

**CALIFICACIÓN:**

Tercera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	-
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	20/ dic/ 2019

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

*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 pertenece y a la economía en general.*

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

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

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

**HISTORIAL DE CALIFICACIÓN**

FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
20/12/2019	AAA	GlobalRatings

**CONTACTO**

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

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

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Tercera Emisión de Obligaciones de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. en comité No. 193-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de junio de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha abril de 2020. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00001628, del 07 de febrero de 2020, por un monto de hasta USD 3.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector comercial afrontó un crecimiento sostenido durante la última década, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo privado, que presenta oportunidades de desarrollo dadas las nuevas tecnologías y canales de comercialización. Actualmente, dada la situación socioeconómica a nivel nacional, el sector comercial depende en gran medida del desarrollo de canales alternativos de comercialización, y se ve amenazado por la menor liquidez en el mercado. Dentro del negocio de comercialización de libros y papelería, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. se ubica entre los principales actores del mercado, con una participación del 17% sobre el total de ventas de la industria.
- El Emisor cuenta con cerca de 35 años de experiencia en el mercado dedicado a la venta y distribución de libros, revistas y toda clase de impresos, especialmente de textos de estudio para todos los niveles de educación, útiles escolares, material de oficina, implementos y materiales de estudio e investigación, brindando productos y servicios de calidad, a través de un trabajo constante en el que aplica sus valores corporativos. La compañía se encuentra incursionando en nuevos productos, mercados y canales de distribución, que le brindan un mayor potencial de crecimiento.
- DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. se encuentra inmersa en la preparación del protocolo y administración de empresas familiares, lo que ha generado principios y lineamientos básicos de buen gobierno corporativo, cuya implementación culminará en el año 2021.
- El equipo gerencial que administra la compañía es altamente calificado, fruto de reconocida experiencia y conocimiento del ramo en el que se desenvuelve. Producto del tiempo de administración, el equipo es homogéneo y cohesionado, y tiene a su disposición información relevante, como presupuestos e indicadores, que ha permitido un desempeño óptimo de la empresa y un cumplimiento de metas claras y consistentes.
- En el contexto de la emergencia actual, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. se vio obligada a cerrar sus sucursales, por lo cual desarrolló medios de comercialización alternativos que incluyen la plataforma de e-commerce, las alianzas con aplicaciones de entrega como Glovo y Tipti, y el lanzamiento de un canal de pedidos vía Whatsapp.
- Los resguardos de Ley que respaldan la Emisión se han cumplido cabalmente, al igual que los compromisos adicionales a los que el Emisor se obliga mediante la presente Emisión de Obligaciones. Para la verificación del límite de endeudamiento se utilizará como base los Estados Financieros al 30 de septiembre de cada año, por lo que el cumplimiento se evaluará a partir de la siguiente revisión.

**DESEMPEÑO HISTÓRICO**

DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. se adecúa a la realidad del mercado, incursionando con éxito en nuevos productos, lo que le permitió mantener una tendencia creciente en las ventas entre 2016 y 2019, con una estabilidad anual al cierre del periodo ocasionada por el paro nacional en el mes de octubre de 2019. Los ingresos por ventas también incrementaron durante el periodo en función de la estrategia de inversión y expansión de la compañía, que se encuentra trabajando en la construcción de nuevos locales y centros de distribución para aumentar las operaciones del negocio, y de la homogeneización y modernización de la imagen ante el cliente final.

Se evidenció una optimización del costo de ventas durante 2019 en función de una mejora en las condiciones de negociación con proveedores, lo cual permitió mantener el margen operativo a pesar del incremento en la estructura de gastos producto del crecimiento del negocio. Los gastos financieros en el comparativo anual presentaron una tendencia creciente en función del incremento en las obligaciones bancarias y de la colocación de instrumentos en el Mercado de Valores durante el periodo, asociados a la estrategia de inversión en activos fijos y al financiamiento de capital de trabajo relacionado con el crédito concedido a los clientes y los descuentos por pronto pago en las compras a proveedores. No obstante, entre 2016 y 2019 la compañía mantuvo resultados consistentemente positivos, generando retornos favorables sobre el activo y el patrimonio. Para abril de 2020 el cierre de las sucursales y la pérdida de los ingresos estacionales por el inicio del ciclo escolar en la Costa, ocasionaron una caída de 47% en las ventas, lo cual, junto con un incremento en la participación del costo de ventas, deterioró la utilidad bruta. La estructura operativa de la compañía incrementó a partir de 2019 producto de la estrategia de expansión antes descrita, por lo cual para abril de 2020 los gastos operativos tuvieron un mayor peso relativo, generando una pérdida a nivel operativo.

La evolución de los activos de la compañía se basa en el crédito concedido en la venta a los clientes, con una cartera que se concentra en plazos por vencer y vencidos hasta 60 días, la adquisición de inventarios para el aprovisionamiento de las sucursales y el centro de distribución, con un incremento sustancial para abril de 2020, y la inversión en propiedades, planta y equipo para acceder a un mayor número de clientes. La estrategia de inversión en activos fijo para la apertura de nuevas sucursales y centros de distribución generó una mayor necesidad de financiamiento, que fue sustentada principalmente mediante recursos provenientes de entidades bancarias y Mercado de Valores, elevando la deuda neta durante el periodo. Para abril de 2020, la deuda financiera se concentró fundamentalmente en el corto plazo, generando una presión sobre los flujos de la compañía y requiriendo de opciones de reestructuración y de refinanciamiento dada la menor generación operativa.

RESULTADOS E INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual				Proyectado				Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	25.876	27.377	28.874	28.504	18.527	20.380	21.399	22.469	9.055	4.814
Utilidad operativa	1.481	696	929	882	26	158	380	437	485	(454)
Utilidad neta	600	595	542	531	(419)	172	350	413	325	(692)
EBITDA	1.979	1.163	1.405	1.616	759	891	1.113	1.171	602	(285)
Deuda Neta	1.166	2.959	5.611	7.093	7.214	6.081	5.183	4.514	7.672	9.490
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	2.983	(182)	(790)	1.415	312	1.585	1.341	1.099	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	4.309	5.242	6.632	7.081	7.289	6.558	6.242	6.226	7.841	7.965
Servicio de Deuda (SD)	1.258	2.976	4.798	5.979	5.356	5.787	3.979	2.344	4.778	6.989
Razón de Cobertura de Deuda DSCR	1,57	0,39	0,29	0,27	0,14	0,15	0,28	0,50	0,13	-
Capital de Trabajo	2.548	2.095	3.062	1.325	1.988	480	2.014	3.692	3.980	1.530
ROE	10,19%	9,19%	8,66%	7,82%	-6,57%	2,63%	5,08%	5,65%	14,80%	-34,04%
Apalancamiento	1,49	1,51	2,19	2,08	2,22	1,99	1,76	1,63	2,72	3,01
Z de Altman Comercio y Servicios	3,29	2,64	2,43	1,89	1,90	1,49	2,22	2,91	2,17	1,29

**Tabla 1:** Resultados e indicadores.

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de ingresos, atadas a las estimaciones de la compañía, estiman una contracción de 35% en las ventas de la compañía durante 2020, en función de las condiciones de mercado que contraen la actividad económica y la capacidad adquisitiva de la población, y restringen el acceso a los clientes. La compañía ha desarrollado canales de comercialización alternativos, que le han permitido compensar parcialmente la caída en las ventas. Las actividades de teletrabajo pueden generar una menor demanda por insumos de papelería tradicional, pero generan oportunidades de crecimiento para otras líneas de negocio, como la de tecnología, dados los nuevos canales de comunicación y los medios de interacción social. La evolución de los ingresos de la compañía también dependerá del inicio del ciclo escolar en la Sierra en el mes de septiembre, cuya modalidad no ha sido definida con certeza. Se prevé una recuperación a partir de 2021, en función de la normalización de actividades económicas y escolares a nivel nacional. La estructura operativa incrementará en términos relativos al cierre de 2020, y los gastos financieros se proyectan al alza en función de la reestructuración y del refinanciamiento de obligaciones con costo. Producto de lo anterior, se estima que los resultados de la compañía registren una pérdida neta al término de 2020. Esta situación se revertirá a partir de 2021, con proyecciones de resultados crecientes entre 2021 y 2023.

Debido a las condiciones económicas actuales, se prevé un incremento en la morosidad de la cartera para 2020. La compañía tomó la decisión de no conceder crédito a sus clientes para proteger la salud financiera de la compañía, no obstante, se prevé que esta estrategia se flexibilizará conforme se normalicen las actividades económicas a nivel nacional. Las proyecciones del Estado de Situación Financiera realizadas para el periodo de vigencia de la Emisión suponen que la compañía no realizará más inversiones en propiedad, planta y equipo durante 2020, por encima de las que se registran hasta abril, y que los proyectos en curso se reanudarán a partir de 2021.

El incremento del endeudamiento durante los últimos años y para abril de 2020, concentrado principalmente en el corto plazo, genera una presión significativa dada la proyección de resultados, por lo que la compañía deberá recurrir a mayor financiamiento durante 2020 para fondear sus actividades y reestructurar las obligaciones ya existentes. En este sentido, se prevé un incremento en la deuda neta al término de 2020 en comparación con 2019, pero la suspensión de la inversión en propiedad, planta y equipo y la menor necesidad operativa de fondos permitirá disminuir la deuda neta al cierre del año en comparación con la registrada al mes de abril. Se mantendrá la estructura del pasivo durante el periodo de vigencia de la Emisión, con una concentración en el corto plazo. Se estima que el pasivo financie cerca del 69% de los activos de la compañía en 2020, porcentaje que disminuirá para periodos posteriores, y que el patrimonio se verá afectado por la pérdida neta durante el periodo.

## FACTORES ADICIONALES

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

## FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de las empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Adicionalmente la compañía tiene una estrategia de cobro definida y un análisis detallado del portafolio de clientes.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio y de proveedores, diversificados entre nacionales y extranjeros, un stock de productos de alta rotación, un monitoreo permanente del mercado, y un ajuste programado de precios, que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía, lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de

sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.

- Riesgo de estacionalidad, con mayor enfoque de ventas en los meses de inicio de actividad escolar en los regímenes Sierra y Costa, y disminución de actividad en meses posteriores. Este riesgo se ha visto particularmente agravado dada la condición actual, en que se postergó el inicio de clases del régimen Costa y se cambió la modalidad de estudio de presencial a digital. Asimismo, las condiciones de inicio de clases en la Sierra son todavía inciertas, tanto a nivel público como privado. Para mitigar este riesgo, la empresa incrementó el número de sucursales, para aumentar su exposición ante un mayor número de clientes, así como sus alianzas estratégicas con proveedores para distribuir marcas nacionales e internacionales de manera exclusiva, y con clientes institucionales para incrementar sus volúmenes de ventas.
- Cambios e innovaciones tecnológicas que reemplazan al uso de útiles escolares y materiales de oficina tradicionales, que disminuirían los ingresos de la empresa. Para mitigar este riesgo, la empresa trabaja en el desarrollo de una línea de venta de productos tecnológicos innovadores.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. La compañía mitiga este riesgo a través de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información. La compañía renovó su sistema ERP para ser más eficiente en los procesos y manejo de la información.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

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

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros contra incendios que la compañía mantiene sobre los activos con la compañía aseguradora Ecuatoriano Suiza.
- Pérdida o daño parcial en las mercaderías, ocasionados durante el proceso de transporte de estas, que generarían pérdidas económicas para la compañía. Para mitigar este riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguro de transporte interno y de importaciones con la Compañía de Seguros Ecuatoriano Suiza., que aseguran los inventarios hasta que han llegado a su destino en las distintas sucursales.
- El 41,07% de los activos corresponde a inventarios, por lo cual existe el riesgo de que estos sufran daños por mal manejo, por pérdidas o por obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo a través de un método de control de inventario permanente, que monitorea de cerca los ingresos y egresos de los productos que se consideran críticos, ya sea por el alto grado de rotación, el alto nivel de sustracción dentro del autoservicio, o porque se detectan diferencias entre el producto físico y el sistema interno durante la jornada de trabajo. Asimismo, la empresa cuenta con un control de inventario periódico. De esta manera se evitan pérdidas y daños en el inventario.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 34,42 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,19% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 0,14% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones no es representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, esto podría tener un efecto negativo en los flujos de la empresa, que no afectaría de manera significativa los flujos y la liquidez. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

### TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Características	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	3.000.000	1.080	8,25%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	Hipoteca Abierta a favor del Representante de los Obligacionistas del inmueble de propiedad de la Compañía, cuyo valor en libros es de USD 225.849,39 y su avalúo catastral de USD 361.850.					
Destino de los recursos	La Emisión será destinada en un 100% al financiamiento de capital de trabajo.					
Estructurador financiero y agente colocador	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
Representantes de obligacionistas	Larrea Andrade & Cía. Abogados Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en el artículo 11, Sección 1, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> </ul>					
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener en la cuenta patrimonial de utilidades retenidas de ejercicios de años anteriores, un monto de al menos USD 3.800.000.</li> <li>Limitar el reparto de dividendos al 50% de la utilidad neta generada en el ejercicio económico inmediato anterior. Esto siempre y cuando la empresa mantenga un monto mínimo de utilidades retenidas de USD 3.800.000.</li> <li>Mantener un monto máximo en circulación de USD 6.500.000 en emisiones vigentes en el mercado de valores.</li> </ul>					
Limitaciones de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener una relación Deuda financiera (Bancos + Mercado de Valores + Pasivos con costo) / EBITDA no mayor a 4,0 veces.</li> </ul>					

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

**PERFIL EXTERNO**

**ENTORNO MACROECONÓMICO**

**EXPECTATIVAS DE RECESIÓN**

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales<sup>1</sup> con respecto a las previsiones presentadas en abril<sup>2</sup>. Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-6,27%	3,86%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

\*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

**Tabla 3:** Evolución y proyecciones de crecimiento.

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** GlobalRatings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020<sup>1</sup>, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo<sup>3</sup>. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre, y se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities<sup>4</sup>. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva<sup>5</sup>. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento<sup>6</sup>. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia<sup>4</sup>.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

<sup>3</sup> Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

<sup>4</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

<sup>5</sup> Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

<sup>6</sup> El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>



adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y México (-10,5%)<sup>1</sup>.

**PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO**

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril<sup>7</sup>. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

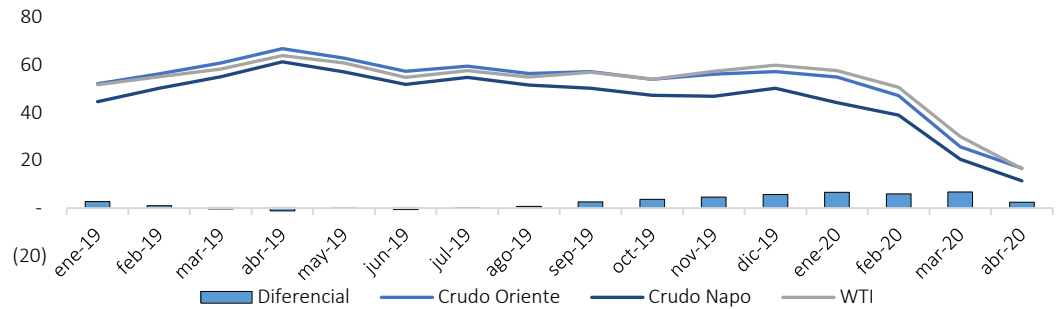


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: GlobalRatings

Para abril de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano se redujo en 36,42% con respecto al mes de marzo<sup>8</sup>. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente a partir de agosto de 2019, pero se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales<sup>8</sup>. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril<sup>9</sup>.

Las exportaciones petroleras entre enero y abril de 2020 cayeron en 44,7% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional<sup>10</sup>, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio por medidas preventivas. Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones<sup>11</sup>.

**CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA**

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente<sup>12</sup>, que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real<sup>13</sup>) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementó el monto del déficit fiscal.

<sup>7</sup> BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

<sup>8</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, mayo). *Información Estadística Mensual No. 2019– Mayo 2020.*

<sup>9</sup> El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

<sup>10</sup> El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

<sup>11</sup> Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

<sup>12</sup> El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

<sup>13</sup> Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a mayo de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos<sup>14</sup>. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año<sup>15</sup>.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para mayo de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.237 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. Durante la última semana de marzo, el Ministerio de Finanzas pagó USD 326 millones de deuda externa con el fin de conseguir acuerdos con acreedores internacionales para aplazar el pago de USD 811 millones de intereses hasta agosto de 2020<sup>16</sup>. En julio de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos, con el que se logró reducir el stock de deuda en USD 1.500 millones, incrementar en 10 años el plazo con 5 años de gracia para el pago de capital, y disminuir la tasa de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - mayo 2020	5.561,87	-15,95%
Deuda pública (millones USD)	mayo 2020	58.418,30	4,85%
Deuda pública (% PIB)	mayo 2020	60,53%	9,48%
Deuda interna (millones USD)*	mayo 2020	16.853,38	1,30%
Deuda externa (millones USD)	mayo 2020	41.564,92	6,36%

**Tabla 4:** Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.  
 Fuente: Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** GlobalRatings

### PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria<sup>17</sup>. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 2.452 puntos en el transcurso de 2020.

<sup>14</sup> El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.*

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

<sup>15</sup> El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

<sup>16</sup> El Comercio. (2020, abril). *Ministro de Finanzas aclaró que Ecuador no fue el único país en pagar la deuda externa en medio de la pandemia.*

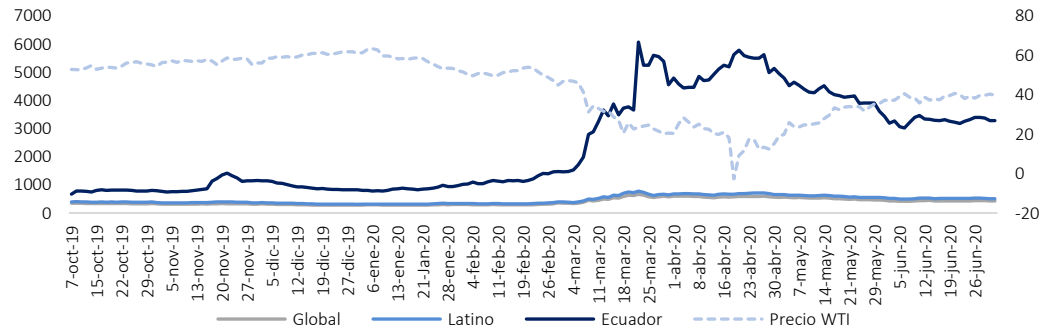
[https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs\\_s](https://www.elcomercio.com/actualidad/ministro-finanzas-ecuador-pago-deuda.html#cxrecs_s)

<sup>17</sup> El Comercio. (2020, marzo). *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>



Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 29.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el último mes, de CCC el 20 de marzo, a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente<sup>18</sup>.



**Gráfico 2:** Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: GlobalRatings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018<sup>19</sup>.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I
Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

**Tabla 5:** Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: GlobalRatings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

**PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN**

La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioran el capital empresarial. La informalidad en América Latina y el Caribe es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza<sup>3</sup>.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%

**Tabla 6:** Indicadores laborales Ecuador.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); Elaboración: GlobalRatings

<sup>18</sup> Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

<sup>19</sup> Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71.*

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro al cierre de 2019, con un incremento en el nivel de desempleo, una disminución en la tasa de empleo adecuado, un mayor porcentaje de subempleo y empleo no remunerado, y una tasa estable de empleo no pleno<sup>20</sup>. Estos últimos grupos corresponden a los trabajadores informales, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y mayo de 2020, las solicitudes del beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social incrementaron en 18,3% frente al mismo periodo de 2019 y hasta junio de 2020 más de 245.000 personas fueron desvinculadas de la seguridad social<sup>21</sup>. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la informalidad.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo<sup>1</sup>. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021<sup>2</sup>, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	MAYO 2019	MAYO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,00%	-0,26%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,37%	0,75%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,19%	1,01%

**Tabla 7:** Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

**Fuente:** INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud<sup>22</sup>. La reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de mayo. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021<sup>2</sup>. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021<sup>23</sup>.

#### LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina<sup>23</sup>. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro<sup>23</sup>.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	abril 2020	26.667	1,32%	7,17%
Especies monetarias en circulación	abril 2020	17.800	3,87%	12,69%
Depósitos a la vista	abril 2020	8.787	-3,48%	-2,45%
Liquidez total (M2)	abril 2020	58.415	0,90%	8,15%
Captaciones a plazo del sistema financiero	abril 2020	31.749	0,54%	9,00%
Colocaciones del sistema financiero	abril 2020	44.365	-0,85%	7,95%
Reservas internacionales	mayo 2020	3.402	18,93%	-16,69%
Reservas bancarias	mayo 2020	5.634	4,77%	20,98%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	julio 2020	9,12%	0,02%	0,86%
Tasa pasiva referencial	julio 2020	6,24%	0,26%	0,31%
Diferencial de tasas de interés	julio 2020	2,88%	-0,24%	0,55%

**Tabla 8:** Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

<sup>20</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

<sup>21</sup> Primicias. (2020, junio). *Crece la presión: IESS busca fondos para pagar el seguro de desempleo*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/iess-possible-presion-financiera-seguro-desempleo/>
<sup>22</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Mayo 2020*.

<sup>23</sup> Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantiene sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, para abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo disminuyeron en 1,51% entre los meses de marzo y abril, mientras que los depósitos de ahorro incrementaron en 4,12%, evidenciando una mayor preferencia por liquidez, lo que impulsó al alza la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en mayo de 2020 cubrió en 59,54% a los pasivos monetarios de la entidad y en 60,38% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central<sup>8</sup>.

#### SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Solamente en el mes de abril, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 75% del total, se redujeron en 9% con respecto a abril de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros productos. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones durante el periodo de confinamiento, por lo cual se registró un superávit comercial hasta abril de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-ABR 2019	ENE-ABR 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	7.234	6.423
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	2.872	1.587
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	4.362	4.835
Importaciones	19.033	22.106	21.509	7.191	5.820
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	1.426	1.099
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	5.765	4.721
Balanza comercial	59	-478	820	43	603
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	1.446	488
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-1.403	115

**Tabla 9:** Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

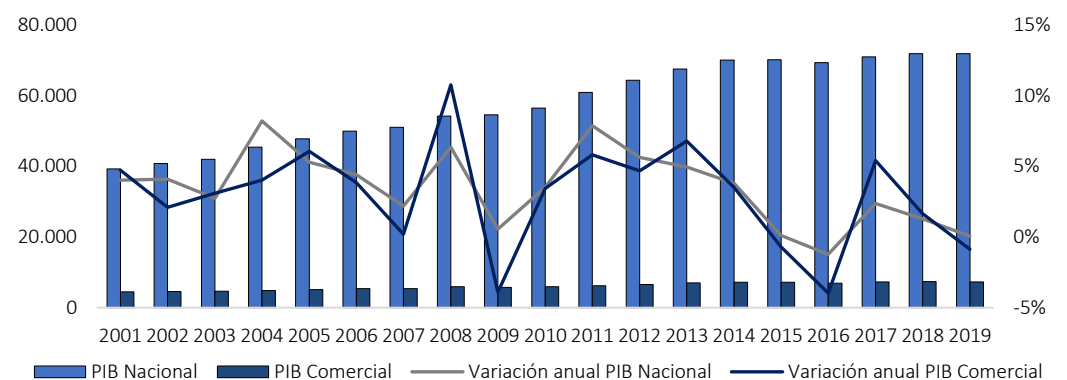
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

## SECTOR COMERCIAL

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía, y su desarrollo ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector. La venta al por mayor y menor constituye la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias. Dada la condición actual en el Ecuador, marcada principalmente por las restricciones a la movilidad decretadas en marzo 2020 y la reactivación gradual de las diversas actividades económicas, el comercio electrónico ha ganado participación y se ha convertido en una oportunidad de crecimiento.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. En el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial que alcanzó un crecimiento máximo de 10,76%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo principalmente debido a la imposición de las salvaguardias, y a la estrecha relación del sector con los productos importados, y la retracción se extendió hasta 2016<sup>24</sup>.



**Gráfico 3:** Crecimiento anual del PIB real.  
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

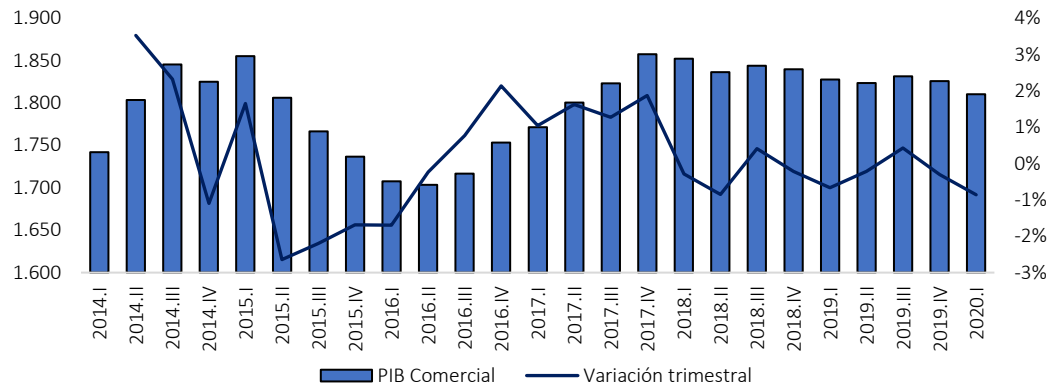
A partir de 2017 el sector presentó un comportamiento creciente que se extendió hasta 2018, en función de la recuperación económica y la mejora en la capacidad adquisitiva de la población. El crecimiento del sector comercial durante 2017 y 2018 fue superior al de la economía nacional. No obstante, para 2019, el PIB del sector se redujo en 0,17% con respecto al año anterior, totalizando USD 10.146 millones (USD 7.309 en términos constantes). Esta evolución está relacionada con la desaceleración de la actividad económica de varios sectores, ya que su estructura es el resultado de la suma de los márgenes comerciales<sup>25</sup>.

Durante el primer trimestre de 2020 el PIB del sector comercial decreció en 1% con respecto al mismo periodo de 2020. El sector comercial se vio gravemente afectado por la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. De acuerdo con Iván Ontaneda, ministro de Producción, Comercio Exterior, Inversión y Pesca, las pérdidas en el sector comercial sobrepasaron los USD 350 millones en la primera semana de inactividad y se estima que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas fueron paralizadas. La mayoría de los pedidos de exportación y las órdenes de

<sup>24</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, junio). Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador – Boletín No. 111, 2000.I – 2020.I.

<sup>25</sup> BCE Boletín Enero 2020. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1339-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-decreci%C3%B3-01-en-el-tercer-trimestre-de-2019>

compra fueron canceladas, lo cual impactó en gran medida en la cadena de suministros involucrados en el sector de exportaciones<sup>26</sup>, que presentó problemas de iliquidez, debido al incumplimiento de los pagos, especialmente aquellos provenientes de Asia.

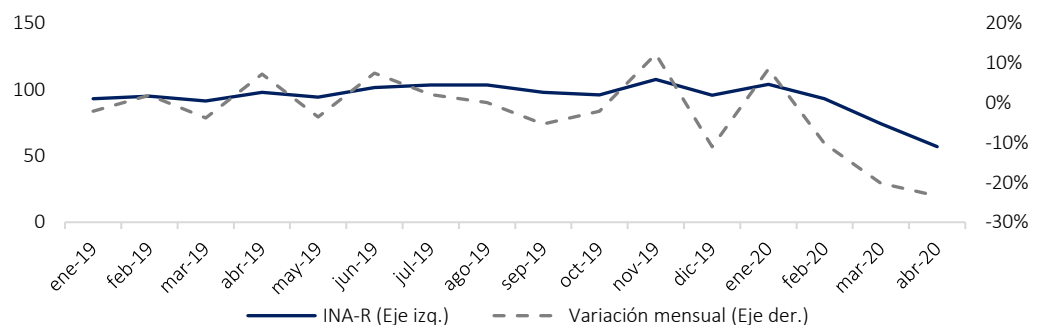


**Gráfico 4:** Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Si bien los niveles de ventas a nivel nacional arrancaron bien el año 2019, a partir de junio de 2020 se registró una caída, principalmente relacionada con la comercialización de artículos electrónicos, electrodomésticos, ropa, zapatos, accesorios, entre otros. Se estima que, durante el mes de octubre de 2019, las ventas de distintos sectores cayeron en aproximadamente 36%, producto del paro nacional que restringió el comercio a nivel nacional. Actualmente, la situación del sector comercial es compleja debido a las restricciones en la movilidad impuestas por la emergencia sanitaria en marzo de 2020 y su consecuente efecto sobre las empresas del sector. Entre marzo y junio de 2020, las pérdidas en el sector comercial superaron los USD 8.700 millones. No obstante, se evidenció un crecimiento significativo en las ventas a través de herramientas de comercio electrónico como aplicaciones móviles y páginas web, con un alza de 253%. El 21 de abril, el Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca aceptó la propuesta realizada por la Federación de Cámaras de Comercio del Ecuador y la Cámara de Comercio de Guayaquil, en la que se solicitó permitir la reapertura de ciertas categorías de negocios a través de atención online y con entrega a domicilio. Estas categorías incluyen electrodomésticos, aparatos electrónicos, muebles, artículos de ferretería y hogar, prendas de vestir, productos cosméticos y de belleza, repuestos de vehículos, juguetes, papelería y librería, entre otros<sup>27</sup>. Esto permitió compensar parcialmente la caída en las ventas del sector, generando ingresos por aproximadamente USD 400 millones<sup>28</sup>.

