Valor
<b>Patrimonio</b>	<b>16.730.251</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>33.460.503</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	3.841.570
Emisión de Obligaciones (por emitir)	0
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse</b>	<b>3.841.570</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>22,96%</b>

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 7,26 veces, como se describe a continuación:

Cuadro 9: Posición Relativa de la Garantía General a diciembre 2018				
Orden de Prolación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	227.925,60	3.841.570,00	22.540.860,01	3.230.501,74
Pasivo Acumulado	227.925,60	4.069.495,60	26.610.355,61	29.840.857,35
<b>Fondos Líquidos</b> (Caja y Bancos)	2.064.961			
<b>Activos Libres de Gravamen</b> (sin considerar saldo emisiones en circulación)	29.556.891			
Cobertura Fondos Líquidos	9,06	0,51	0,08	0,07
Cobertura ALG	129,68	7,26	1,11	0,99

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. Respecto con las cuentas y documentos por cobrar, a la fecha de corte representan el 7,57% del total de activos. Es importante mencionar que dentro de la política de crédito de la empresa para poder despachar un pedido es necesario que el cliente realice un anticipo del 80% en efectivo, lo cual contribuye a mitigar el riesgo de crédito. Con todo, esta cartera de crédito registra un 87,62% de cartera por vencer y la diferencia del 12,37% se encuentra vencida; los rangos de vencimientos van de 30 días a más de 90 días, el rango con mayor representatividad es de 31 a 60 días con US\$ 258,88 mil y el de menor participación de 61 a 90 días con US\$ 5,08 mil. Dajahu mantiene una cartera

diversificada de más de 200 clientes, siendo el de mayor participación una persona natural (10,19%), todo esto refleja una buena administración de cartera por parte del emisor.

Por su parte, los inventarios representan el 12,54% del total de activos a la fecha de corte. Históricamente la compañía se abastece de materia prima a finales de año, este comportamiento se debe a que durante el primer trimestre del año se suele producir un periodo de escasez. A inicios del 2017 Dajahu vendió todo lo almacenado de maíz a un solo cliente (negociación que se había hecho habitual a inicios de cada año). Sin embargo, a inicios del 2018 esta negociación se efectuó parcialmente, a pesar de ello, Dajahu logró vender la totalidad del maíz que se había almacenado a finales del 2017 y la administración tomó la decisión de no almacenar maíz y comercializarlo bajo pedido. A diciembre 2018, se observa que los niveles de inventario similares a su promedio histórico.

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 a diciembre 2018 (US\$ Miles)				
Activos	Valor en libro no gravado al dic 2018	Valor comprometido inicialmente en conjunto	Valor Nueva Emisión de Obligaciones	Cobertura
Efectivo y equivalentes	2.064,96			
Cuentas por cobrar clientes menos deterioro de cuentas por cobrar	3.761,02			
Inventario	6.402,31			
Total	12.228,28	7.000.000,00	7.000.000,00	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 2017, a diciembre 2017 la firma auditora fue Wens Consulting & Auditing, los cuales se no presentan salvedades. Estados financieros internos con corte a diciembre 2018.  
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 Extraordinaria de Accionistas de fecha 12 de julio de 2018
- Prospecto de Emisión de Obligaciones.
- Escritura de Emisiones de Oferta Pública
- Declaración Juramentada de Activos Libres de Gravamen con corte a diciembre de 2018.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte a diciembre 2018.
- Otros papeles de trabajo

#### Presencia Bursátil

##### Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es una alternativa de financiamiento para las empresas mediante la oferta de títulos de valor de renta fija y de renta variable. Sin embargo, la cultura bursátil del país llega a niveles mínimos por lo que no se ha desarrollado este mecanismo y como consecuencia de ello, existe escasa transaccionalidad de títulos de valor de renta variable en el mercado secundario siendo este el 0,34% del total transado mientras que las negociaciones de renta fija representaron el 99,66%. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia dada por las instituciones financieras.

De acuerdo con las cifras de cierre para el año 2018, se observa un balance positivo en el que el volumen negociado fue cerca de US\$7.000 millones a escala nacional a través del incremento en la negociación de títulos del sector privado. Al comparar el año 2017 y 2018 se aprecia un decremento del 15% en la negociación de títulos del Estado que implica una mayor participación del sector privado en el mercado. Adicionalmente, la emisión de obligaciones incrementó 10% frente al año anterior y brinda un escenario positivo para el año 2019.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 41,86%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 58,14%. Dentro del total de emisores del sector privado, las negociaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Quito fueron de 48% mientras que la diferencia mayoritaria corresponde a la Bolsa de Valores de Guayaquil; siendo el sector comercial e industrial los mayores dinamizadores.

