

CALIFICACIÓN:

Novena Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/a

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

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 Novena Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A. en comité No.150-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 14 de junio 2023; 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 de corte abril de 2023. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 15 de mayo de 2023 por un monto de hasta USD 6.000.000)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La industria siderúrgica es un sector clave en el país debido a su importancia en la economía y el impacto catalizador que genera en distintos rubros productivos. En Ecuador, se ha desarrollado principalmente la producción de acero largo, que se utiliza principalmente en la construcción. Es importante mencionar la estrecha relación entre la industria de la siderurgia y la evolución del sector de la construcción que percibió un aumento en el volumen de crédito, lo cual genera una mayor capacidad de desarrollo. El BCE presentó en sus previsiones para 2023 un crecimiento de 3,5% para el sector de construcción, que será fundamental para el sector de metales. A pesar de la escasa diferenciación en los productos y la alta competencia en la industria del acero, DIPAC MANTA S.A. mantiene un buen posicionamiento en el mercado, ubicándose dentro del top 5 de empresas por nivel de ingresos.
- La amplia trayectoria y experiencia de DIPAC MANTA S.A. en el mercado han contribuido al desarrollo de una administración transparente y objetiva liderada por la Junta General de Accionistas y por el Directorio no estatuario. La compañía cuenta con varias políticas y procesos definidos para asegurar el registro continuo y la gestión objetiva de la compañía, así como un personal capacitado y con experiencia en el sector. Esto le ha permitido contar con 23 centros de ventas ubicados en las principales ciudades del país, conformando la mayor red comercial de acero en el Ecuador, consolidándose como un referente en el medio.
- Los ingresos de DIPAC MANTA S.A. provienen principalmente de la comercialización de productos de acero realizada directamente al consumidor final, para 2022 58,73% del total de las ventas, por lo que obtiene un mayor margen, diversificación de clientes y contribuye de forma importante a la generación de flujo de efectivo a través de actividades de operación. Se destaca la alta rentabilidad financiera que se compara de manera favorable frente a inversiones de riesgo similar. Los activos de la empresa han estado concentrados principalmente en inventarios denotando una excelente gestión de aprovisionamiento, lo que le permitió mantener la tendencia creciente en ventas y un ROE 20% para 2022.
- DIPAC MANTA S.A. muestra una estructura de financiamiento principalmente con obligaciones con el Mercado de Valores e instituciones financieras. El índice de apalancamiento en promedio se ha mantenido en valores cercanos a 1 evidenciando la capacidad de la empresa de acceder a nuevas fuentes de financiamiento, en caso de requerirlo. La deuda financiera adquirida por la empresa se ha destinado a la expansión del negocio y ha sido pagada mediante el flujo generado por DIPAC MANTA S.A. gracias a la gestión operativa eficiente, lo que a su vez le ha permitido la repartición constante de dividendos a los accionistas.
- Bajo un escenario conservador que considera el comportamiento pasado de la empresa y la economía del país en general, las proyecciones realizadas prevén resultados constantemente positivos lo que permitiría una cancelación oportuna de la deuda con costo de la compañía, esto incluye el instrumento analizado. El Flujo Libre de Efectivo se mantendría positivo durante todo el periodo proyectado consecuentemente la empresa mantendría una política de reparto de dividendos sin poner en riesgos los pagos de la emisión ni de las otras obligaciones.
- La emisión de obligaciones bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y está amparada por Garantía General. El 100% de los fondos que recaude DIPAC MANTA S.A. servirán para sustituir pasivos con instituciones financieras, a cargo de la compañía y para que ésta obtenga el capital de trabajo requerido para la operación.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de DIPAC MANTA S.A. provienen principalmente de la comercialización de productos de hierro o acero realizada directamente al consumidor final. Para 2020 la venta realizada al consumidor final alcanzó un monto de USD 37,83 millones manteniendo una participación de 61,90%. De igual forma, para 2021 la concentración de ventas se mantuvo en la línea de comercialización directa con el cliente final siendo esta de 61,44% lo que le permite a la compañía obtener un mayor margen, mantener una diversificación adecuada de clientes y soportar de mejor manera eventuales contracciones en el sector de la construcción a nivel nacional.