El **Índice de Nivel de Actividad Registrada** de las actividades de comercio al por mayor y al por menor alcanzó los 56,93 puntos para abril de 2020, cifra que representa una disminución de 41,77% con respecto a abril de 2019, y una caída de 23,40% con respecto al mes de marzo de 2020. Se espera que los niveles de actividad del sector comercial a partir de mayo de 2020 incrementen gradualmente con el levantamiento de restricciones de movilidad y el incremento de ventas online y a domicilios.



**Gráfico 5:** INA-R del sector Comercio al por mayor y menor

**Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings.

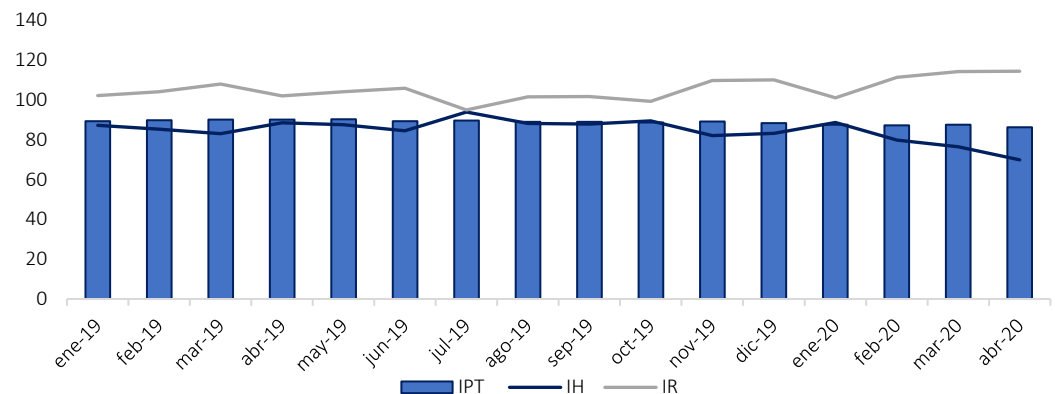
<sup>26</sup> RUEDA DE PRENSA (MAR 24, 2020). IVÁN ONTANEDA, MINISTRO DE PRODUCCIÓN, COMERCIO EXTERIOR, INVERSIONES Y PESCA.

<sup>27</sup> El Universo. (2020, abril). Una parte del comercio se incluye en primera etapa de reapertura. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/21/nota/7819773/parte-comercio-se-incluye-primer-etapa-reapertura>

<sup>28</sup> El Comercio. (2020, junio). Pérdidas por covid-19 en Ecuador llegaron a USD 14.101 millones en mayo. <https://www.elcomercio.com/actualidad/perdidas-covid19-ecuador-economia-negocios.html>

En cuanto al mercado laboral, para diciembre de 2019, el 17,93% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial<sup>29</sup>. Esto lo consolidó como el segundo sector con mayor generación de empleo, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Durante el periodo de confinamiento se perdieron más de 200.000 empleos plenos en el sector comercial<sup>30</sup>.

El **Índice de Puestos de Trabajo**, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, se ubicó en 86,20 puntos en abril de 2020<sup>31</sup>. La implementación de nuevas tecnologías de comercialización, y la paralización de actividades a raíz de la emergencia sanitaria disminuyeron el número de empleados en el sector en 4,32% durante el último año. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico. Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 69,85 en el mes de abril de 2020, cifra que constituye una caída de 8,58% con respecto al mes de marzo de 2020, y de 21,10% frente al mes de abril de 2019. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 114,36 en el mes de abril de 2020, cifra que constituye un incremento de 10,25% frente a abril de 2019, y que se mantuvo estable con respecto a marzo de 2020. La paralización de actividades sin un ajuste proporcional en el sueldo a los trabajadores impulsó al alza este indicador durante el periodo de confinamiento.



**Gráfico 6:** Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor).

**Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al financiamiento del sector, durante primer trimestre de 2020, del total de empresas que operaron en el sector comercial, el 11% solicitó crédito, convirtiéndolo en el mayor solicitante de crédito en el país. El 20% de las empresas grandes que operan en el sector comercial demandaron crédito durante el primer trimestre, comparado con el 5% de las pymes y el 4% de las microempresas. Del monto total de crédito otorgado a empresas del sector comercial, el 79% fue destinado para capital de trabajo, el 7% a la inversión y adquisición de activos, el 9% a la reestructuración y pago de deudas, y el 5% a operaciones de comercio exterior. Dentro de las empresas que no solicitaron crédito, el 33% no tuvo necesidad, el 34% se financió con recursos propios, el 21% ya posee un crédito vigente y el 6% debido al entorno macroeconómico nacional, entre otras razones.<sup>32</sup>

Para 2019, el volumen de crédito otorgado por entidades financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial ascendió a USD 8.717 millones, monto que representa el 26,83% del total colocado a nivel nacional, y que supone un incremento de 8,04% con respecto al año 2018. Entre enero y abril de 2020 el crédito otorgado al sector comercial ascendió a USD 2.951 millones, monto que constituye una disminución de 18,24% con respecto al mismo periodo de 2019. El Gobierno del Ecuador ha diseñado varios programas

<sup>29</sup> INEC. (2019). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2018. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-diciembre-2018/>

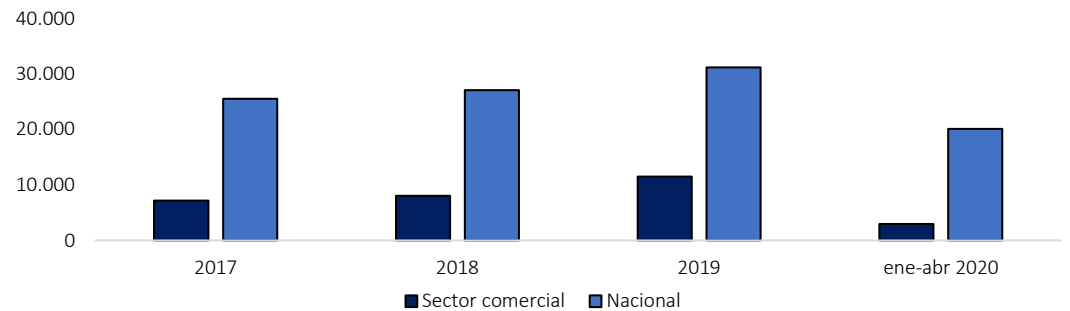
<sup>30</sup> El Comercio. (2020, junio). Las ventas del sector privado cayeron 45% en abril del 2020 por la pandemia del covid-19. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ventas-sector-privado-caida-pandemia.html>

<sup>31</sup> INEC. (2020, abril). Histórico IPT – IH – IR. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

<sup>32</sup> Banco Central del Ecuador. Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito – Primer Trimestre 2020. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>



para impulsar el crédito productivo, entre esos el programa ReactívatE Ecuador, cuyo monto colocado asciende a USD 27,6 millones y ha beneficiado principalmente al sector comercial<sup>33</sup>.



**Gráfico 7:** Volumen de crédito colocado (millones USD)

**Fuente:** Superintendencia de Bancos del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El análisis de las fuerzas competitivas de la industria comercial refleja que existe un bajo poder de negociación de los proveedores. Esto se debe a que el sector comercial comprende la venta al por mayor y menor de todo tipo de productos y servicios, por lo que existe una gran variedad de oferta a nivel nacional. Por el contrario, el poder de negociación de los compradores es alto, debido a la cantidad de empresas dedicadas a la venta de productos, así como a la disponibilidad de productos sustitutos en el mercado; si el mercado considera que la relación de precio y calidad de un producto no es adecuada, puede recurrir a productos de unidades comerciales competidoras o que oferten productos sustitutos.

Es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

En cuanto a la amenaza de nuevos participantes, las barreras de entrada al sector comercial son bajas, pero dependen del negocio específico al que se dedique la empresa. Existe un beneficio en términos de economías de escala; muchas veces las empresas que se dedican a la venta al por mayor de un producto determinado, adquiere los productos de sus proveedores en masa, lo cual puede disminuir los costos en comparación con empresas minoristas que demandan una cantidad de producto inferior. Sin embargo, el tamaño del sector permite un fácil acceso a proveedores y canales de distribución. En general, la inversión inicial no es tan elevada en comparación con otros sectores de la economía; no obstante, para crecer en la industria se requiere de una inversión importante en infraestructura para la apertura de sucursales y puntos de venta en distintas localidades, así como de una importante fuerza de ventas, capacitada en aspectos técnicos y en estrategias comerciales, lo que podría significar la incursión en costos representativos. Esta fuerza laboral podría convertirse posteriormente en una barrera de salida, debido a los elevados costos de liquidación asociados. Adicionalmente, el desarrollo de canales de comercialización alternativos implica el uso de plataformas e infraestructura tecnológica que podría tener un costo elevado y no ser accesible para empresas pequeñas y nuevos participantes de la industria. Finalmente, las empresas grandes en los diversos segmentos del sector comercial generalmente operan con la representación exclusiva de marcas de alto prestigio y reconocimiento a nivel internacional, lo cual dificulta el posicionamiento de nuevos participantes.

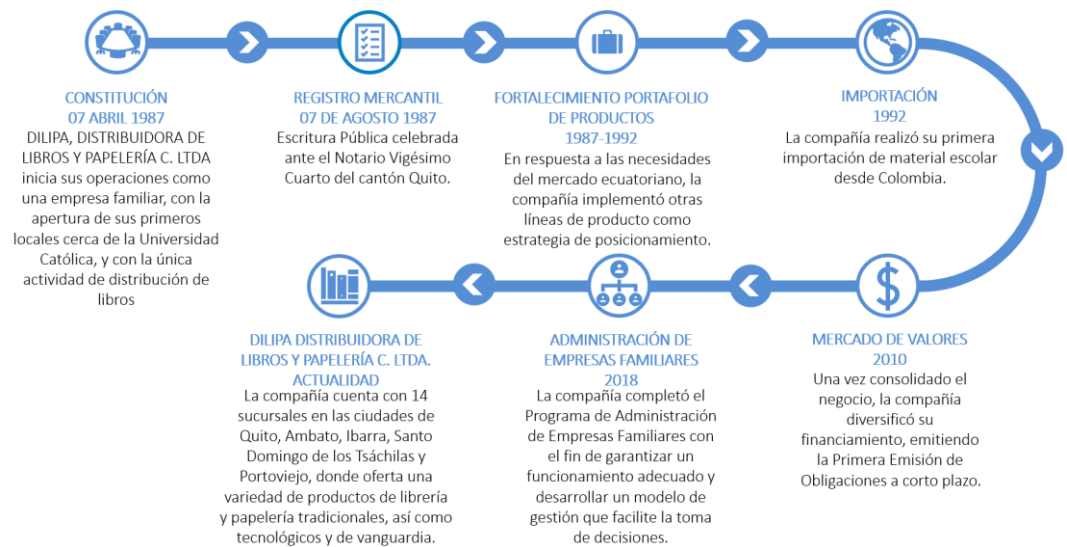
Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

<sup>33</sup> El Universo. (2020, junio). 572 empresas acceden al crédito ReactívatE. <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/572-empresas-credito-reactivate>

**PERFIL INTERNO**

**GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN**

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Tercera Emisión de Obligaciones DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. como empresa dedicada a la importación, exportación, venta y distribución de libros, revistas, y toda clase de impresos, especialmente de textos de estudio para todos los niveles de la educación; de útiles escolares, material de oficina, implementos y materiales de estudio e investigación, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.



**Gráfico 8:** Historia de la compañía

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. tiene como misión brindar a los clientes el mejor producto, asesoría, variedad y servicio; aportando a la educación, la cultura y la calidad de vida. La visión de la compañía es ser la primera opción de compra en el mercado ecuatoriano, modelo de innovación y excelencia.

A la fecha del presente informe, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. cuenta con un capital social de USD 1.020.400. El compromiso de los socios con la empresa se evidencia en su participación activa en la gestión y administración.

DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Segura Montenegro Ángel Eduardo	Ecuador	370.410,00	36,26%
Segura Montenegro Otto Ruffo	Ecuador	193.870,00	18,98%
Segura Briones Cynthia Daniela	Ecuador	56.120,00	5,49%
Segura Toapanta Alan Francisco	Ecuador	51.020,00	5,00%
Segura Toapanta Alberto Josué	Ecuador	51.020,00	5,00%
Segura Toapanta Nina Nataly	Ecuador	51.020,00	5,00%
Segura Toapanta Otto Sebastián	Ecuador	51.020,00	5,00%
Segura Toapanta Priscila Jazmín	Ecuador	51.020,00	5,00%
Segura Briones Eduardo Xavier	Ecuador	44.900,00	4,40%
Segura Briones Christian Darío	Ecuador	33.670,00	3,30%
Segura Carrera Ángel Renato	Ecuador	28.060,00	2,75%
Segura Carrera Karla Albina	Ecuador	28.060,00	2,85%
Segura Montenegro Lilian Sulay	Ecuador	10.210,00	1,00%
<b>Total</b>		<b>1.020.400,00</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 10:** Estructura societaria hasta la persona natural.

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Editorial Edinacho S.A.	Segura Briones Christian Darío, Segura Briones Cynthia Daniela, Segura Briones Eduardo Xavier, Segura Carrera Ángel Renato, Segura Carrera Karla Albina, Segura Montenegro Ángel Eduardo, Segura Montenegro Otto Ruffo	Accionariado y Administración	Activa
Plastiazul Cía. Ltda.	Segura Briones Christian Darío, Segura Briones Cynthia Daniela, Segura Briones Eduardo Xavier, Segura Carrera Ángel Renato, Segura Carrera Karla Albina, Segura Montenegro Ángel Eduardo	Accionariado y Administración	Activa
Corporación Segura.S. Cía. Ltda.	Segura Carrera Ángel Renato, Segura Montenegro Ángel Eduardo, Segura Montenegro Otto Ruffo	Accionariado y Administración	Activa
Indusgemo S.A.	Segura Carrera Ángel Renato	Accionariado y Administración	Activa
Papelillos Andinos Papelan Cía. Ltda.	Segura Carrera Karla Albina	Accionariado y Administración	Activa
Ottosproduc Cía. Ltda.	Segura Montenegro Lilian Sulay, Segura Toapanta Otto Sebastián	Accionariado y Administración	Disolución/ Liquidación

**Tabla 11:** Compañías relacionadas por administración y/o accionariado

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

La compañía está dirigida y gobernada por la Junta General de Socios y administrada por el Presidente y el Gerente. La compañía se administra a través de un equipo gerencial altamente calificado, que analiza presupuestos e indicadores de gestión que permiten mantener la empresa con metas claras y consistentes. Actualmente, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. no cuenta de manera formal con Prácticas de Buen Gobierno Corporativo. Sin embargo, la compañía se encuentra inmersa en un proceso de “Administración de Empresas Familiares”, con la finalidad de garantizar un funcionamiento adecuado de la y desarrollar un modelo de gestión que facilite la toma de decisiones, generando lineamientos básicos de buen gobierno corporativo. La compañía prevé culminar la implementación de Gobierno Corporativo en 2021.

El programa de Administración de Empresas Familiares se concentra en establecer un sentido de orientación de la compañía en un sistema de valores que genere políticas aceptadas por los colaboradores. Este proceso permite la definición clara del papel, los derechos y las responsabilidades de los empleados, propietarios y miembros de la familia para evitar la probabilidad de tensiones y conflictos como en casos de planeación de la sucesión. Los módulos contenidos en el programa son:

- Estilos de liderazgo para miembros de la familia.
- El gobierno de la empresa familiar: estructuración y funcionamiento de órganos de gobierno familiar.
- Planificación estratégica familiar.
- Plan de sucesión familiar.
- Sistema de medición y evaluación de la gestión de la empresa familiar por parte de los órganos de gobierno de la familia y los órganos de dirección de la empresa.
- Protocolo familiar

La compañía mantiene un departamento de control interno que se ocupa de la protección de los activos, no solo con lo referente a la situación financiera, sino también con los procesos que se desarrollan. Los objetivos del control interno son:

- Llegar al cumplimiento continuo de las normas y procedimientos establecidos en el manual de procesos de la empresa.

- Reducir significativamente el daño de inventario de mercadería, tomando medidas en conjunto con los administradores y jefes departamentales
- Disminuir el porcentaje de inventario de mercadería en los almacenes.
- Controlar permanentemente la cartera de clientes, para lograr tener una información veraz y confiable.
- Controlar permanentemente los documentos del área contable y comercial.
- Identificar, evaluar y monitorear los riesgos, para mantener una adecuada administración y un control efectivo de los mismos, y así minimizar posibles pérdidas.
- Revisar que las actividades operativas sean acordes al manual de procesos, evaluarlas para verificar el funcionamiento de los controles, y adoptar, según sea el caso, medidas correctivas de manera oportuna.
- Controlar y evaluar los inventarios de mercadería sobre productos delicados, en conjunto con el Supervisor de Inventarios, por lo menos una vez al mes en las diferentes sucursales.

Adicionalmente, en la estructura de la empresa se integra el auditor interno, cuyas funciones son:

- Control de activos fijos: Velar por la conservación y el uso eficiente de los activos.
- Mantenimiento correctivo de equipos de seguridad: Realizar inspecciones periódicas de los equipos de seguridad en formato interno y archivar en la carpeta designada.
- Manejo de cartera incobrable: Aplicar políticas internas de cuentas incobrables y, si la cuenta amerita un trámite judicial, entregar los documentos que respalden la deuda al abogado para iniciar el trámite y realizar el seguimiento. Si al finalizar el proceso se recupera el valor de la deuda, ingresar la cancelación; de lo contrario, aplicar políticas internas de cuentas incobrables.
- Control de inventario: Controlar periódicamente y analizar el inventario al final de periodo en cuanto a los índices de rotación y conservación de los mismo.
- Control archivo de documentos: Visitar la sucursal y realizar la revisión del archivo de documentos comerciales, registrar el trabajo realizado en el formato interno, coordinar con el Administrador o Jefe Departamental las acciones correctivas a tomar en caso de existir irregularidades, y archivar el documento lleno en la carpeta respectiva de forma cronológica descendente.
- Control de documentos: solicitar y recibir documentos de proveedores de productos o servicios utilizados por la empresa, y archivarlos por proveedor en forma alfabética en la carpeta designada.
- Control de registros: Archivar los registros actualizados en un lugar accesible para el personal, y garantizar su preservación.
- Acciones correctivas, preventivas y oportunidades de mejora: Identificar existentes o potenciales problemas u oportunidades de mejora y canalizar la información receptada del equipo de trabajo al Líder del Proceso respectivo y Representante de la Dirección, por medio de correo electrónico en el formato interno, para la toma de acciones.
- Planificación estratégica: Cumplir la planificación estratégica de la compañía.

El personal de la empresa se encuentra altamente capacitado, tiene una amplia experiencia, cuenta con las competencias necesarias para ejecutar las funciones y desempeñarse en sus cargos respectivos, y sigue los principios y lineamientos corporativos. A la fecha del presente informe, la empresa cuenta con 280 empleados, ubicados en áreas administrativas, de ventas y almacenes. A la fecha de corte de la información, 11 de los empleados tuvieron capacidades limitadas.



**Gráfico 9:** Organigrama

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

Las estrategias operativas de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. se convirtieron en una ventaja competitiva a lo largo del tiempo. Las acciones contempladas en el plan estratégico se dirigen a generar valor a través del proceso productivo de bienes o servicios para aumentar la calidad, la productividad, la satisfacción del cliente y rebajar los costes. La compañía adoptó una estrategia de enfoque al cliente, para alcanzar los siguientes objetivos:

- Incremento en ventas: Identificación de necesidades del mercado, definición de estrategias para posicionamiento y desarrollo de marca, y fidelización de clientes.
- Posicionamiento de productos y servicios rentables: Desarrollar nuevas líneas de productos/servicios no estacionales, afines a las líneas principales, mayor impulso a marcas propias, definición de portafolios de productos para cada segmento, alianzas estratégicas de comercialización.
- Mayor cobertura a nivel nacional: Identificación de zonas no atendidas, incorporación de nuevos clientes, ventas online y telefónica.

Adicionalmente, la compañía implementó una estrategia enfocada en los procesos y la gestión, con el fin de lograr los siguientes objetivos:

- Calidad y eficiencia operativa: Estandarización de políticas y procesos, seguimiento y evaluación de cumplimiento de objetivos.
- Optimización de la gestión de proveedores, compras, inventario y logística: Establecimiento de mejores condiciones de compra, centralización de compras, control de stocks de productos, entrega oportuna a clientes internos y externos.
- Control interno eficiente: Identificación y priorización de riesgos, evaluación de efectividad de cumplimiento.

Finalmente, la compañía adoptó una estrategia de enfoque al desarrollo, basada en los siguientes puntos:

- Desarrollo del personal: Gestión del conocimiento del colaborador con especialización al puesto de trabajo, definición de planes de carrera e implementación de nuevas políticas salariales basadas en el cumplimiento de objetivos.
- Desarrollo de la cultura organizacional: Fundamentada en la vivencia de los valores corporativos, realizando una evaluación y reconocimiento de los colaboradores destacados, en un contexto de colaboración efectiva.
- Desarrollo de infraestructura y tecnología: Mejora de la infraestructura física y tecnológica de la empresa, cimentadas en nuevas tendencias de mercado. Implementación de un ERP de corte internacional para el desarrollo eficiente de las actividades.

En el contexto económico actual, que afectó al sector comercial y a la compañía en particular debido al cierre de las sucursales, la compañía detuvo sus operaciones. A partir del 20 de abril de 2020 las autoridades permitieron a los negocios de papelería atender mediante entregas a domicilio, por lo cual la compañía reforzó esta modalidad para clientes retail y aceleró la salida de la página de e-commerce, considerando que ya se encontraba trabajando en el desarrollo de canales de venta digitales. Adicionalmente, la compañía realizó convenios con aplicaciones de entrega como Glovo y Tipti, para llegar a un mayor número de clientes, y creó una línea de pedido digital vía Whatsapp.

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de sus procesos operativos, la compañía dispone de diversos sistemas, entre los que destaca el sistema informático integrado AX-ERP, que cuenta con varios módulos y subsistemas que evitan una posible pérdida de información.

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.



**Gráfico 10:** Planificación estratégica  
**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía mantiene una serie de elementos que la definen y la distinguen de otras organizaciones, y que se encuentran presentes en el modelo de organización, en el tipo de liderazgo, en la comunicación de sus miembros y, en definitiva, en la cultura corporativa. Estos valores corporativos son:

- Amor, pasión y fe para alcanzar ideales personales y el desarrollo de la empresa.
- Trabajo en equipo para alcanzar la excelencia.
- Compromiso para transformar en hechos una promesa que va más allá de la buena intención.
- Orientación al servicio para identificar necesidades y satisfacerlas con un valor agregado de innovación y excelencia.
- Integridad para decidir lo que es correcto.

La compañía mantiene una responsabilidad social ambiental que se concentra en una serie de acciones y esfuerzos con el objeto de compatibilizar las actividades comerciales y corporativas con la preservación del medioambiente y de los entornos en los que opera. Los principios de responsabilidad social a los que se alinea la empresa son los siguientes:

- Apoyar a la conservación del planeta mediante el impulso de fundas biodegradables.
- Trabajar en campañas internas con sus colaboradores para disminuir el uso de papel.
- Buscar el bienestar, la capacitación y superación de sus colaboradores.
- Aportar hasta con el 50% del financiamiento en estudios de sus colaboradores.
- Realizar capacitaciones para sus clientes, con el objeto de mejorar y mantener la relación con los mismo.



- Promover un espacio dedicado al desarrollo de liderazgo y talento mediante impulso coaching antológico.

Actualmente, la compañía está trabajando en el proceso de implementación de energía fotovoltaica a través de paneles solares colocados en las distintas sucursales, empezando por la sucursal de la Avenida 10 de agosto en Quito y el Centro de Distribución de Calacalí. Si bien el plan inicial era implementar esta tecnología en el transcurso de 2020, dada la situación actual y resguardando la salud financiera de la empresa, puede que el proyecto se extienda hasta 2021.

La compañía mantiene un Manual de Comunicación Interna que tiene como objetivo alcanzar los mejores niveles de rendimiento en el entorno de la empresa mediante técnicas de comunicación que permitan que todos los miembros del equipo se sientan satisfechos. Los trabajadores bien informados y motivados evidencian lo complacido que se encuentra el personal por ser parte de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA., compañía que se esfuerza por acabar con las barreras de comunicación.

DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. mantiene claras las funciones inherentes de cada área de la organización. La ubicación en la estructura organizacional tiene una relación directa con la actividad u oficio que va a desempeñar un nuevo colaborador, si ese fuese el caso.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del Buró de Crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las entidades financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada, y existe un saldo vencido de USD 3.155,25 por pagar a Almacenes Juan Eljuri. La compañía es codeudora de Plastiazul Cía. Ltda. por USD 327.831,25, de Editorial Edinacho S.A. por USD 112.500, de Eduardo Xavier Segura Briones por USD 183.245,17 y de Ángel Eduardo Segura Montenegro por USD 63.201,19. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## NEGOCIO

La compañía tiene por objeto y actividad principal la importación, exportación, venta y distribución al por mayor de libros, revistas y toda clase de impresos, especialmente de textos de estudio para todos los niveles de la educación y de útiles escolares, material de oficina, implementos y materiales de estudio e investigación.

En la actualidad DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. mantiene cinco líneas de negocio que se dividen en dos canales de distribución: al mayoreo y al público.

<b>Tecnología</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Venta y distribución de accesorios de computación, almacenamiento, tablets, computadoras, impresoras y tintas, y teléfonos.</li> </ul>
<b>Bazaar y Hogar:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Productos plásticos para el hogar en general.</li> </ul>
<b>Librería</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Libros de estudio, lectura y revistas comercializadas a nivel nacional.</li> </ul>
<b>Papelería</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Insumos de oficina, como archivadores, máquinas, accesorios, entre otros, así como útiles escolares, incluidos cuadernos, carpetas, bolígrafos, etc.</li> </ul>
<b>Alimentos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Snacks que se venden en las sucursales a nivel nacional.</li> </ul>

La compañía se enfoca en la construcción de nuevas sucursales, bodegas y centros de distribución con mejor ubicación e infraestructura, para que un mayor número de clientes pueda acceder al producto con más facilidad, y así ser más competitivos y lograr la expansión establecida por la alta gerencia. Siguiendo la misma estrategia, según el acta de la Junta General de Accionistas, el 25 de julio de 2018, se decidió:

- Construcción del Proyecto de Universidad Central de 8 pisos con 2 subsuelos, destinado para un local comercial amplio de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.
- Construcción de Centro de Distribución, ubicado en Calacalí para mejorar las operaciones de logística y distribución de la empresa.
- Construcción de la Sucursal de Cotocollao con un local amplio y con mejor ubicación para DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.

**POLÍTICAS PRINCIPALES**

Dentro de sus políticas con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas en sus operaciones, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA. mantiene vigentes pólizas de seguros sobre los activos, que incluyen incendio, vehículos livianos y pesados, responsabilidad civil de vehículos livianos y pesados, transporte de dinero, transporte interno, fidelidad, equipo y maquinaria contratistas, y responsabilidad civil. De esta manera, la compañía transfiere el riesgo de pérdida.

**CLIENTES**

Los principales clientes de la compañía corresponden al canal de distribución mayorista, con una participación del total de ventas del 71%, mientras que el canal retail representa el 29%. Durante los últimos meses, la compañía trabajó en reforzar la imagen corporativa, con el objetivo de llegar a un mayor número de consumidores finales que generan mayor rentabilidad. A la fecha del presente informe, la compañía presentó una elevada diversificación de clientes, coherente con el giro de negocio.

CLIENTES PRINCIPALES	PARTICIPACIÓN
Cyber-Copias Divino Nino	2%
Imbacuan Lucero Tino Esteban	1%
Papeleria Y Bazar La Central	1%
Bazar Y Papeleria La Temporada	1%
Sanchez Yanez Bertha Sra	1%
Mendoza Moran Jenny Elizabeth	1%
Semanate Esquivel Luis Clinton	1%
Papeleria Buena Fe	1%
Innerworkings	1%
Libreria El Estudiante	1%

**Tabla 12:** Detalle de clientes principales.

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

**CADENA DE SUMINISTROS**

Los proveedores de la compañía, tanto de productos como de servicios, otorgan, como mínimo, 30 días de plazo para el pago respectivo, el cual se realiza mediante transferencia bancaria. La compañía presenta una concentración de aproximadamente 12% con su proveedor principal, porcentaje que disminuyó durante los últimos meses. Los proveedores se dividen entre locales y del exterior, con una participación del 90,66% y 9,34%, respectivamente.

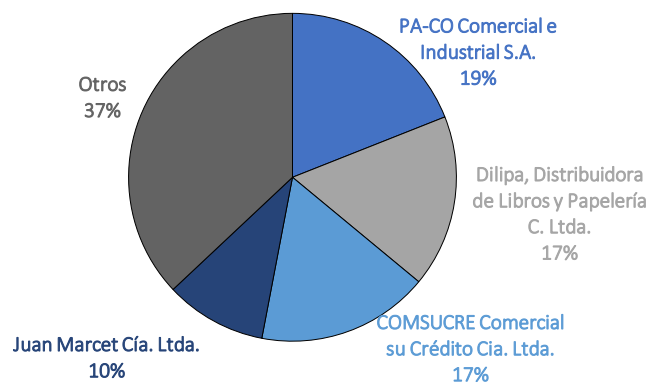
PROVEEDORES	PARTICIPACIÓN
Andaluz	10%
Línea Azul	8%
Pelikan	6%
Bic	5%
Edinacho	4%
Ecuempaques	3%
Plastiazul	3%
Maxell	2%
Ideal	2%
Pérez Trading	2%
Epson	2%
3m	2%

**Tabla 13:** Principales de proveedores principales.

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

### POSICIÓN COMPETITIVA

DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. se consolida como uno de los líderes a nivel nacional en las actividades de venta al por mayor y menor de materiales de papelería, artículos de oficina, libros, revista, etc. La compañía ha implementado una estrategia de precios bajos que le permitió posicionarse en el mercado ecuatoriano y convertirse en una de las más representativas de su sector. La participación de mercado de la compañía y de sus principales competidores se detalla a continuación:



**Gráfico 11:** Participación de mercado.

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Entre 2016 y 2019 los ingresos de la compañía mantuvieron un comportamiento creciente, en respuesta a las estrategias de expansión adoptadas por la compañía durante el periodo, y en línea con la recuperación del sector comercial desde 2017. Los ingresos pasaron de USD 25,85 millones en 2016 a USD 28,50 millones en 2019, con un crecimiento total de 10,16% durante el periodo.

Entre 2016 y 2017 las ventas de la compañía incrementaron en 5,80%, promovidas por la recuperación económica a nivel nacional y la mejora en el poder adquisitivo de la población, lo cual impulsó el consumo privado. Para diciembre de 2018, las ventas aumentaron en USD 1,50 millones (+5,47%), efecto de la implementación de las estrategias de crecimiento, incluidos los convenios con institucionales y la oferta de nuevos productos, evidenciando incrementos en las categorías de papelería y materiales escolares. Al cierre de 2019 las ventas de la compañía se mantuvieron estables con respecto a 2018, alcanzando un monto de USD 28,50 millones y una contracción marginal de 1,28%, coherente con el comportamiento del sector al cierre del año y afectadas por el paro nacional en el mes de octubre. Durante los últimos años la compañía implementó una estrategia de expansión basada en la apertura de sucursales y en la homogeneización de la imagen de la marca, con el objetivo de atraer un mayor número de clientes finales. El beneficio de esta estrategia empezó a reflejarse al término de 2019, con un incremento en las ventas retail, que fueron compensadas por mayores descuentos y devoluciones.

No obstante, para abril de 2020 la declaratoria del estado de emergencia y el consecuente cierre de las sucursales de la compañía afectaron directamente a las ventas registradas, evidenciando una baja de 47% en los ingresos con respecto a abril de 2019. Las ventas también se vieron afectadas por la postergación del inicio del ciclo escolar en la región Costa hasta el 01 de junio de 2020 de manera virtual, lo cual reducirá la demanda de ciertos productos escolares tradicionales. La compañía ha implementado estrategias de venta online mediante diversos canales digitales, con lo cual estima compensar parcialmente la caída en las ventas mientras la situación económica se regulariza. Asimismo, el inicio del ciclo escolar en la región Sierra de manera virtual o presencial será un determinante en el volumen de ventas de la compañía. No obstante, los niveles de ventas al cierre del año se encontrarán por debajo de los alcanzados al cierre de 2019.

La composición de las ventas se mantuvo estable durante el periodo analizado, siendo las líneas de escolares y papelería la más representativas. Si bien la concentración de estas líneas es elevada, existe una gran variedad de productos dentro de cada una, lo cual mitiga el riesgo de concentración. Las nuevas tendencias de mercado basadas en las interacciones digitales suponen una oportunidad para la empresa para desarrollar líneas de negocio de artículos tecnológicos cuya participación en las ventas se mantiene por debajo de la de las líneas tradicionales.

VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO	ABRIL 2019		ABRIL 2020	
	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Escolares	3.364.935	37,16%	1.689.370	35,09%
Papel/Cartulina/Cartón	1.691.291	18,68%	828.034	17,20%
Cuadernos	1.128.099	12,46%	588.503	12,22%
Oficina	817.769	9,03%	491.188	10,20%
Archivo	672.951	7,43%	340.537	7,07%
Tecnología	391.709	4,33%	263.289	5,47%
Otros	987.903	10,91%	613.200	12,74%
<b>Total</b>	<b>9.054.657</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.814.120</b>	<b>100,00%</b>

Tabla 14: Composición de ventas.

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

En cuanto al costo de ventas, este presentó un comportamiento coherente con la evolución de las ventas, con un incremento de 10,28% entre 2016 y 2019. Si bien la participación del costo de ventas incrementó durante 2017 y 2018, al cierre de 2019 se evidenció una optimización, pasando a representar el 73% de las ventas de la compañía, lo cual sugiere una mejora en la negociación con proveedores, considerando que la compañía obtiene descuentos por el pago anticipado de sus facturas a los proveedores. El control de costos en el negocio de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. es un diferenciador fundamental, considerando la estrategia de precios bajos que ha mantenido la compañía históricamente.

Para abril de 2020 la participación del costo de ventas incrementó al 75,49% de las ventas, efecto de la caída en los ingresos correspondientes a líneas de negocios con costos más bajos, como la de snacks, fruto del cierre de sus sucursales. Al igual que en las ventas, las líneas más representativas dentro del costo son las de papelería y útiles escolares, con participaciones del 35% y 16% dentro del costo total, lo cual señala que generan un menor margen que otras líneas de negocio. Se estima una mejora en función de la normalización de las actividades económicas durante el segundo semestre de 2020, que permitirá disminuir la participación del costo de ventas a niveles cercanos al 75%.

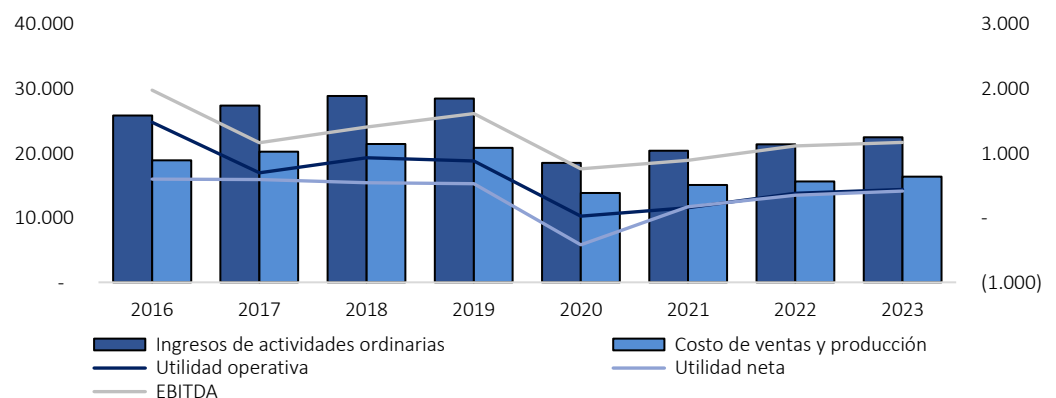


Gráfico 12: Estado de Resultados.

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

### GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Debido a la tendencia creciente de la participación del costo de ventas entre 2016 y 2018, el margen bruto presentó una tendencia negativa durante dicho periodo. Para 2019 la optimización en el costo de ventas permitió incrementar el margen bruto, que pasó a representar el 26,82% de las ventas. De esta manera, la utilidad bruta al cierre de 2019 evidenció una mejora de USD 200,41 mil con respecto a 2018, alcanzando los USD 7,65 millones. Para abril de 2020 el margen bruto fue de 24,51%, con una disminución de 1,92 puntos porcentuales con respecto a abril de 2019, producto del mayor peso relativo del costo. De esta manera, la utilidad bruta evidenció un deterioro de 50,69% (-USD 1,21 millones) entre abril de 2019 y abril de 2020. Si bien la actividad de la compañía tenderá a normalizarse durante el segundo semestre del año, se estima una caída en la utilidad bruta al cierre de 2020.

Se registró una tendencia positiva en los gastos operativos entre 2016 y 2019, producto de la apertura de nuevas sucursales en distintas ciudades del país como estrategia de crecimiento y expansión, lo cual elevó las necesidades de personal e impulsó al alza los gastos fijos de operación. De igual manera, la compañía enfocó recursos en la renovación de las fachadas de algunos de los edificios de la compañía en la ciudad de Quito, con el objetivo de estandarizar la imagen corporativa en todas las sucursales, estrategia que se mantuvo hasta 2020. La compañía se encuentra en un proceso de renovación de los sistemas informáticos, para alcanzar una mayor eficiencia en los procesos internos, e incrementó los gastos en representaciones, para obtener mejores relaciones con los proveedores y alcanzar mejores negociaciones a futuro. Asimismo, la compañía incrementó los gastos en personal, renovando los uniformes y aumentando el monto destinado a capacitaciones.

Los gastos descritos anteriormente corresponden a una estrategia integral de la compañía de crecimiento externo e interno, con resultados esperados en el mediano plazo. No obstante, la paralización de las actividades para abril de 2020, frente al incremento de los gastos, incrementó el peso de este rubro de 21% de las ventas en abril de 2019 a 34% de las ventas en abril de 2020. Consecuentemente, los resultados a nivel operativo se vieron perjudicados, alcanzando una pérdida operativa de USD 453,82 mil (-9,43% de las ventas) en abril de 2020. Se estima que la recuperación progresiva en la actividad para los últimos meses del año permita revertir este comportamiento, pero la utilidad operativa será más baja que en años anteriores.

Por su parte, el EBITDA presentó un comportamiento creciente entre 2017 y 2019, producto de la inversión constante en propiedad, planta y equipo y su consecuente impacto sobre la depreciación. Al cierre de abril de 2020, la pérdida operativa fue mayor que la depreciación registrada durante el periodo, evidenciando un EBITDA negativo.

DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. incluye dentro de sus fuentes de financiamiento a distintas entidades bancarias y al Mercado de Valores, por lo cual los gastos financieros dependen de los préstamos bancarios adquiridos, así como de las obligaciones emitidas. Los gastos financieros incrementaron a partir de 2018, producto de la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones y del Sexto Programa de Papel Comercial, así como de la adquisición de préstamos bancarios tanto de corto como de largo plazo con distintas entidades financieras locales utilizadas para financiar la estrategia de expansión de la empresa. Se prevé un incremento en los gastos financieros para 2020, atados a una mayor necesidad de financiamiento.

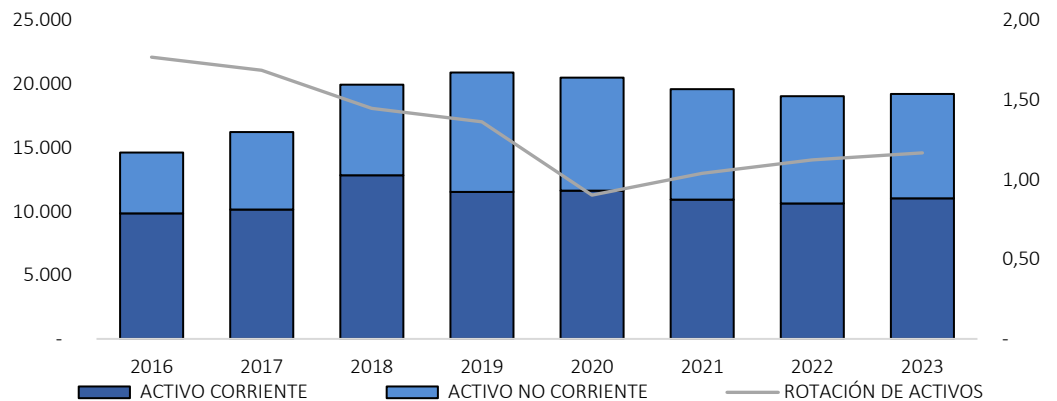
Entre 2016 y 2019 la compañía mantuvo resultados netos positivos, que alcanzaron los USD 531 mil al término de 2019. No obstante, para abril de 2020 los gastos financieros profundizaron la caída en los resultados, causando una pérdida antes de participación a trabajadores e impuesto a la renta de USD 692 mil. Se estima que la compañía revertirá la pérdida parcialmente al término del año.

### CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y la estrategia de expansión implementada durante los últimos años, el grueso de los activos se concentra en cuatro cuentas principales: los inventarios que la compañía mantiene en stock en las distintas sucursales y centros de distribución, las cuentas por cobrar comerciales generadas por la venta a crédito a clientes, principalmente mayoristas, la propiedad, planta y equipos correspondiente

a las distintas sucursales, edificios y centros de distribución, y las propiedades de inversión, registradas a partir de 2019. Al 30 de abril de 2020, el 91,17% del activo total se condensó en estos cuatro rubros.

Entre 2016 y 2019 el activo de la compañía presentó un comportamiento creciente, al pasar de USD 14,63 millones en 2016 a USD 20,92 millones en 2019, con un crecimiento de 43,04% durante el periodo analizado. Los activos corrientes representaron, en promedio, el 62,41% de los activos totales, comportamiento que se mantuvo para abril de 2020, cuando el activo totalizó USD 24,46 millones. Los niveles de rotación del activo disminuyeron durante el periodo analizado, al pasar de 1,77 en 2016 a 1,36 en 2019, evidenciando una menor eficiencia. Se estima que este comportamiento se mantendrá durante 2020.



**Gráfico 13:** Evolución del activo.  
**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. **Elaboración:** GlobalRatings

Entre 2016 y 2017 los activos totales incrementaron en 10,95% producto de la adquisición de terrenos y edificios, así como de mayores construcciones en curso, en línea con la estrategia de expansión de la compañía. Para 2018, la actividad creciente de la compañía impulsó al alza los niveles de inventario y de cuentas por cobrar, generando un crecimiento de 22,93% en el activo total. Al cierre de 2019 el activo de la compañía incrementó en 4,88% (+USD 972,99 mil) concentrado fundamentalmente en el largo plazo, producto de la inversión en activos fijos. Se evidenció una contracción de USD 543 mil en las inversiones temporales en función de la liquidación de certificados de depósito para cubrir pagos anticipados y obtener descuentos de proveedores, de USD 441 mil en los inventarios y de USD 117 mil en las cuentas por cobrar comerciales. Para abril de 2020 se evidencia un incremento de 16,94% en el activo total con respecto al cierre de 2019, generado por un aumento en la cartera comercial y en los niveles de inventario. La compañía liquidó las inversiones temporales con el objetivo de disponer de liquidez ante la crisis actual.

Las cuentas por cobrar comerciales no relacionadas presentaron un comportamiento creciente al término de 2018, en función del crecimiento del negocio, evidenciando una mayor venta a crédito. Para 2019 la cartera comercial de clientes no relacionados se redujo en 6,63%, a pesar de la estabilidad en las ventas. El movimiento de las provisiones evidencia la eliminación de USD 63,80 millones de importes como incobrables. Asimismo, debido a los descuentos anticipados a proveedores y el crédito de corto plazo otorgado a clientes, la compañía incurre en operaciones de venta de cartera con entidades financieras, para disponer de liquidez oportuna. Los plazos promedio de crédito otorgados a los clientes oscilan entre los 30 y 90 días, en función de la temporada del año, considerando la estacionalidad en el negocio producto de los ciclos escolares. Para diciembre de 2019 los días promedio de recuperación de cartera fueron de 21, coherente con las políticas de la empresa.

Al 30 de abril de 2020 el monto de las cuentas por cobrar no relacionadas ascendió a USD 2,87 millones, que supone una caída de USD 1,19 millones con respecto a abril de 2019, pero un alza de USD 1,22 millones frente al monto registrado en 2019, señal de mayores ventas a crédito durante los primeros meses del año en respuesta a la demanda de clientes mayoristas por la temporada de inicio a clases en la Costa previo al inicio de la pandemia. Actualmente la compañía está realizando el respectivo proceso de cobro. Cabe resaltar que, a raíz de la declaración de la emergencia nacional y la consecuente paralización de actividades y con el fin de precautelar la salud financiera, la compañía dejó de conceder crédito a los clientes, por lo que todas las ventas durante los últimos meses han sido al contado. No obstante, se prevé que la compañía flexibilizará



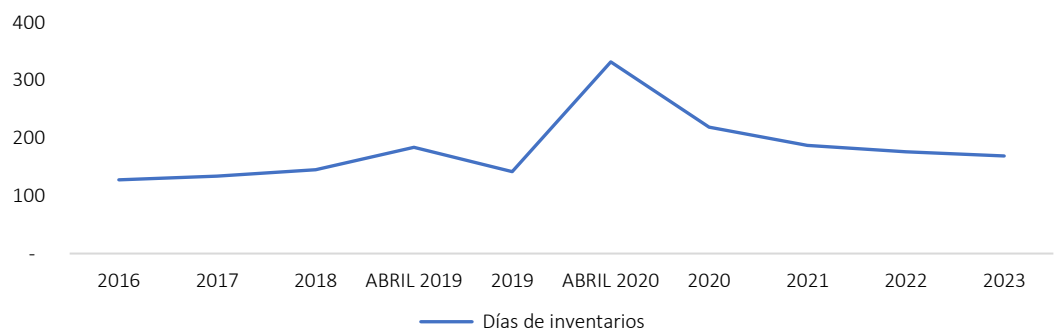
esta política conforme se regularicen las actividades económicas, y, por lo tanto, la cartera comercial tenderá a incrementar para el cierre del 2020, elevando los días promedio de cobro.

Durante el periodo de análisis se registraron cuentas por cobrar comerciales a compañías relacionadas que para abril de 2020 alcanzaron un monto de USD 16,64 mil. En total, las cuentas por cobrar comerciales presentaron una concentración de 17% en plazos por vencer, hasta 90 días. Las cuentas por cobrar vencidas a más de 90 días alcanzaron los USD 454,38 millones, y la provisión por deterioro de cartera ascendió a USD 106,71 mil, monto que presenta una cobertura de 23% sobre la cartera vencida a más de 90 días y de 4% sobre la cartera comercial total.

ANTIGÜEDAD DE CARTERA	PARTICIPACIÓN
Por vencer	17,26%
Vencida	0,00%
0-30 días	27,66%
31-60 días	29,77%
61-90 días	9,58%
Más de 90 días	15,72%
Total	100,00%

**Tabla 15:** Antigüedad de cartera (abril 2020).  
**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, debido al giro de negocio de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA., los inventarios constituyen el principal activo de la compañía y representaron, en promedio durante el periodo de estudio, el 43,75% de los activos totales. La compañía mantiene un programa de control de inventario permanente, periódico y a fin de año con el objetivo de minimizar las pérdidas en los movimientos del inventario y el deterioro en su almacenamiento. Los inventarios presentaron una tendencia creciente durante el periodo, coherente con el incremento en la actividad de la empresa y la estrategia de expansión, que conduce a un mayor aprovisionamiento de existencias financiadas mediante crédito de proveedores y fondos de entidades financieras. Si bien al cierre de 2019 los niveles de inventario disminuyeron con respecto a 2018, para abril de 2020 se evidencia un incremento de USD 1,84 millones, producto del aprovisionamiento de existencias para la temporada de inicio de actividades en la costa. La paralización en las actividades de la compañía redujo los niveles de rotación de inventarios, por lo que los días de inventario pasaron de 142 en diciembre de 2019 a 332 en abril de 2020. Esto sugiere que, bajo las condiciones actuales, la compañía mantiene inventario para un promedio aproximado de 11 meses.



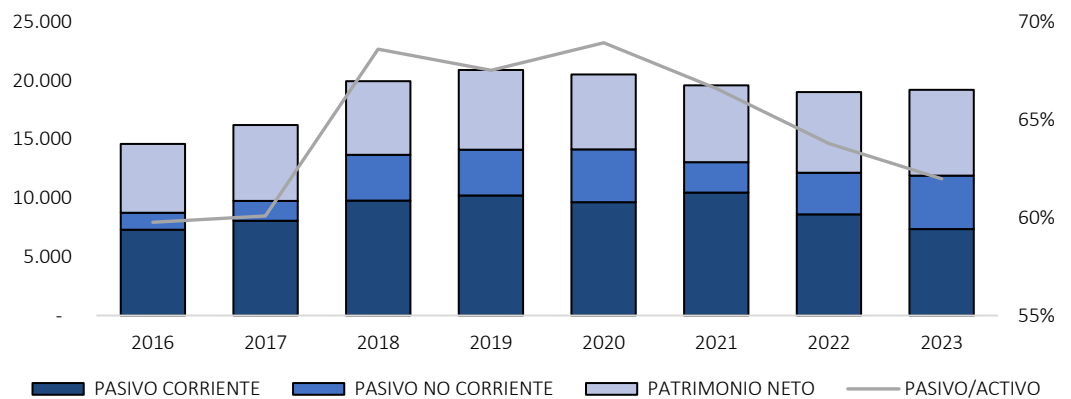
**Gráfico 14:** Días de inventario.  
**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía implementó una estrategia de inversión en infraestructura durante el periodo analizado, para alcanzar a un mayor número de clientes. Consecuentemente, entre 2016 y abril de 2020 se evidencia un crecimiento en los edificios e instalaciones, equipos de oficina y computación y construcciones en curso, asociadas a la construcción y adecuación de las distintas sucursales. Al 31 de diciembre de 2019, la compañía efectuó la clasificación de propiedad, planta y equipo a propiedades de inversión, correspondiente a la construcción culminada en el edificio ubicado en el sector de la Universidad Central del Ecuador en Quito, así también a la reclasificación del local comercial arrendado ubicado en la Sucursal de la ciudad de Ibarra. Por lo tanto, al 30 de abril de 2020 se registraron USD 2,14 millones como propiedad de inversión. Se prevé que las inversiones en el activo fijo repercutan en una mayor eficiencia en periodos posteriores.

Con el objetivo de precautelar la situación financiera, la compañía suspendió la inversión en activos fijos durante este año. Por este motivo, las proyecciones del Estado de Situación Financiera al cierre de 2020 contemplan una menor inversión en propiedad, planta y equipo, correspondiente al monto registrado hasta abril de 2020. Se estima una inversión más alta y continua en propiedad, planta y equipo a partir de 2021, asociada a la culminación de proyectos y construcciones en curso.

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

La actividad creciente de la compañía y el nivel de inversión en activos fijos generó una mayor necesidad de financiamiento durante el periodo, que la compañía suplió principalmente mediante recursos de terceros. Por ende, la estructura de financiamiento de la compañía presentó un cambio durante el periodo analizado, al incrementar el peso de los pasivos entre 2016 y abril de 2020. Históricamente, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. ha fondeado sus actividades mediante tres fuentes principales: el crédito de proveedores en la compra de mercadería, las obligaciones bancarias de corto y largo plazo y las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores. De esta manera, al 30 de abril de 2020 estas tres fuentes de financiamiento representaron el 81,17% del pasivo total. Durante el periodo analizado el pasivo se concentró en el corto plazo, con una participación promedio de 72,52% del pasivo corriente sobre el pasivo total.



**Gráfico 15:** Estructura de financiamiento (miles USD).  
Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

Entre 2016 y 2017, los pasivos incrementaron en 11,54%, en respuesta a la adquisición de obligaciones financieras de corto y largo plazo y a la colocación de obligaciones correspondientes al Quinto Programa de Papel Comercial. Para 2018, el pasivo total presentó un aumento de 40,37% concentrado principalmente en la porción corriente, con mayores obligaciones con entidades financieras de corto plazo. De igual manera, el endeudamiento de largo plazo incrementó en 130,82% al cierre de 2018, en respuesta a la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y a la adquisición de obligaciones con entidades financieras para financiar la inversión en activos fijos y la estrategia de crecimiento y expansión. En 2019 el pasivo total alcanzó los USD 14,13 millones, con un incremento marginal de USD 442 mil con respecto a 2018. Destacó la cancelación de saldos por pagar a proveedores, compensada por la colocación de obligaciones de corto plazo en el Mercado de Valores y la adquisición de préstamos bancarios. Entre diciembre de 2019 y abril de 2020 el pasivo incrementó en USD 4,24 millones (+29,99%) producto de un mayor apalancamiento operativo mediante el crédito de proveedores, coherente con el mayor aprovisionamiento de inventario, la contratación de deuda bancaria de corto plazo, y la colocación de obligaciones en el Mercado de Valores.

Se prevé una estructura similar en el pasivo durante 2020, considerando que la contratación de préstamos bancarios y la colocación de los valores correspondientes a la Tercera Emisión de Obligaciones en el transcurso del año impulsarán al alza el pasivo de la compañía. Se estima que el pasivo representará cerca del 69% del activo al cierre de 2020, porcentaje que disminuirá para periodos posteriores en función de una mayor generación de resultados operativos y una menor necesidad de financiamiento externo.

La deuda bancaria de la compañía creció sostenidamente durante el periodo analizado, al pasar de USD 317 mil en 2016 a USD 4,21 millones en 2019 y a USD 5,13 millones en abril de 2020, concentrada siempre en el corto plazo. De esta manera, la deuda bancaria con vencimientos corrientes alcanzó los USD 2,90 millones al

cierre de 2019 y ascendió a USD 3,66 millones en abril de 2020, evidenciando la adquisición y reestructuración de préstamos bancarios de corto plazo para afrontar la crisis actual y sostener la operación de la compañía. Si bien la deuda bancaria ha permitido financiar las actividades de inversión de la compañía y la estrategia de crecimiento interno y externo, también representa una importante presión sobre los flujos, considerando la elevada concentración en el corto plazo. Al 30 de abril de 2020, la deuda bancaria se distribuyó entre 4 entidades financieras locales. Adicionalmente, se registraron operaciones de factoring con Banco Guayaquil S.A. y Banco Bolivariano C.A.

Por su parte, las obligaciones en el Mercado de Valores fluctuaron según el vencimiento y la aprobación de los diversos instrumentos en el Mercado de Valores. Durante el periodo analizado, resaltaron el vencimiento del Quinto Programa de Papel Comercial en 2016, la aprobación y colocación del Sexto Programa de Papel Comercial a partir de diciembre de 2018, la amortización progresiva de la Primera Emisión de Obligaciones entre 2015 y 2019, la aprobación y colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones en septiembre de 2019 y la aprobación y colocación de la Tercera Emisión de Obligaciones a partir de marzo del presente año. Por lo tanto, se evidencia que los instrumentos de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. tienen gran aceptabilidad en el mercado, generando oportunidades de financiamiento más convenientes para la compañía. Cabe resaltar que, en base a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la compañía y los obligacionistas de los distintos instrumentos que se mantienen vigentes en el Mercado de Valores acordaron el diferimiento de los pagos con vencimientos en los meses entre mayo y agosto, liberando la presión inmediata sobre los flujos de la compañía, pero generando pagos más grandes en trimestres posteriores.

En general, la compañía evidencia una diversificación adecuada de sus fuentes de financiamiento, que le han permitido disponer de recursos para financiar las actividades de operación y de crecimiento.

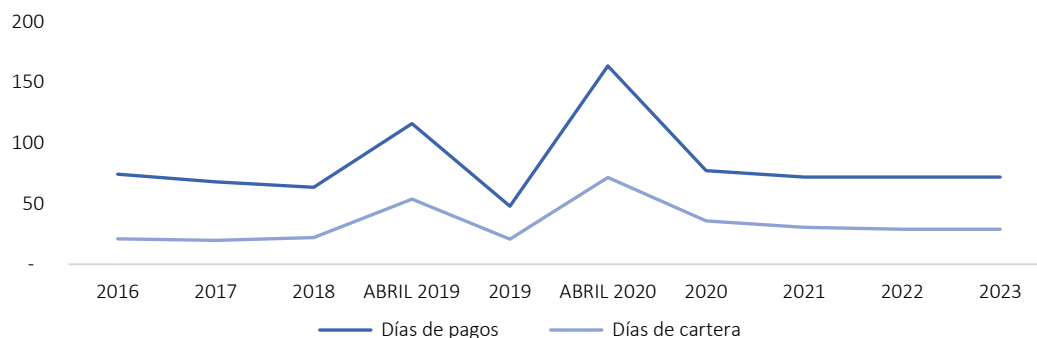
FUENTE DE FINANCIAMIENTO	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Banco Bolivariano C.A.	2.112.333,34	21,12%
Banco Guayaquil S.A.	1.102.814,96	11,03%
Banco Pichincha C.A.	1.192.080,37	11,92%
Banco del Pacífico S.A.	340.000,00	3,40%
Segunda Emisión de Obligaciones	1.533.125,00	15,33%
Tercera Emisión de Obligaciones	750.000,00	7,50%
Sexto Programa de Papel Comercial	2.630.000,00	26,29%
Factoring	243.634,43	2,44%
Sobregiro	98.603,85	0,99%
<b>Subtotal</b>	<b>10.002.591,95</b>	<b>100,00%</b>
Intereses por devengar neto	-50.772,30	
<b>Total</b>	<b>9.951.819,65</b>	

**Tabla 16:** Detalle de fuentes de financiamiento (30 de abril de 2020).

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

El nivel de apalancamiento operativo se evidencia en la importancia de las cuentas por pagar comerciales dentro de la estructura del pasivo durante el periodo analizado. Estas cuentas presentaron una tendencia decreciente entre 2016 y 2019, al pasar de USD 3,90 millones a USD 2,78 millones, producto de los descuentos que recibe la compañía por el pago anticipado de las facturas, lo que incentiva la cancelación de estos valores. Para abril de 2020 los saldos pendientes de pago a proveedores ascendieron a USD 4,95 millones, debido al mayor aprovisionamiento de mercancía para hacer frente a la demanda por el inicio del ciclo escolar en la costa, que fue postergado sin anticipación. La compañía se encuentra refinanciando las deudas a proveedores con plazos de 30, 60 y 90 días. Los recursos de proveedores le permiten a la compañía financiar sus actividades sin incurrir en un gasto financiero asociado. La mayor parte de las cuentas por pagar comerciales se concentra en proveedores locales.

Los días promedio de pago a proveedores disminuyeron de 74 en 2016 a 48 en 2019, lo que supone una mayor presión sobre la liquidez de la compañía. El incremento de las cuentas por pagar a abril de 2020 y la menor rotación de inventarios elevó los días promedio de pago a proveedores a 164. Los días de pago se mantuvieron siempre por encima de los días promedio de cobro, evidenciando un calce de flujos adecuado.



**Gráfico 16:** Días de cartera vs. días de pago.

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 40,24% de los activos en 2016 a financiar el 32,47% de los activos en 2019 y el 24,93% de los activos en abril de 2020.

El patrimonio mantuvo un comportamiento creciente entre 2016 y 2017, fruto de los resultados del ejercicio, compensados parcialmente por un ajuste realizado a las utilidades retenidas y a otros resultados integrales. Para 2018 se evidenció una disminución de 3,34% frente a 2017, en función de los menores resultados del ejercicio registrados y de la distribución de dividendos por USD 758 mil. Así también existió un ajuste a resultados integrales por USD 118 mil. Al cierre de 2019 el patrimonio alcanzó un monto de USD 6,79 millones, que supone un alza de 8,48% frente a 2019, producto del incremento en los resultados acumulados de años anteriores en base a la utilidad neta registrada en 2018. Al 30 de abril de 2020 se evidencia una caída en el patrimonio frente al monto registrado en diciembre de 2019, en función de la pérdida registrada durante el periodo. El capital social se mantuvo constante durante el periodo analizado, en USD 1,02 millones. Al 30 de abril de 2020, este representó el 16,73% del patrimonio de la compañía.

Se prevé un deterioro en el patrimonio al cierre de 2020 producto de la pérdida neta proyectada para el periodo. La magnitud dependerá de la capacidad de la compañía para adaptarse a la realidad del mercado y reducir su estructura operativa.

**PRESENCIA BURSÁTIL**

Hasta la fecha del presente informe DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. mantiene vigente la Segunda Emisión de Obligaciones y el Sexto Programa de Papel Comercial, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

INSTRUMENTOS EMITIDOS	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Tercer Programa de Papel Comercial	2012	SCV. IRQ.DRMVA.2012.6276	3.000.000	Cancelada
Cuarto Programa de Papel Comercial	2015	SCV. IRQ.DRMVA.2015.0153	2.000.000	Cancelada
Primera Emisión de obligaciones	2015	SCVS.IRQ.DRMV.2015.0336	2.000.000	Cancelada
Quinto Programa de Papel Comercial	2016	SCVS. IRQ. DRMV.2016.2965	3.000.000	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones	2018	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00007977	2.500.000	Vigente
Sexto Programa de Papel Comercial	2018	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00011725	3.000.000	Vigente
Tercera Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00001628	3.000.000	Vigente

**Tabla 17:** Presencia Bursátil

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA., en circulación en el Mercado de Valores.

INSTRUMENTOS EMITIDOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primera Emisión de Obligaciones	39	3	1.800.000
Cuarto Programa de Papel Comercial	162	4	2.000.000
Quinto Programa de Papel Comercial	191	6	3.000.000
Segunda Emisión de Obligaciones	49	10	2.380.000
Sexto Programa de Papel Comercial	229	12	2.870.000
Tercera Emisión de Obligaciones	98	5	750.000

**Tabla 18:** Liquidez de presencia bursátil

**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## INSTRUMENTO

Con fecha 17 de diciembre de 2019, la Junta General Extraordinaria de Socios de la compañía DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. aprobó la presente Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 3.000.000. La Emisión fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 17 de febrero de 2020 bajo el Número 2020.Q.02.002848.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la Tercera Emisión de Obligaciones DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00001628 del 07 de febrero de 2020, por un monto de hasta USD 3.000.000.

Con fecha 03 de marzo de 2020, el Agente Colocador inició la colocación de los valores. Hasta la fecha de corte de la información se colocaron USD 750.000, es decir, el 25% del monto total aprobado.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciada en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

### TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto de la emisión	USD 3.000.000					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	CLASES A	MONTO 3.000.000	PLAZO 1.080	TASA FIJA ANUAL 8,25%	PAGO DE CAPITAL Trimestral	PAGO DE INTERESES Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados					
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	Hipoteca Abierta a favor del Representante de los Obligacionistas del inmueble de propiedad de la Compañía, cuyo valor en libros es de USD 225.849,39 y su avalúo catastral de USD 361.850.					
Destino de los recursos	La Emisión será destinada en un 100% al financiamiento de capital de trabajo.					
Valor nominal	USD 1,00					
Base de cálculos de intereses	30/360					
Sistema de colocación	Bursátil					
Rescates anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y ocho (168) del Libro Dos – Ley de Mercado de Valores, contenida en el Código Orgánico Monetario y Financiero. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado. Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora.					
Underwriting	La presente Emisión contempla un contrato de underwriting bajo la modalidad del mejor esfuerzo.					
Estructurador financiero y agente colocador	Su Casa de Valores SUCAVAL S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
Representantes de obligacionistas	Larrea Andrade & Cía. Abogados Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> </ul>					

**TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

	<ul style="list-style-type: none"> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en el artículo 11, Sección 1, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> </ul>
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener en la cuenta patrimonial de utilidades retenidas de ejercicios de años anteriores, un monto de al menos USD 3.800.000.</li> <li>Limitar el reparto de dividendos al 50% de la utilidad neta generada en el ejercicio económico inmediato anterior. Esto siempre y cuando la empresa mantenga un monto mínimo de utilidades retenidas de USD 3.800.000.</li> <li>Mantener un monto máximo en circulación de USD 6.500.000 en emisiones vigentes en el mercado de valores.</li> </ul>
Limitaciones de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mantener una relación Deuda financiera (Bancos + Mercado de Valores + Pasivos con costo) / EBITDA no mayor a 4,0 veces.</li> </ul>

**Tabla 19:** Características del instrumento

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

El Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, señala que el Emisor deberá establecer, de manera obligatoria, ciertas medidas orientadas a mantener el calor de la Garantía General, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías, resguardos de Ley y límite de endeudamiento. El seguimiento del límite de endeudamiento iniciará a partir del 30 de septiembre, considerando que se utilizan como base de la verificación los estados financieros de septiembre de cada año.

Con fecha 18 de mayo de 2020, se llevó a cabo la Asamblea de Obligacionistas con el propósito de “Conocer y aprobar el diferimiento en el pago de los vencimientos de capital e intereses de la emisión, en los términos establecidos en el Oficio No. JPRMF-2020-0113-0, emitido por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera de fecha 4 de abril de 2020, y aprobar las reformas correspondientes”. La Asamblea contó con la presencia de obligacionistas que representan el 93,3% de la totalidad de los valores emitidos. Los puntos del orden del día fueron aprobados por obligacionistas que representan el 73,3% de los valores emitidos, en los siguientes términos:

- Reprogramar el pago del cupón de capital que venció el 04 de junio de 2020, y prorratearlo en pagos iguales en los vencimientos de los próximos doce meses, esto es, en los vencimientos del 4 de septiembre de 2020, del 4 de diciembre de 2020, del 4 de marzo de 2021, y del 4 de junio de 2021.
- Los intereses se cancelaron en la fecha establecida, esto es el 4 de junio de 2020.

Al 30 de abril de 2020, el saldo por pagar correspondiente a la presente Emisión de Obligaciones fue de USD 750.000. La tabla de amortización siguiente presenta el esquema de pagos reestructurado, y se basa en el monto colocado a la fecha del presente informe:

AMORTIZACIÓN CLASE A	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	PAGO TOTAL	SALDO DE CAPITAL
4/6/2020	750.000	-	15.469	15.469	750.000
4/9/2020	750.000	78.125	15.469	93.594	671.875
4/12/2020	671.875	78.125	13.857	91.982	593.750
4/3/2021	593.750	78.125	12.246	90.371	515.625
4/6/2021	515.625	78.125	10.635	88.760	437.500
4/9/2021	437.500	62.500	9.023	71.523	375.000
4/12/2021	375.000	62.500	7.734	70.234	312.500
4/3/2022	312.500	62.500	6.445	68.945	250.000
4/6/2022	250.000	62.500	5.156	67.656	187.500
4/9/2022	187.500	62.500	3.867	66.367	125.000
4/12/2022	125.000	62.500	2.578	65.078	62.500
4/3/2023	62.500	62.500	1.289	63.789	-

**Tabla 20:** Amortización Clase A (USD)

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings



GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que la escritura de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Del total del monto autorizado de la emisión, se encuentra colocada el 25%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los literales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera

#### MONTO MÁXIMO DE LA EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía, al 30 de abril de 2020, la compañía posee un total de activos de USD 24,46 millones, de los cuales USD 17,70 millones son activos depurados.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos depurados de la empresa, con información financiera cortada al 30 de abril de 2020, dando cumplimiento a lo expuesto en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que, "El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias".

<b>MONTO MÁXIMO DE LA EMISIÓN</b>		<b>30 ABRIL 2020</b>
<b>Activo Total (USD)</b>		24.464.621,85
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos		-88.553,86
(-) Activos gravados.		-1.376.420,37
(-) Activos en litigio		-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.		-
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.		-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.		-
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores.		-5.283.125,00
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social.		-17.784,86
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.		-
<b>Total activos depurados</b>		<b>17.698.737,76</b>
<b>Monto máximo a emitir</b>		<b>14.158.990,21</b>
<b>Cumplimiento resguardo <math>\geq 1,25</math></b>		<b>4,35</b>

Tabla 21: Monto Máximo de la Emisión (USD).

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de abril de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 17,70 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 14,16 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de abril de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 1,32 veces sobre las demás obligaciones del Emisor, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su

patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Tercera Emisión de Obligaciones de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 40,27% del 200% del patrimonio al 30 de abril de 2020 y el 80,54% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	30 DE ABRIL DE 2020
Patrimonio	6.100.144
200% patrimonio	12.200.289
Saldo Sexto Programa Papel Comercial	2.630.000
Saldo Segunda Emisión de Obligaciones	1.533.125
Saldo Tercera Emisión de Obligaciones	750.000
Total emisiones	4.913.125
<b>Total emisiones/200% patrimonio</b>	<b>40,27%</b>

Tabla 22: 200% patrimonio (USD)

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

## PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA, corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

## PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. El cierre de las sucursales paralizó las ventas de la compañía, por lo cual se estima que al cierre del año el nivel de ingresos será menor al registrado en 2019, con una caída superior al 30%. A partir de abril, la compañía ha desarrollado medios de comercialización digitales y alianzas con aplicaciones de entrega, lo cual podría compensar la baja en las ventas por encima de lo proyectado, volviendo conservadoras a estas proyecciones. La participación del costo de ventas presentó un comportamiento creciente para abril de 2020, en función de la caída en las ventas de líneas de negocio con costos más bajos, por lo que se estima que la participación del costo de ventas promediará 75% para 2020. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará para 2020 a pesar de la disminución de las ventas, en función de la menor liquidez circulante y, por lo tanto, una menor recuperación durante el periodo; esta afirmación podría resultar muy conservadora considerando que la compañía ha suspendido sus ventas a crédito para resguardar la salud financiera. Se estima que el nivel de inventarios incrementará para 2020 en función de la menor rotación de mercadería. Se prevé que la compañía suspenderá la inversión en activos fijos con el objetivo de salvaguardar la liquidez y la salud financiera de la entidad, y la retomará a partir de 2021 para culminar la construcción de obras que se encuentran en proceso, en línea con la estrategia de expansión adoptada. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una concentración en el corto plazo. Las proyecciones realizadas contemplan la colocación total de la Tercera Emisión de Obligaciones durante el año, y el vencimiento del Sexto Programa de Papel Comercial en el mes de diciembre de 2020, por lo que se considera la renovación del papel comercial durante el primer trimestre de 2021, así como la colocación de una Cuarta Emisión de Obligaciones en el año 2023, al vencimiento de la presente Emisión. Asimismo, se contempla la reestructuración de obligaciones bancarias durante el periodo.

PREMISAS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CRITERIO
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	
Ingresos de actividades ordinarias	25.876	27.377	28.874	28.504	-35%	10%	5%	5%	
Costo de ventas y producción	73%	74%	74%	73%	75%	74%	73%	73%	Porcentaje sobre ventas
Gasto de Ventas	0%	0%	-20%	-21%	-22%	-22%	-22%	-22%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (CP)	6%	5%	6%	6%	10%	9%	8%	8%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (LP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre ventas
Provisiones	6%	7%	10%	7%	8%	8%	8%	8%	Porcentaje sobre C x C
Inventarios	35%	37%	40%	39%	61%	52%	49%	47%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (CP)	21%	19%	18%	13%	21%	20%	20%	20%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (LP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre Costo Ventas

**Tabla 23:** Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

## ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	Tipo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrien	L	1,26	1,31	1,13	1,23	1,07	1,26	1,53
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,83	0,72	0,72	0,68	0,80	0,71	0,62
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,60	0,69	0,68	0,69	0,67	0,64	0,62
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,38	0,51	0,56	0,55	0,50	0,46	0,43
Deuda LP / Activos Totales	S	0,04	0,12	0,12	0,15	0,06	0,11	0,16
EBITDA / Gastos Financieros	S	5,82	2,26	1,86	0,84	1,75	2,26	2,40
Utilidad Operacional / Ventas	R	0,03	0,03	0,03	0,00	0,01	0,02	0,02
Margen Bruto / Ventas	R	0,26	0,26	0,27	0,25	0,26	0,27	0,27
Utilidad Neta / Patrimonio	R	0,09	0,09	0,08	(0,07)	0,03	0,05	0,15

**Tabla 24:** Índices financieros reales y proyectados.

**Fuente:** DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; **Elaboración:** GlobalRatings

### LIQUIDEZ

DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante todo el periodo analizado, impulsado por el volumen elevado de inventarios, así como por los montos de efectivo e inversiones temporales que le han permitido afrontar las obligaciones de corto y largo plazo. Al término de 2019 el coeficiente de liquidez presentó un deterioro marginal, al pasar de 1,31 a 1,13, debido, por un lado, a la liquidación de inversiones temporales, a la baja en cuentas por cobrar comerciales y al menor aprovisionamiento de inventarios, y por otro, al incremento en la deuda financiera de corto plazo. Para abril de 2020 el incremento en la deuda a los proveedores y en los préstamos corrientes redujo el índice de liquidez a 1,11. No obstante, se evidencia que la compañía cuenta con la capacidad de cubrir sus obligaciones financieras y no financieras de corto plazo. Se estima que este comportamiento mejore para 2020 en función de la reestructuración de la deuda financiera.