Debido a las colocaciones de deuda externa que se realizaron a finales del 2017, la economía del país para el primer trimestre del año 2018 mostró excedentes de liquidez que incentivó la colocación de papeles comerciales provocando así la reducción de tasas (4% - 5%) por la alta demanda de estos. Por otra parte, las facturas comerciales negociaron más US\$ 250 millones que permitió generar liquidez para las PYMES. Sin embargo, para finales del año 2018 la liquidez se contrajo lo que resultó más difícil realizar colocaciones.

Finalmente, un hecho positivo fue que en 2018 la Bolsa de Valores de Quito fue admitida en la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN), gracias a esta iniciativa Ecuador podrá posicionarse y le permitirá atraer inversiones desde el exterior.

### Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>9</sup>. 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 fórmula:

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

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.

Agroindustrias Dajahu S.A., registra vigente en el Mercado de Valores la Primera Emisión de Obligaciones con un saldo por redimir de US\$ 1,51 millones y cuya fecha de finalización es noviembre 2019, como se detalla a continuación:

Presencia Bursátil (US\$)				
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de capital dic de 2018	Calificaciones
Primera Emisión de Obligaciones AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.	No. SCV-INMV-DNAR-14-002956	5.000.000	1.000.000	ICRE
	2014			AAA- (corte jun18)
Segunda Emisión de Obligaciones AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010442	7.000.000	2.841.570	PCR
	14 de noviembre de 2018			AAA- (corte jun18)
<b>Total</b>		<b>12.000.000</b>	<b>3.841.570</b>	

### 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:

	dic-18	Dic-2017	DETALLE
<b>Cuentas por cobrar</b>			
Construkigal S.A.	5.228,95	270,46	Para sus operaciones diarias

<sup>9</sup> Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

Transportes Ronaljavhu S.A.	69.764,76	104.946,00	Para sus operaciones diarias
<b>Total</b>	<b>74.993,71</b>	<b>105.216,46</b>	
<b>Cuentas por cobrar - largo plazo</b>			
Construkigal S.A.	2.184.967,81	469.544,28	Por venta de un inmueble en San Rafael - Pichincha
Negosagro S.A.	0,00	229.171,55	Por venta de terrenos en el 2012
	<b>dic-18</b>	<b>2017</b>	<b>DETALLE</b>
<b>Cuentas por pagar</b>			
Ebesil S.A.	103.275,82	101.861,01	Por facturación
Transportes Ronaljavhu S.A.	43.447,96	17.963,15	Por facturación Servicio de Transporte
<b>Total</b>	<b>146.723,78</b>	<b>119.824,16</b>	
<b>Cuentas por pagar - largo plazo</b>			
Ebesil S.A.	152.854,61	163.238	Por préstamo para nuestras operaciones
Jara Zúñiga Hugo	469.182,59	2.366.501	
<b>Total</b>	<b>622.037,20</b>	<b>2.529.739</b>	

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

Las cuentas por cobrar relacionadas más representativas al 2018 se registran con Construkigal S.A., esta empresa se dedica a la administración, arrendamiento, explotación, compra, venta de bienes inmuebles. Si bien, el Paseo Real ubicado en San Rafael, cuenta con un nivel de ocupación del 65%. Por otra parte, la empresa mantiene activo el proyecto Plaza Logística El Trébol, el cual cuenta con 3 galpones grandes y con un nivel de ocupación del 100%.

Por su parte, Negosagro S.A. se dedica a la explotación agrícola, y actualmente se dedica al arroz, pero limitadamente., a diciembre 2018 se observa el pago total que se mantenía.

Se debe mencionar que el total de las cuentas por cobrar con sus relacionadas representan un 4,43% del total de los activos a diciembre 2018. Mientras que las cuentas por pagar (incluye corto y largo plazo) representan del total de pasivos un 2,24%.

#### Miembros de Comité



Econ. Ximena Redín



Econ. Delia Melo



Econ. José Mora

#### Anexos

Anexo 1: Tabla de amortización Clase 1				
Trimestre	Capital (K)	Interés	Cuota	Saldo de K
0				4.000.000,00
1	142.857,14	75.000,00	217.857,14	3.857.142,86
2	142.857,14	72.321,43	215.178,57	3.714.285,71
3	142.857,14	69.642,86	212.500,00	3.571.428,57
4	142.857,14	66.964,29	209.821,43	3.428.571,43
5	142.857,14	64.285,71	207.142,86	3.285.714,29
6	142.857,14	61.607,14	204.464,29	3.142.857,14
7	142.857,14	58.928,57	201.785,71	3.000.000,00
8	142.857,14	56.250,00	199.107,14	2.857.142,86
9	142.857,14	53.571,43	196.428,57	2.714.285,71
10	142.857,14	50.892,86	193.750,00	2.571.428,57
11	142.857,14	48.214,29	191.071,43	2.428.571,43
12	142.857,14	45.535,71	188.392,86	2.285.714,29
13	142.857,14	42.857,14	185.714,29	2.142.857,14



14	142.857,14	40.178,57	183.035,71	2.000.000,00
15	142.857,14	37.500,00	180.357,14	1.857.142,86
16	142.857,14	34.821,43	177.678,57	1.714.285,71
17	142.857,14	32.142,86	175.000,00	1.571.428,57
18	142.857,14	29.464,29	172.321,43	1.428.571,43
19	142.857,14	26.785,71	169.642,86	1.285.714,29
20	142.857,14	24.107,14	166.964,29	1.142.857,14
21	142.857,14	21.428,57	164.285,71	1.000.000,00
22	142.857,14	18.750,00	161.607,14	857.142,86
23	142.857,14	16.071,43	158.928,57	714.285,71
24	142.857,14	13.392,86	156.250,00	571.428,57
25	142.857,14	10.714,29	153.571,43	428.571,43
26	142.857,14	8.035,71	150.892,86	285.714,29
27	142.857,14	5.357,14	148.214,29	142.857,14
28	142.857,14	2.678,57	145.535,71	0,00

Fuente: Plusbursátil S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 2: Tabla de amortización Clase 2				
Trimestre	Capital (K)	Interés	Cuota	Saldo de K
0				3.000.000,00
1		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
2		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
3		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
4		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
5		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
6		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
7		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
8		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
9		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
10		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
11		58.125,00	58.125,00	3.000.000,00
12	1.500.000,00	58.125,00	1.558.125,00	1.500.000,00
13		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
14		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
15		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
16		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
17		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
18		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
19		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
20		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
21		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
22		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
23		29.062,50	29.062,50	1.500.000,00
24	1.500.000,00	29.062,50	1.529.062,50	-

Fuente: Plusbursátil 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%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Plusbursátil S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 04: Cartera Comercial (US\$) miles		
Descripción / Periodo	01-06-18	01-12-18
<b>Cartera Por Vencer</b>	<b>1.446,01</b>	<b>3.476,18</b>
<b>Cartera Vencida</b>	1-30 DIAS	212,15
	31-60 DIAS	258,88
	61-90 DIAS	5,08
	> 90 DIAS	14,73
<b>Total Cartera Vencida</b>	<b>655,15</b>	<b>490,85</b>
<b>Morosidad</b>	<b>31,18%</b>	<b>12,37%</b>
<b>Provisión cuenta incobrable</b>	<b>89,86</b>	<b>107,63</b>
<b>Total Cartera Comercial</b>	<b>2.101,16</b>	<b>3.967,03</b>

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

#### Anexo 05: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

<b>FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>	<b>PARCIAL</b>	<b>TOTAL</b>
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	38.989.879,00	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(31.439.170,00)	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)	(1.637.781,00)	
<b>EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES</b>	<b>5.912.928,00</b>	
gastos financieros (intereses pagados)	(2.344.483,00)	
(Otros pagos por actividades de operación)	412.231,00	
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagados)	(351.817,00)	
	<b>(2.284.069,00)</b>	
<b>EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		<b>3.628.859,00</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo		
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	(1.944.708,00)	
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	-	
Compras de activos intangibles	(2.510.000,00)	
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	65.933,00	
Compras de otros activos a largo plazo		
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		<b>(4.388.775,00)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		
Otras entradas, salidas de efectivo	(3.397.369,00)	
Pagos de préstamos	(25.930.922,00)	
Financiación por préstamos a largo plazo	30.739.356,40	
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		<b>1.411.065,40</b>
<b>VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO</b>		<b>651.149,40</b>
<b>SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO</b>		<b>1.413.812,00</b>
<b>SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO</b>		<b>2.064.961,40</b>
<b>CONCILIACIÓN DE LA UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS Y PARTIDA EXTRAORDINARIA CON EL EFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		
Utilidad neta antes de impuestos y participación trabajadores		404.832,20
<b>AJUSTES:</b>		
Gasto depreciación		1.885.484,90
Gasto provisión incobrables		39.670,27
Gasto provisión jub. Patronal e intereses		284.005,80
<b>EFFECTIVO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN ANTES DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO</b>		<b>2.613.993,17</b>
Ganancias (pérdidas) en valor razonable		641.168,71
Retenciones IVA por pagar		
Retenciones Impuesto a la renta por pagar		256.917,72
Beneficios Laborales por pagar		116.779,40
<b>EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		<b>3.628.859,00</b>

