

CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de Calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Primera Emisión de Obligaciones de DIMOLFIN S.A. en comité No. 022-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 09 de febrero de 2024; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha diciembre de 2023. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 17 de enero de 2024 por un monto de hasta USD 3.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector acuícola creció 11,8% en 2022, impulsado por sus exportaciones, especialmente del camarón. Este sector reflejó un desempeño muy superior al promedio de la economía nacional que se expandió en 2,9% en el mismo año. El sector acuícola es una de las industrias con mayor importancia en el país, considerando que el camarón se ubica como el principal producto no petrolero exportado, posicionando al Ecuador como el primer país productor y exportador de camarón. Las predicciones del sector para cerrar 2023 apuntan a un crecimiento de 2,7%, que podría variar según un mayor dinamismo mediante las exportaciones a los principales países destino, especialmente China, lo que permitiría que DIMOLFIN S.A. incremente su participación en el mercado de producción de harina y aceite de pescado.
- DIMOLFIN S.A. está relacionada con el grupo familiar Adilisa Holding Group, que posee varias empresas en el mercado ecuatoriano, siendo la más representativa Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA. Es importante destacar, que la experiencia empresarial de las personas naturales que dirigen la compañía es amplia, como lo demuestran la gestión previa en diversas empresas del grupo. En el caso puntual de DIMOLFIN S.A. la estructura organizacional y su gestión funcional evidencian una administración transparente y objetiva, que le ha permitido posicionarse como un participante preponderante en la producción de harina y aceite de pescado, asegurando la sostenibilidad y buen manejo de las operaciones.
- Los resultados presentaron un comportamiento positivo y al alza entre 2020 y 2023, efecto de una expansión y crecimiento, para lo que se han realizado importantes inversiones en el activo fijo, lo que ha permitido una mayor optimización del costo de ventas y mayores eficiencias a nivel operativo. Como consecuencia, la cuenta de propiedad planta y equipo se duplicó en el periodo analizado. Parte del crecimiento fue financiado a través de deuda a largo plazo con entidades financieras, aunque es importante señalar que los flujos operativos positivos entre 2021 y 2023 permitieron una disminución en el nivel total de deuda con costo. En este sentido, DIMOLFIN S.A. ha logrado mantener días de cobro (16 a 2023) inferiores a días de pago (202 en 2023) lo que ha favorecido sus flujos. La emisión bajo análisis permite financiar capital de trabajo y el refinanciamiento de algunos pasivos lo que redundará en un aumento de la deuda en 2024. La proyección indica que los flujos de efectivo operativos se mantendrán positivos en los próximos años lo que permitiría una disminución paulatina de la deuda con costo la que podría cancelarse con EBITDA en plazos inferiores a 2 años.
- DIMOLFIN S.A. fortaleció su estructura patrimonial mediante ganancias acumuladas y revalorizaciones de activos, además mantiene un aporte a futuras capitalizaciones, lo que ha permitido a la empresa mantener niveles de apalancamiento bajos.
- Las proyecciones, en un escenario estresado, permiten evidenciar que la compañía incrementaría sus ventas en el orden de 30% en 2024 y 10% adicional en 2025, junto con optimización en el costo de ventas a través de inversiones que permitirían mayores eficiencias logísticas y productivas. Se evidencian flujos suficientes para cubrir las obligaciones de corto y largo plazo.
- El instrumento bajo análisis se encuentra debidamente estructurado y cuenta con una Garantía Específica consistente en una fianza solidaria otorgada por Jorge Luis Susá Gómez y María Emilia Bermúdez Velíz por la suma de hasta USD 3.000.000, para garantizar el pago de las obligaciones que vaya a contraer la compañía, producto de la presente Emisión de Obligaciones. Como resguardo adicional se estableció que DIMOLFIN S.A. entregará al representante de los obligacionistas los recursos equivalentes a una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un fondo de inversión administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país. Este fondo se irá incrementando conforme se vayan colocando las obligaciones y será utilizado

por el representante de los obligacionistas para cubrir cualquier requerimiento de pago de los dividendos de la presente Emisión de Obligaciones.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

DIMOLFIN S.A. obtiene sus ingresos de la producción y extracción de pesca y la fabricación de harina y aceite de pescado. Durante el periodo de análisis, se ha registrado fluctuaciones en las ventas, incrementando de USD 3,13 millones en 2020 a USD 5,47 millones en 2021 (un 74,97% mayor), pero disminuyendo a USD 4,62 millones en 2022 (un 15,56% menos). Sin embargo, en 2023 se registró USD 5,47 millones en ingresos operacionales, el valor más alto de todo el periodo bajo análisis, representando un incremento anual de 18,44%.