Durante el periodo analizado, el pasivo se concentró históricamente en el corto plazo. Para abril de 2020 el pasivo corriente alcanzó una participación de 73,31% sobre el pasivo total. Esto podría generar una presión elevada sobre los flujos, que, ante las proyecciones de resultados, podrían requerir de fuentes alternativas de financiamiento, lo que resultaría en un incremento de la deuda total. La compañía cuenta con disponibilidad de fuentes de financiamiento diversificadas para hacer frente a esta situación.

De esta manera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. mantiene una posición de liquidez adecuada, que le permite hacer frente a los vencimientos de sus obligaciones.

#### ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la compañía mantiene una estructura altamente apalancada, con mayor financiamiento mediante recursos de terceros. El pasivo representó aproximadamente el 75% del activo al 30 de abril de 2020, evidenciando que la compañía opta por financiar sus operaciones principalmente a través de los proveedores, entidades financieras y Mercado de Valores. El peso del pasivo dentro de la estructura de financiamiento incrementó durante el periodo en función de la adquisición de deuda bancaria y obligaciones con el Mercado de Valores, estrategia que se prevé se mantendrá durante el periodo de vigencia de la Emisión.

La deuda financiera, por lo tanto, mantuvo una participación creciente dentro del pasivo total durante el periodo analizado, pasando de representar el 38% del pasivo en 2016 a representar el 56% del pasivo en 2019 (54% para abril de 2020). Este comportamiento respondió directamente al incremento sostenido en los préstamos bancarios y a la colocación de instrumentos en el Mercado de Valores. La deuda financiera presentará un comportamiento similar al histórico durante el periodo de vigencia de la presente Emisión, con una participación estimada de 55% de las obligaciones financieras sobre el pasivo total al cierre de 2020, basada en la reestructuración de las obligaciones con costo producto de las condiciones económicas actuales. La participación de la compañía en el Mercado de Valores ha tenido amplia aceptación, lo cual le permite adecuar los plazos y fijar las tasas de acuerdo con su necesidad y conveniencia. En este sentido, se estima que la compañía colocará dos nuevas Emisiones en el Mercado de Valores de acuerdo con el vencimiento de las que se encuentran vigentes, lo que le permitirá reestructurar las obligaciones con costo y disminuir el peso del pasivo financiero durante el periodo de vigencia de la Emisión.

Durante el periodo histórico analizado, el EBITDA presentó una cobertura adecuada sobre los gastos financieros. La participación creciente de las obligaciones financieras representa una estructura de financiamiento de mayor costo, generando gastos de financiamiento más elevados durante el periodo, lo que causó la tendencia negativa en la cobertura del EBITDA, que se encontró entre 2016 y 2019 en niveles por encima del 100%. Para abril de 2020 la pérdida operativa registrada deterioró la cobertura del EBITDA, situación que se prevé se mantendrá, en menor medida, para el cierre de 2020. La recuperación gradual en los resultados de la compañía y la disminución en los gastos financieros proyectada permitirá mejorar la cobertura del EBITDA a partir de 2021.

#### RENTABILIDAD

Durante el periodo comprendido entre 2016 y 2019, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA. se caracterizó por presentar resultados consistentemente positivos. Los niveles de margen bruto de la compañía presentaron una mejora al término de 2019 producto de una optimización en los costos, relacionado con los descuentos obtenidos en la compra de mercancía. Para abril de 2020 el margen bruto se redujo, por lo cual se estima que alcanzará niveles del 25% al cierre del año. El margen bruto podría incrementar en función del desarrollo de canales alternativos de comercialización que permitan compensar la caída en las ventas generada durante el periodo.

El margen operacional revela que entre 2016 y 2019 la compañía fue eficiente para generar ganancias a partir de sus operaciones ordinarias. Al cierre de 2019 el margen operacional fue de 3%, porcentaje que se mantuvo estable con respecto a los dos años anteriores, a pesar del incremento en la estructura operativa producto de la estrategia de crecimiento interno y externo, que incluye el desarrollo de sistemas informáticos, la renovación de las fachadas y la inversión en capacitación del personal. Producto de lo anterior, los gastos operativos no pudieron ajustarse a la caída en las ventas para abril de 2020, generando una pérdida operativa equivalente al -9,43% de las ventas. Se prevé que la compañía logrará revertir la pérdida operativa al cierre del año, pero que esta evidenciará una caída sustancial frente a la utilidad operativa alcanzada en años anteriores. Dada la naturaleza estacional del negocio, el comportamiento de los resultados operativos dependerá de las condiciones de mercado y del inicio de clases en el régimen Sierra, que es todavía incierto.

El rendimiento sobre el patrimonio mantuvo valores positivos entre 2016 y 2019 que se comparan favorablemente a inversiones alternativas en compañías del sector. Para abril de 2020 la pérdida antes de participación a trabajadores e impuesto a la renta generó un retorno negativo para los socios, que se estima se mantendrá para el cierre del año, y mejorará de acuerdo con la recuperación del negocio a partir de 2021.

## CUANTIFICACIÓN CONJUNTA DE LOS ÍNDICES

En el caso de DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA., los índices calculados alcanzan en todos los años, valores que se encuentran en las categorías más altas dentro de la escala de calificación. Debe considerarse que los indicadores calculados se ponderan con diversos factores cualitativos para determinar la calificación final de la entidad.

## INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual				Proyectado				Interanual	
Obligaciones con entidades financieras CP	317	1.115	2.676	2.904	2.964	1.100	500	1.344	1.982	3.660
Obligaciones emitidas CP	1.457	1.935	1.858	2.558	1.738	4.373	3.010	750	2.794	2.952
Obligaciones con entidades financieras LP	-	292	855	1.308	1.144	844	2.044	1.200	2.199	1.474
Obligaciones emitidas LP	788	338	1.560	1.115	1.863	250	-	1.875	1.710	1.865
Efectivo y equivalentes al efectivo	753	273	357	353	254	197	24	238	750	462
Activos financieros disponibles para la venta	642	447	981	438	241	289	347	416	264	-
	1.166	2.959	5.611	7.093	7.214	6.081	5.183	4.514	7.672	9.490

Tabla 25: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

En el cuadro se aprecia que los valores de deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, en función de la adquisición de préstamos bancarios con diversas entidades financieras de la capital y de la colocación de instrumentos en el Mercado de Valores durante todo el periodo. El incremento en la deuda neta permitió financiar las actividades de expansión de la compañía, incluidas la construcción de sucursales y la inversión en estandarización de la imagen de la compañía. La deuda neta para abril de 2020 alcanzó los USD 9,49 millones, de los cuales el 65% se concentra en el corto plazo, situación que forja una presión sobre la compañía considerando que sus niveles de generación operativa se verán perjudicados producto de la crisis actual. No obstante, la suspensión de la inversión en activos fijos a partir del segundo trimestre del año generará una menor necesidad de endeudamiento que le permitirá reducir la deuda neta entre abril de 2020 y el cierre del año. Se prevé una deuda neta de USD 7,21 millones al término de 2020, considerando el refinanciamiento de una porción de las obligaciones con vencimientos en el corto plazo. Se estima que la deuda neta disminuirá para periodos posteriores en función de la amortización de obligaciones emitidas y la cancelación de préstamos bancarios.

INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual				Proyectado				Interanual	
Deuda Neta	1.166	2.959	5.611	7.093	7.214	6.081	5.183	4.514	7.672	9.490
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	2.983	(182)	(790)	1.415	312	1.585	1.341	1.099	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	4.309	5.242	6.632	7.081	7.289	6.558	6.242	6.226	7.841	7.965
Años de Pago con EBITDA (APE)	0,6	2,5	4,0	4,4	9,5	6,8	4,7	3,9	4,2	-
Años de Pago con FLE (APF)	0,4	-	-	5,0	23,2	3,8	3,9	4,1	-	-
Servicio de Deuda (SD)	1.258	2.976	4.798	5.979	5.356	5.787	3.979	2.344	4.778	6.989
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	1,57	0,39	0,29	0,27	0,14	0,15	0,28	0,50	0,13	-

Tabla 26: Evolución de indicadores.

Fuente: DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA.; Elaboración: GlobalRatings

La generación de flujo operativo de la compañía evidenció una mejora considerable al cierre de 2019, producto de una eficiencia en la gestión de inventarios. No obstante, el incremento en los inventarios para abril de 2020 y la menor generación de resultados, deterioró la capacidad de generación de flujo operativo para abril de 2020. Se estima que esta condición se revertirá para el cierre del año, pero con una generación de flujo operativo sustancialmente inferior a la registrada al cierre de 2019. Consecuentemente, los años de pago con flujo libre de efectivo se proyectan al alza para 2020. Para el periodo histórico la evolución del EBITDA evidencia que la compañía está en capacidad de cubrir su deuda neta con la generación operativa en un periodo acorde a los vencimientos de sus obligaciones. No obstante, la caída en los resultados de la compañía deteriorará los años de pago con EBITDA al término de 2020.

La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. El cuadro evidencia que la cobertura del servicio de la deuda se vio deteriorada en función del crecimiento de las obligaciones financieras, y de la pérdida operativa registrada hasta abril. Se prevé una mejora al cierre del año con respecto a la situación evidenciada en abril, pero con una cobertura del servicio de la deuda inferior a la del año 2019. Esta situación mejorará durante el periodo de vigencia de la Emisión, de acuerdo con la mejora en los resultados operativos y la reestructuración de obligaciones con costo.

## CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

## 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 pertenece y a la economía en general.*

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

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

El Informe de Calificación de Riesgos de la Tercera Emisión de Obligaciones DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA C. LTDA., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



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



**ANEXOS**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
ACTIVO	14.626	16.227	19.947	20.920	20.519	19.597	19.043	19.227	24.514	24.465
ACTIVO CORRIENTE	9.865	10.159	12.856	11.537	11.634	10.946	10.625	11.042	16.592	14.992
Efectivo y equivalentes al efectivo	753	273	357	353	254	197	24	238	750	462
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	1.504	1.503	1.767	1.650	1.848	1.732	1.712	1.798	4.062	2.873
Inventarios	6.705	7.561	8.648	8.206	8.409	7.842	7.654	7.709	10.217	10.047
Anticipos a proveedores	44	152	598	541	541	541	541	541	946	1.222
ACTIVO NO CORRIENTE	4.760	6.068	7.091	9.383	8.885	8.651	8.418	8.184	7.922	9.472
Propiedades, planta y equipo	5.830	6.375	6.347	6.871	7.006	7.506	8.006	8.506	6.707	7.006
Terrenos	1.692	2.469	2.469	2.424	2.424	2.424	2.424	2.424	2.626	2.424
Construcciones en curso	8	440	1.732	1.096	1.197	1.197	1.197	1.197	2.120	1.197
Propiedad de inversión	-	-	-	2.153	2.153	2.153	2.153	2.153	-	2.141
PASIVO	8.741	9.749	13.686	14.128	14.145	13.052	12.146	11.918	17.928	18.364
PASIVO CORRIENTE	7.317	8.064	9.795	10.213	9.646	10.466	8.610	7.350	12.612	13.462
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	3.900	3.823	3.783	2.775	2.968	3.016	3.124	3.280	6.438	4.954
Obligaciones con entidades financieras CP	317	1.115	2.676	2.904	2.964	1.100	500	1.344	1.982	3.660
Obligaciones emitidas CP	1.457	1.935	1.858	2.558	1.738	4.373	3.010	750	2.794	2.952
Anticipo de clientes CP	2	12	30	7	7	7	7	7	12	5
PASIVO NO CORRIENTE	1.424	1.686	3.891	3.915	4.499	2.586	3.536	4.567	5.316	4.902
Obligaciones con entidades financieras LP	-	292	855	1.308	1.144	844	2.044	1.200	2.199	1.474
Obligaciones emitidas LP	788	338	1.560	1.115	1.863	250	-	1.875	1.710	1.865
Documentos y cuentas por pagar accionistas LP	46	386	716	326	326	326	326	326	649	363
Provisiones por beneficios a empleados LP	591	671	760	864	864	864	864	864	758	897
PATRIMONIO NETO	5.885	6.477	6.261	6.792	6.374	6.546	6.896	7.309	6.586	6.100
Capital suscrito o asignado	1.020	1.020	1.020	1.020	1.020	1.020	1.020	1.020	1.020	1.020
Reserva legal	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204
Superávit por revaluación	203	202	202	202	202	202	202	202	202	202
Ganancias o pérdidas acumuladas	3.409	4.007	3.844	4.386	4.917	4.499	4.671	5.021	4.386	4.917
Ganancia o pérdida neta del periodo	600	595	542	531	(419)	172	350	413	325	(692)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	ABRIL 2019	ABRIL 2020
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	25.876	27.377	28.874	28.504	18.527	20.380	21.399	22.469	9.055	4.814
Costo de ventas y producción	18.913	20.272	21.429	20.858	13.828	15.081	15.621	16.402	6.662	3.634
Margen bruto	6.962	7.105	7.445	7.645	4.699	5.299	5.778	6.067	2.392	1.180
(-) Gastos de administración	(5.481)	(6.409)	(790)	(742)	(668)	(735)	(771)	(771)	(357)	(419)
(-) Gastos de ventas	-	-	(5.725)	(6.020)	(4.006)	(4.406)	(4.626)	(4.858)	(1.550)	(1.215)
(+) Otros ingresos operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-)Otros gastos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad operativa	1.481	696	929	882	26	158	380	437	485	(454)
(-) Gastos financieros	(237)	(200)	(622)	(871)	(907)	(510)	(493)	(489)	(250)	(279)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	(270)	409	569	830	463	611	642	674	90	41
Utilidad antes de participación e impuestos	974	905	877	842	(419)	259	528	623	325	(692)
(-) Participación trabajadores	(146)	(136)	(131)	(126)	-	(39)	(79)	(93)	-	-
Utilidad antes de impuestos	828	769	745	716	(419)	221	449	529	325	(692)
(-) Gasto por impuesto a la renta	(229)	(174)	(203)	(185)	-	(49)	(99)	(116)	-	-
Utilidad neta	600	595	542	531	(419)	172	350	413	325	(692)
EBITDA	1.979	1.163	1.405	1.616	759	891	1.113	1.171	602	(285)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Flujo Actividades de Operación	2.983	(182)	(790)	1.415	312	1.585	1.341	1.099
Flujo Actividades de Inversión	(812)	(1.797)	(1.444)	(2.430)	(236)	(500)	(500)	(500)
Flujo Actividades de Financiamiento	(1.785)	1.303	2.852	469	(175)	(1.142)	(1.013)	(385)
Saldo Inicial de Efectivo	1.010	1.395	720	1.338	353	254	197	24
Flujo del periodo	385	(676)	618	(546)	(99)	(57)	(172)	214
Saldo Final de efectivo	1.395	720	1.338	791	254	197	24	238



La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora [www.globalratings.com.ec](http://www.globalratings.com.ec), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.