Para 2022 los ingresos evidenciaron un incremento de 10,46% en comparación con 2021, principalmente por el crecimiento de 39,77% (+USD 4,06 millones) en ventas del segmento de estructurales. La concentración de ventas se mantuvo en ventas realizadas al consumidor final mitigando el riesgo de dependencia en un solo cliente, con una participación de 58,73%.

Durante los últimos años, el costo de ventas de la empresa experimentó fluctuaciones considerando que el costo de materia prima del acero depende del precio de cotización en el mercado internacional. En el periodo 2020-2021, el costo de ventas representó 61,32% y 53,69% del total de ingresos respectivamente, mientras que en 2022 ascendió 72,90% debido a cambios en los costos de la materia prima a nivel internacional. Para abril de 2023 el costo de venta representó 73,17% (USD 21,08 millones) mientras que a abril de 2022 fue 71,09% (USD 24,45 millones) debido a cambios en los costos de adquisición de la materia prima.

El EBITDA tuvo un comportamiento en función de las fluctuaciones de la utilidad operativa y alcanzó USD 11,63 millones en 2020, mientras que para 2021 fue de USD 27,60 millones que cubrió los gastos financieros en 15,06 veces los gastos financieros, los años de pago con EBITDA llegarían a ser menores que uno. Para 2022, el EBITDA alcanzó el valor de USD 12,83 millones lo que cubrió el gasto financiero en 6,17 es importante destacar que a pesar de la reducción en la cobertura los años de pago con EBITDA se mantendrían menores que uno.

Los activos de DIPAC MANTA S.A. han mantenido un comportamiento creciente, pasando de USD 50,19 millones en 2020 a USD 67,91 millones en 2021. Este incremento de 35,29% fue ocasionado principalmente por la fuerte adquisición de inventarios de la empresa. Para diciembre de 2022 el total de activos presentó un incremento marginal alcanzando USD 68,24 millones y se concentró fundamentalmente en inventarios, con una participación de 45,64% del total del activo, incluyendo el valor de mercancías en tránsito, correspondiente principalmente a materia prima y en efectivo y equivalente al efectivo (21,23%).

Históricamente DIPAC MANTA S.A. ha mantenido la concentración del activo en el corto plazo representando en promedio 67,31% en 2020 y 2021. Para 2022 esta participación aumentó a 72,79% del total del activo, año en el cual en el corto plazo se registraron cuentas significativas como inventarios con 45,64% de participación y efectivo y equivalente con 21,23% de participación y cuentas con menor peso como: anticipo a proveedores (2,76%) y documentos por cobrar comerciales vigentes (2,09%). En el largo plazo la empresa mantiene propiedad, planta y equipo; que para 2022 representó 26,32% del activo, tomando en cuenta terrenos, construcciones en curso y la respectiva depreciación y derechos de uso (1,43%). Para abril de 2023 la tendencia de concentración de activos se mantiene en el corto plazo con una participación de 74,09% del total de activos manteniendo una distribución similar a la previamente mencionada.

El financiamiento con costo es la principal fuente de fondeo externo y el comportamiento registrado históricamente se atribuye a las inversiones realizadas en abastecimiento de inventarios e importación de materia prima, especialmente de acero. La estructura de la deuda registró un cambio a partir de 2018 en donde la estrategia de la compañía planteó concentrar en el largo plazo únicamente la deuda con el Mercado de Valores y en corto plazo obligaciones con instituciones financieras. Esta estrategia se ha mantenido durante todo el periodo en estudio concentrando la deuda con entidades financieras en el corto plazo.

Durante 2022 la principal fuente de financiamiento con costo fueron las obligaciones mantenidas con el Mercado de Valores, tanto de corto como de largo plazo, representando 34,83% del pasivo. Para abril de 2023 la estructura de pasivos se mantuvo similar, siendo las obligaciones con el Mercado de Valores la fuente más representativa del pasivo (35,59%).

El patrimonio presentó un incremento durante el periodo analizado; en 2020 tomó valores de USD 16,91 millones, mientras que para 2021 el patrimonio cerró el año con un valor de USD 27,09 millones, principalmente por la ganancia netas del periodo que fueron 196% mayores que las del año pasado. El capital

suscrito y pagado de la compañía al 31 de diciembre de 2021 y 2020 comprende 580.800 acciones ordinarias de valor nominal de USD 1 dólar cada una, el cual está suscrito y totalmente pagado. De la misma manera, durante el 2021 la compañía declaró y pagó dividendos a sus accionistas por USD 8,21 millones (2020: USD 3,86 millones dividendos declarados). Para 2022 el patrimonio de la empresa incremento 25,54% por las ganancias acumuladas, tomando el valor de USD 34,02 millones lo que ocasionó que el patrimonio llegue a financiera 49,85% de los activos.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	ABRIL 2022	ABRIL 2023
	%			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	61.821	95.944	105.982	34.406	28.815
Utilidad operativa (miles USD)	10.500	26.436	11.432	4.953	3.352
Utilidad neta (miles USD)	6.213	18.397	6.920	3.251	1.898
EBITDA (miles USD)	11.634,54	27.601,20	12.833,11	4.952,73	3.352,27
Deuda neta (miles USD)	13.989	15.930	8.411	20.289	5.825
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	16.228	7.485	8.943	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.819	15.677	23.002	24.729	19.933
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	18.175	12.990	(2.552)	11.781	(7.964)
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,64	2,12	-5,03	0,42	-0,42
Capital de trabajo (miles USD)	6.429	19.110	28.386	26.842	28.874
ROE	36,74%	67,89%	20,34%	32,14%	15,85%
Apalancamiento	1,97	1,51	1,01	1,15	1,07

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020 – 2022 y Estados Financieros Internos abril 2022 y 2023.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

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. Es importante mencionar que GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. procedió a estresar las proyecciones realizadas por el estructurador financiero con la idea de analizar la capacidad de reacción de la compañía en situaciones adversas a las proyectadas, de esta manera se proyectó un escenario estresado.

La participación del costo de ventas no ha presentado una tendencia definida debido a que depende de la fluctuación del precio del acero. Para el 2023 se estima que la participación sobre las ventas se estabilizará alrededor de 75% debido al comportamiento de 2022, y se mantenga durante el resto de la vigencia de la presente Emisión.

Es importante mencionar que las ventas de la empresa están ligadas a la fluctuación del precio del acero, tomando en cuenta el comportamiento histórico en cuanto al precio del *commodity* se estima que para 2023 las ventas disminuyan 5% y se estabilicen en el futuro con un crecimiento de aproximadamente 3% para los años de vigencia de la Emisión.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará para el año 2023 como consecuencia de la reactivación económica. Se estimó que los días de cartera se ubicarían en valores en torno a los 6 días, al compararse con la proyección de días de pago, superiores a los 30 días en los próximos años, revelan una situación de flujos muy favorable.

En cuanto a los inventarios, la compañía mantiene un stock importante de existencias como eje estratégico de su gestión comercial. En este sentido, la proyección analiza en su conjunto el valor del inventario y de mercaderías en tránsito, monto que a diciembre de 2022 tenía un valor combinado de USD 31,14 millones. Por otro lado, para 2023 dicho valor alcanzaría los USD 34,61 millones, siempre manteniéndose alrededor de los 135 días de inventario, por debajo de los 183 días de 2021 y superior a los 118 días de 2022.

El esquema de activos proyectado junto a las utilidades estimadas y los gastos que no requieren desembolso permitirían alcanzar niveles de flujos de efectivo provenientes de actividades operativas importantes. Esta cantidad de recursos permite financiar un incremento en inversiones, cancelar deuda con entidades financiera y pagar dividendos por un monto estimado de USD 19 millones correspondientes a 2022 que serían pagados en el segundo semestre de 2023 y de aproximadamente USD 5 millones todos los años posteriores. La política de dividendos podría indicar un reparto aún mayor lo que tendría como consecuencia una cancelación más extendida en el tiempo de las obligaciones con costo.

La empresa mantendría una estructura de financiamiento similar a la del año 2022, con deuda con el Mercado de Valores en el largo plazo y obligaciones con entidades financieras de corto plazo. Con este esquema se estima que la empresa adquiriría nuevas emisiones de obligaciones en el periodo de vigencia de la presente

emisión. Por efecto de lo mencionado, la deuda se mantendría en valores cercanos a los USD 20 millones, similar a los USD 22,9 millones de 2022.

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	100.683	103.703	106.814	110.019	113.319	116.719	120.221	123.827
Utilidad operativa (miles USD)	7.273	8.447	9.685	9.888	10.094	10.302	10.513	10.727
Utilidad neta (miles USD)	3.523	4.129	4.932	5.051	5.178	5.436	5.542	6.176
EBITDA (miles USD)	8.673,41	9.847,89	11.085,52	11.288,80	11.494,72	11.703,20	11.914,20	12.127,63
Deuda neta (miles USD)	23.184	21.168	21.160	20.203	19.563	19.036	19.663	19.329
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	2.425	3.515	5.432	5.425	5.520	6.434	5.775	6.383
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	23.678	25.191	25.828	26.669	27.536	27.652	28.552	29.409
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	15.387	15.352	12.451	13.089	12.459	11.265	14.065	9.864
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,56	0,64	0,89	0,86	0,92	1,04	0,85	1,23
Capital de trabajo (miles USD)	16.442	21.198	21.633	23.092	25.088	22.756	27.281	25.362
ROE	16,35%	16,47%	19,34%	19,03%	18,61%	19,17%	19,58%	21,09%
Apalancamiento	1,75	1,43	1,42	1,33	1,26	1,22	1,25	1,21

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020 – 2022 y Estados Financieros internos abril 2022 y 2023.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como la 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. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y 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.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector, incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores, lo 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 DIPAC MANTA S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de ventas con consumidores finales, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo mediante 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.
- La fluctuación significativa en el precio del acero puede afectar la estructura de costos de la empresa y, por lo tanto, su rentabilidad. Además, una disminución en el precio del acero puede generar una caída en la demanda de productos de la compañía, lo que podría afectar su posición en el mercado y su capacidad para generar flujo de efectivo suficiente para cumplir con sus compromisos financieros. Es importante mencionar que la compañía ha implementado estrategias para reducir este riesgo, como la diversificación de sus proveedores de acero y la implementación de contratos de largo plazo que les permiten mitigar el riesgo de fluctuaciones a corto plazo.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respalda la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de 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 para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos con la aseguradora Ecuatoriano Suiza S.A.

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

INSTRUMENTO

NOVENA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	MONTO (USD) 6.000.000	CLASES A B	PLAZO (DÍAS) 1.800 2.520	TASA FIJA ANUAL 8,00% 8,50%	PAGO DE CAPITAL Trimestral Trimestral	PAGO DE INTERESES Trimestral Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	No aplica					
Destino de los recursos	El 100% de los fondos que recaude DIPAC MANTA S.A. servirán para sustituir pasivos con instituciones financieras, a cargo de la compañía y para que ésta obtenga el capital de trabajo requerido para su operación.					
Estructurador financiero	Albión Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Albión Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Gonzalo Córdova Abogados Cia. Ltda.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ 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. 					
Límite de endeudamiento	DIPAC MANTA S.A. se compromete a mantener de forma anual, al cierre de cada ejercicio fiscal, una relación de pasivos con costo sobre activos totales menor o igual a 85%, siempre y cuando los pasivos con costo no estén afectados con la garantía de activos.					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Novena Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA 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