Durante los años 2020 a 2023, el costo de ventas presentó mayor optimización en la participación sobre las ventas, disminuyendo en cada año y pasando de 42,95% en 2020 a 38,24% en 2023. Consecuentemente, la participación de la utilidad bruta se mantuvo creciente a pesar de las fluctuaciones en los niveles de ventas. Entre 2020 y 2023, la utilidad bruta pasó de USD 1,78 millones (57,05% de ventas) a USD 3,38 millones (61,76% de ventas), principalmente impulsado por estrategias como la optimización de recursos.

En promedio, los gastos operacionales representaron 49% de las ventas entre 2020 y 2023, aunque presentando estabilidad en el periodo. Esta situación, junto con el nivel de gastos financieros que dependen estrictamente de los niveles de deuda, y otros ingresos operacionales, permitió que la utilidad neta crezca en cada año, con un ROE promedio de 6,57% en los últimos 4 años.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023
	REAL			PRELIMINAR
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	3.126	5.470	4.619	5.470
Utilidad operativa (miles USD)	307	436	553	753
Utilidad neta (miles USD)	92	126	175	339
EBITDA (miles USD)	487,22	616	900	1.219
Deuda neta (miles USD)	1.920	1.870	2.111	1.687
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(29)	323	722	952
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(597)	(469)	(741)	(790)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	156	387	297	206
Razón de cobertura de deuda DSCRC	3,12	1,59	3,03	5,91
Capital de trabajo (miles USD)	(913)	(500)	(640)	(618)
ROE	5,55%	7,39%	7,22%	6,14%
Apalancamiento	1,72	1,86	1,61	0,72

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020-2022 y Estados Financieros Internos 2023

En los últimos 4 años, los activos de DIMOLFIN S.A. crecieron 111%, al pasar de USD 4,49 millones a USD 9,48 millones, lo que se atribuye a inversiones realizadas en el activo fijo de la compañía. Por este motivo, el activo se concentró en su porción no corriente, con un promedio de participación de 90% (fue de 90,22% en diciembre 2023). Las cuentas por cobrar corresponden a clientes locales y representaron valores pendientes de cobro por la extracción, procesamiento de harinas y venta de aceite de pescado, con vencimientos promedio de hasta 45 días. Durante 2020-2023, la empresa demostró una gestión de cobranza efectiva y adecuada para los flujos de efectivo, al evidenciar días de pago superiores a los días de cobro.

DIMOLFIN S.A. ha realizado importantes inversiones en activos fijos con el propósito de potenciar y fortalecer las diferentes áreas del negocio, evidenciado en los montos de las construcciones en curso. En este sentido, la compañía ha destinado recursos para el valor de la barcaza y de maquinaria y equipos. Al cierre de 2023, el valor de la propiedad, planta y equipo fue de USD 9,75 millones, lo que evidencia un incremento de 118% en comparación con 2020 (90,51% de incremento frente a 2022). Se espera que estas inversiones tengan un efecto directo en los costos y gastos de la compañía, permitiendo una mayor productividad alcanzando economías de escala.

En el período comprendido entre 2020 y 2023, la compañía presentó una concentración de sus pasivos en el largo plazo, en promedio 62%. En 2023, estuvo compuesto principalmente por obligaciones con instituciones financieras (44,58%) y cuentas y documentos por pagar (47,77%).

Desde 2021, la compañía mantuvo un flujo de efectivo de las actividades de operación positivo, lo que permitió financiar gran parte de las actividades. Sin embargo, las inversiones realizadas en el activo fijo fueron superiores, evidenciadas en el flujo de actividades de inversión negativo, por lo que la compañía tuvo que financiar parte de estas inversiones con deuda con costo, aunque este rubro se ha mantenido relativamente estable, en torno a USD 2 millones. La deuda de DIMOLFIN S.A. se ha concentrado, históricamente, en el largo

plazo. De hecho, la deuda en 2022 y 2023 a corto plazo corresponde únicamente a deudas mantenidas con tarjetas de crédito, lo que significa que la deuda con costo en los dos últimos años se concentró en un 100% en el largo plazo.

El patrimonio se ha conformado principalmente por el capital social de USD 530 mil y los resultados acumulados. El patrimonio pasó de USD 1,65 millones en 2020 a USD 5,51 millones en 2023, un 234% de incremento (127% de incremento entre 2022 y 2023). Desde el año 2022, hay un aporte para futuras capitalizaciones por USD 320 mil. Considerando los niveles de patrimonio, DIMOLFIN S.A. ha mantenido un nivel de apalancamiento adecuado, en promedio de 1,47 en los últimos 4 años.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

En los últimos años, la empresa ha invertido cifras considerables en el activo fijo, compuesto por plantas de producción, barcasas y maquinaria y equipo, por lo que se espera incrementos en los niveles de ingresos, así como mayores optimizaciones y eficiencias en todo el proceso productivo. Tomando en cuentas estas consideraciones, se prevé que las ventas tendrían un crecimiento de 30% en 2024, de un 10% en 2025, y en los años posteriores se estima un crecimiento de 5% anual.