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

Anexo 08: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$ )						
Agroindustrias Dajahu S.A.						
Estados Financieros Individuales	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>Balance General</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.582	483	1.232	1.361	1.414	2.065
Cuentas y Documentos por Cobrar	3.082	2.113	2.870	1.960	3.012	3.869
Cuentas por cobrar relacionadas	-	-	-	-	-	75
Inventarios	5.358	9.007	1.036	5.156	13.963	6.402
Pagos Anticipados	588	1.163	667	344	37	1.029
Activo por Impuesto Corriente	-	330	194	64	557	298
Activos mantenidos para la venta	-	-	1.632	1.019	-	-
Inversiones	-	-	-	-	-	2.510
Derechos Fiduciarios	-	-	-	-	-	291
Importación de maquinaria	-	-	-	-	-	97
<b>Activo Corriente prueba ácida</b>	<b>5.252</b>	<b>4.089</b>	<b>6.595</b>	<b>4.753</b>	<b>5.019</b>	<b>10.234</b>
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>10.610</b>	<b>13.096</b>	<b>7.631</b>	<b>9.908</b>	<b>18.983</b>	<b>16.637</b>
Propiedad, equipos, muebles y vehículos	6.667	8.050	6.654	6.729	15.743	11.346
Propiedades de inversión	14.024	14.360	11.620	13.339	9.219	13.661
Otros	397	422	3.243	1.741	7.978	9.428
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>21.088</b>	<b>22.832</b>	<b>21.517</b>	<b>21.809</b>	<b>32.940</b>	<b>34.436</b>
<b>Total Activo</b>	<b>31.698</b>	<b>35.928</b>	<b>29.148</b>	<b>31.718</b>	<b>51.923</b>	<b>51.072</b>
Obligaciones Bancarias	8.901	14.078	6.561	4.232	10.423	7.583
Cuentas y Documentos por Pagar	5.489	4.423	3.472	4.168	7.714	3.231
Pasivos Acumulados	438	-	-	-	-	-
Impuestos por pagar	549	428	382	291	327	228
Valores emitidos	-	187	1.027	1.020	-	1.265
Anticipos de clientes	-	-	-	-	-	153
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>15.377</b>	<b>19.115</b>	<b>11.442</b>	<b>9.711</b>	<b>18.464</b>	<b>12.460</b>
Obligaciones Bancarias a largo plazo	6.083	5.200	1.899	7.820	10.948	14.958
Otros Pasivos	1.613	94	117	185	384	430
Cuentas y documentos por pagar	-	2.550	3.562	2.452	5.801	3.887
Valores emitidos	-	720	3.000	2.000	-	2.607
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>7.696</b>	<b>8.564</b>	<b>8.578</b>	<b>12.457</b>	<b>17.133</b>	<b>21.882</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>23.073</b>	<b>27.679</b>	<b>20.020</b>	<b>22.168</b>	<b>35.597</b>	<b>34.342</b>
Capital Social	5.715	5.715	5.715	5.715	5.715	5.715
Reserva Legal	459	462	556	644	686	748
Reserva por Revalorización	288	-	-	-	5.959	5.959
Aportes Futuras Capitalización	1.339	-	-	-	-	-
Resultados Acumulados	823	2.072	2.857	3.191	3.966	4.309
<b>Total Patrimonio</b>	<b>8.625</b>	<b>8.249</b>	<b>9.128</b>	<b>9.549</b>	<b>16.325</b>	<b>16.730</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>14.984</b>	<b>20.184</b>	<b>12.487</b>	<b>15.072</b>	<b>21.371</b>	<b>26.413</b>
Corto Plazo	8.901	14.264	7.587	5.252	10.423	8.848
Largo Plazo	6.083	5.920	4.899	9.820	10.948	17.565
<b>Estado de Ganancia y Pérdidas</b>						
Ingresos Operacionales	53.823	55.169	55.817	44.882	32.852	40.909
(-) Costos de ventas	49.164	50.138	48.414	38.449	27.439	31.155
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>4.659</b>	<b>5.032</b>	<b>7.403</b>	<b>6.433</b>	<b>5.413</b>	<b>9.754</b>
(-) Gastos operacionales	1.883	2.214	3.821	3.361	3.136	6.581
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>2.776</b>	<b>2.818</b>	<b>3.583</b>	<b>3.072</b>	<b>2.277</b>	<b>3.172</b>
(-) Gastos Financieros	1.346	1.189	1.985	1.347	1.418	2.548
(+) Otros ingresos o pérdidas	112	-	-	(642)	-	154
<b>Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta</b>	<b>1.542</b>	<b>1.629</b>	<b>1.598</b>	<b>1.083</b>	<b>859</b>	<b>779</b>
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto a la Renta	231	693	718	617	240	374
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>1.311</b>	<b>936</b>	<b>880</b>	<b>466</b>	<b>619</b>	<b>405</b>
(-) Otros Resultados Integrales	-565	-	-	-	5.959	-
<b>Total Resultado Integral del Período</b>	<b>746</b>	<b>936</b>	<b>880</b>	<b>466</b>	<b>6.578</b>	<b>405</b>

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

Anexo 09: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$)						
Agroindustrias Dajahu S.A.						
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>Márgenes</b>						
Costos de Venta / Ingresos	91,34%	90,88%	86,74%	85,67%	83,52%	76,16%
Margen Bruto	8,66%	9,12%	13,26%	14,33%	16,48%	23,84%
Gastos Operacionales / Ingresos	3,50%	4,01%	6,84%	7,49%	9,55%	16,09%
Margen EBIT	5,16%	5,11%	6,42%	6,84%	6,93%	7,75%
Gastos Financieros / Ingresos	2,50%	2,15%	3,56%	3,00%	4,32%	6,23%
Margen Neto	1,39%	1,70%	1,58%	1,04%	20,02%	0,99%
Margen EBITDA	7,98%	8,14%	9,55%	10,58%	11,78%	12,36%
<b>EBITDA y Cobertura</b>						
Depreciación y Amortización	1.518	1.672	1.748	1.678	1.594	1.885
EBITDA (12 meses)	4.294	4.490	5.330	4.750	3.871	5.058
EBITDA (acumulado)	4.294	4.490	5.330	4.750	3.871	5.058
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	3,19	3,78	2,69	3,53	2,73	1,99
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,48	0,31	0,70	0,90	0,37	0,57
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,29	0,22	0,43	0,32	0,18	0,19
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,19	0,16	0,27	0,21	0,11	0,15
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,67	0,69	0,57	0,44	0,52	0,36
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,33	0,31	0,43	0,56	0,48	0,64
Deuda Financiera / Patrimonio	1,74	2,45	1,37	1,58	1,31	1,58
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,65	0,73	0,62	0,68	0,60	0,77
Deuda de Corto Plazo / Deuda Total	0,59	0,71	0,61	0,35	0,49	0,33
Pasivo Total / Capital Social	4,04	4,84	3,50	3,88	6,23	6,01
Pasivo Total / Patrimonio	2,68	3,36	2,19	2,32	2,18	2,05
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	3,49	4,50	2,34	3,17	5,52	5,22
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	5,37	6,17	3,76	4,67	9,20	6,79
<b>Rentabilidad</b>						
ROA (12 meses)	2,35%	2,60%	3,02%	1,47%	12,67%	0,79%
ROE (12 meses)	8,65%	11,34%	9,64%	4,88%	5,97%	2,42%
<b>Liquidez</b>						
Liquidez General	0,69	0,69	0,67	1,02	1,03	1,34
Flujo de Efectivo / Deuda de Corto Plazo	0,18	0,03	0,16	0,26	0,14	0,23
Prueba Acida	0,34	0,21	0,58	0,49	0,27	0,82
Capital de Trabajo	-4.766	-6.019	-3.811	197	519	4.177
<b>Rotación</b>						
Días de Cuentas por Cobrar	56	73	25	57	186	90
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	40	32	26	39	101	37
Días de Inventarios	39	65	8	48	183	74
Ciclo de conversión de efectivo	56	105	7	66	268	127
<b>Flujo de Efectivo</b>						
Flujo Operativo	8.096	(1.452)	10.140	(231)	(2.416)	3.629
Flujo de Inversión	(2.544)	(3.438)	(2.619)	(2.650)	(4.062)	(4.389)
Flujo de Financiamiento	(4.792)	3.792	(6.773)	3.011	6.299	1.411
Saldo al inicio del período	822	1.582	483	1.232	1.593	1.414
Saldo al final del período	1.582	483	1.232	1.361	1.414	2.065

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

Atentamente,



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



**Karla Torres Reyes**  
**Analista**