Siguiendo la misma línea, la participación del costo de ventas se proyecta en un 35% a lo largo de todo el periodo, lo que reflejaría una optimización importante. Los gastos operativos se proyectan en función del comportamiento de las ventas y de la evolución de la estructura que tendría una mayor eficiencia, por lo que se prevé que serían de un 44% de las ventas.

La utilidad neta generada denotaría crecimientos en cada año, lo que reflejaría retornos sobre el patrimonio adecuados, siempre superior a 10%.

RESULTADOS E INDICADORES	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	PROYECTADO							
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	7.112	7.823	8.214	8.625	9.056	9.509	9.984	10.483
Utilidad operativa (miles USD)	1.493	1.643	1.725	1.811	1.902	1.997	2.097	2.201
Utilidad neta (miles USD)	815	827	938	1.038	1.138	1.238	1.322	1.401
EBITDA (miles USD)	1.959	2.179	2.234	2.346	2.436	2.531	2.631	2.736
Deuda neta (miles USD)	3.845	3.116	2.373	1.547	700	(200)	(1.135)	(2.099)
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	709	1.449	1.495	1.623	1.690	1.790	1.873	1.952
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(128)	(141)	(148)	(156)	(164)	(172)	(180)	(189)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	225	1.250	1.079	994	975	(128)	(955)	(1.989)
Razón de cobertura de deuda DSCRC	8,72	1,74	2,07	2,36	2,50	-19,73	-2,76	-1,38
Capital de trabajo (miles USD)	(781)	(675)	(699)	(741)	(174)	499	1.366	2.374
ROE	12,94%	11,75%	11,88%	11,74%	11,52%	11,26%	10,84%	10,40%
Apalancamiento	0,94	0,76	0,60	0,46	0,33	0,27	0,23	0,21

Fuente: DIMOLFIN S.A.

En el Estado de Situación Financiera se prevé incrementos en las cuentas por cobrar debido al aumento de las ventas a crédito a clientes, por lo que los días de cartera alcanzarían 25 días hacia adelante, y presentarían mejores que los días de pago proyectados, aspecto que beneficiaría a los flujos de la empresa.

Se prevé renovaciones con entidades financieras, aunque en menor medida de lo histórico, situación que es posible a través de los flujos de actividades de operación positivos que se generarían, lo que incluso permitiría el pago de la deuda con costo, así como el financiamiento de las inversiones realizadas. Cabe destacar que se proyecta la colocación total de la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de USD 3 millones, la misma que se iría amortizando hasta el año 2031.

Se estima que los resultados proyectados para todos los años permitirán fortalecer el patrimonio de la empresa. Con ello, el patrimonio evidencia una tendencia creciente durante el periodo proyectado, permitiendo niveles de apalancamiento que se podrían mantener cercanos a 1.

FACTORES DE RIESGO

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 puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.
- 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.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de *software* contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son activos libres de gravamen. 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, clima, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de distintas pólizas de seguros que mantienen sobre los activos.
- 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.
- Los inventarios son 1,48% de los activos, por lo cual existe riesgo mínimo de que estos sufran daños por mal manejo o almacenamiento.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene DIMOLFIN S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 310 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden a 3,27% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión 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, no existiría un efecto negativo en los flujos de la empresa. Sin embargo, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas, manteniendo un riguroso proceso de cobranza. En el caso puntual de FEEDPRO S.A. el riesgo se mitiga al tener una operatividad muy cercana.

INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A B	3.000.000	1.800 2.520	9,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Garantía específica	Fianza solidaria otorgada por Jorge Luis Susá Gómez y María Emilia Bermúdez Velíz por la suma de hasta USD 3.000.000, para garantizar el pago de las obligaciones que vaya a contraer la compañía, producto de la presente emisión de obligaciones.					
Destino de los recursos	20% para la sustitución de pasivos con instituciones financieras privadas locales y 80% restante, para financiar el capital de trabajo de la empresa: adquisición, compra y financiamiento de activos para el giro propio de la empresa, pago de sueldos y salarios, pago de impuestos, pago a proveedores y pagos a personas no vinculadas.					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras exista obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de los activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a (1,25) 					
Resguardo Adicional	DIMOLFIN S.A. entregará al representante de los obligacionistas los recursos equivalentes a una cuota de capital e intereses a fin de que estos recursos sean aportados a un fondo de inversión administrado por alguna de las Administradoras de Fondos de Inversión del país. Este fondo se irá incrementando conforme se vayan colocando las obligaciones y será utilizado por el representante de los obligacionistas para cubrir cualquier requerimiento de pago de los dividendos de la presente Emisión de Obligaciones. Este fondo se mantendrá disponible durante la vigencia de la antedicha Emisión de Obligaciones, y DIMOLFIN S.A., se compromete a reponer el valor del mismo las veces que fuere necesario.					

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Límite de endeudamiento	Mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectados al pago de intereses equivalente hasta el ochenta por ciento (80%) de los activos de la empresa.
-------------------------	--

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Obligaciones de DIMOLFIN S.A. que ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



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

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo