

CALIFICACIÓN:

Séptima 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

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A. en comité No. 269-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de septiembre de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte a agosto de 2021. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 16 de agosto de 2021 por un monto de hasta USD 6.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La siderurgia es una industria básica para el desarrollo económico del país, al ser una actividad fundamental dentro de las cadenas de valor de diversos sectores productivos. La producción de acero crudo en Ecuador es marginal frente a la de otros países de la región y la industria se enfoca en productos de acero largo, que abastecen principalmente al sector de la construcción. La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Específicamente en el negocio de transformación de acero y elaboración de productos para la construcción y metalmecánica, DIPAC MANTA S.A. mantiene un buen posicionamiento en el mercado y está haciendo esfuerzos por ampliar su cobertura a través de una mayor presencia geográfica.
- DIPAC MANTA S.A. es una compañía con amplia trayectoria y experiencia en el mercado y cuenta con una estructura bien definida. La compañía tiene un Directorio no estatutario que es responsable de los lineamientos estratégicos, lo que evidencia una administración transparente y objetiva, que le ha permitido posicionarse como referente en el medio.
- La compañía mostró una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros suficiente y holgada en el periodo analizado, con valores muy superiores a la unidad. Mantiene una cobertura atractiva sobre la deuda con costo de corto plazo y largo plazo, y existió una relación favorable de años de pago con EBITDA y años de pago con flujo libre de efectivo, lo cual refleja una posición sólida de solvencia. La compañía mantuvo un rendimiento sobre patrimonio y activos que se compara de manera favorable frente a inversiones alternativas.
- DIPAC MANTA S.A. mantuvo un Flujo Libre de Efectivo positivo durante todo el periodo analizado, lo que demuestra la capacidad del Emisor para generar flujo derivado de las actividades ordinarias independientemente del comportamiento de las ventas, incluso en escenarios de estrés y ante un entorno menos favorable. Este comportamiento es una consecuencia del calce adecuado del promedio de días de cobro y días de pago.
- La Emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y está amparada por garantía general.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía provienen de la venta de diversos productos destinados a la construcción y metalmecánica, así como de la gestión de proyectos de infraestructura y servicios de corte. En el análisis histórico, el Emisor registró una tendencia creciente en el nivel de ventas entre 2017 y 2019 que se revirtió para el 2020 como consecuencia de la crisis derivada de la emergencia sanitaria del Covid 19. Durante 2021 el consumo doméstico de acero a nivel mundial impulsó al alza el precio del commodity, al ser un recurso escaso, lo que influyó de manera positiva sobre las ventas y el margen de la compañía. De esta manera, presentó un crecimiento de 63% en el nivel de ventas en dólares en el comparativo interanual. Al comparar el desempeño en kilos vendidos existió, un incremento de 24%, lo que supone que la reactivación económica y el precio internacional del acero influyeron positivamente durante 2021.

Dada la estructura operativa, los gastos operacionales fueron flexibles y variaron de acuerdo con el comportamiento de las ventas, lo que permitió mantener resultados estables y positivos en todo el periodo analizado, incluso ante condiciones menos favorables del entorno. Consecuentemente, el margen bruto el margen operativo mantuvieron valores crecientes durante los últimos años. La compañía se orienta en la transformación y distribución de los productos a consumidores finales, lo

que le representa un mayor margen de contribución. La estrategia implementada y el enfoque estratégico repercutieron en indicadores atractivos de rentabilidad sobre patrimonio y sobre activos. En promedio, el retorno sobre el patrimonio alcanzó el 43% y el retorno sobre los activos el 14%, indicadores que se comparan favorablemente frente a inversiones alternativas.

El financiamiento con costo es la principal fuente de fondeo externo, correspondiente a obligaciones con entidades financieras y el Mercado de Valores. Este rubro presentó un comportamiento decreciente en el periodo analizado, y pasó de representar el 82% del total de pasivos en 2018 a 51% en 2020, producto de un incremento en el apalancamiento operativo mediante recursos de proveedores, lo que elevó la representatividad de las cuentas por pagar dentro del pasivo. Históricamente, las obligaciones con costo se concentraron en el corto plazo, de acuerdo con el financiamiento del proceso de importación de materia prima, el cual dura alrededor de seis meses. La porción de largo plazo corresponde, en su mayoría, a instrumentos emitidos en el Mercado de Valores, en el cual la compañía ha participado de manera recurrente desde el año 2013.

La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros mostró un comportamiento decreciente a partir de 2018; sin embargo, evidenció una cobertura suficiente y holgada en el periodo analizado, con valores superiores a 4,83 veces. A partir de 2020 se revirtió dicha tendencia. Adicionalmente, la compañía presentó una cobertura atractiva sobre la deuda con costo de corto plazo, lo que exhibe una posición sólida de solvencia. No obstante, los gastos por concepto de intereses impulsaron al alza el servicio de la deuda y deterioraron la relación, por lo cual se registró para algunos periodos una cobertura de la deuda inferior a la unidad. La compañía presentó históricamente una relación favorable de años de pago con EBITDA y años de pago con flujo libre de efectivo.

RESULTADOS E INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGO 2020	AGO 2021
	REAL			PROYECTADO						INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	77.946	78.599	61.821	90.877	93.603	96.411	99.304	102.283	105.351	36.285	59.238
Utilidad operativa (miles USD)	13.458	11.995	11.973	26.237	16.803	17.480	17.881	18.800	19.229	4.531	19.828
Utilidad neta (miles USD)	7.157	5.869	6.213	16.186	9.717	9.980	10.158	10.869	11.113	2.380	11.945
EBITDA (miles USD)	14.375	13.289	13.362	27.626	18.192	18.869	19.270	20.189	20.618	5.283	20.609
Deuda neta (miles USD)	28.805	23.177	13.950	15.856	24.310	25.599	25.625	25.153	24.641	17.617	22.459
Flujo libre de efectivo (miles USD)	4.065	14.224	16.228	7.361	9.787	10.382	11.709	11.885	12.635	10.548	1.175
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	22.320	21.539	4.849	18.880	20.009	21.240	21.878	22.534	23.210	18.213	31.424
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	16.296	23.162	18.126	13.097	11.232	21.777	21.984	23.859	21.709	13.568	11.755
Razón de cobertura de deuda	0,88	0,57	0,74	2,11	1,62	0,87	0,88	0,85	0,95	0,58	2,63
Capital de trabajo (miles USD)	10.002	3.474	6.429	16.722	7.387	9.137	6.603	9.302	7.336	2.932	8.273
ROE	45,1%	40,3%	36,7%	65,0%	52,8%	53,4%	53,9%	55,5%	56,1%	22,4%	86,8%
Apalancamiento	2,29	2,54	1,97	1,23	2,09	2,16	2,14	2,06	2,03	2,14	1,79

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Para el cierre de 2021, bajo un escenario conservador, se estima un crecimiento de 47% en las ventas. Conforme la economía se reactive y retome los niveles de operación normal, se esperan niveles de crecimiento ralentizados de 3% desde 2022 en adelante. Tal proyección estresa la realizada por el estructurador financiero, quien consideró un crecimiento de 50,08% en los ingresos. La participación del costo de ventas sobre las ventas presentó un comportamiento decreciente entre 2018 y 2020, y para 2021 disminuyó fruto de factores exógenos hasta alcanzar el 53,57%, lo que incrementó los márgenes de la compañía. Bajo un escenario conservador, se prevé una participación del costo de 57% para 2021 y de 65,50% para periodos posteriores, retomando progresivamente valores históricos. Este escenario es conservador frente al planteado por el estructurador financiero.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, y mantendrán la estructura flexible y variable, de acuerdo con el comportamiento histórico. Por su parte, los gastos financieros responderán a las deudas con costo, proveniente de entidades bancarias y del Mercado de Valores.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará para el año 2021 como consecuencia de la reactivación económica. Se consideró un promedio de recuperación de cartera de ocho días para el periodo proyectado, coherente con el comportamiento histórico. En cuanto a los inventarios, la compañía mantiene un stock de mercadería terminada como eje estratégico de la gestión comercial, por lo

que una recuperación en la economía supondría un incremento en los niveles de inventarios para periodos futuros, que alcanzarán montos cercanos a los USD 31 millones. Se proyecta un periodo promedio de rotación de inventarios de 140 días, que se estabilizará en 130 días para años posteriores. El aprovisionamiento de existencias implicaría un mayor apalancamiento en los proveedores, por lo que se proyecta un plazo promedio de pago de 23 días para 2021 y de 21 días para los siguientes años, situación que ya se materializa hasta agosto de 2021. Las premisas utilizadas resultan conservadoras frente al promedio histórico y a las proyecciones del estructurador financiero.

La proyección asume nuevas incursiones en el Mercado de Valores, lo que supondría una mejor estructura de financiamiento, una mayor concentración en el largo plazo y una menor necesidad de financiamiento de corto plazo, y disminuiría la participación del pasivo corriente sobre el total de pasivos. Se prevé una menor participación relativa de la deuda con costo sobre el pasivo total, de acuerdo con los mayores resultados proyectados, que desencadenan en una menor necesidad de apalancamiento por parte de la compañía. Se estima que la necesidad operativa de fondos alcance valores cercanos a los USD 20 millones para el periodo 2021- 2026.

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, a lo que se suma la incertidumbre generada del proceso de vacunación y de las nuevas olas potenciales de contagio del virus. 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

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible 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 colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, la reactivación que ya se vislumbra aparejada del esfuerzo de vacunación que se está llevando a cabo permite reducir el riesgo del entorno tanto en el corto como en el largo plazo. Adicionalmente, la reactivación gradual de las actividades económicas mejora la liquidez circulante y reduce el riesgo del entorno. Asimismo, la compañía mitiga el riesgo por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas, la mayor parte de las ventas de la compañía se realizan al contado.
- 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 ventas con consumidores finales, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Fluctuaciones en el precio de la materia prima en el mercado internacional, que puede elevar los costos de producción y reducir el margen bruto. La compañía mantiene un adecuado seguimiento del ciclo del precio del acero, lo cual le permite planificar sus operaciones con anticipación y controlar el margen de ganancia.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee 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.

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 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 inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía al ser éstos el 58% del total de activos. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos con 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

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES					
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	USD 6.000.000	1.800 días	7,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	Los recursos captados en virtud del proceso de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo servirán para sustituir pasivos con instituciones financieras a cargo de la compañía y para capital de trabajo que ésta requiere para su operación (se entiende como capital de trabajo las cuentas denominadas cuentas por cobrar, inventarios y bancos).				
Estructurador financiero	Albion Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Albion Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abogados Cía. 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. 				

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El Informe de Calificación de Riesgos de la Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A, 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

PERFIL EXTERNO
ENTORNO MACROECONÓMICO
DESEMPEÑO ECONÓMICO: EXPECTATIVAS DE RECUPERACIÓN

La economía mundial presentó una contracción sin precedentes en 2020 como resultado de la emergencia sanitaria y de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. No obstante, la caída al cierre del año fue menor a la esperada debido a las políticas de alivio implementadas por ciertos gobiernos, que limitaron el efecto económico de la pandemia, y a la mejora en el desempeño productivo durante el segundo semestre del año, atada al levantamiento de cuarentenas y a la capacidad de adaptación de las economías a la nueva normalidad¹. La crisis sanitaria generó efectos adversos y desiguales entre las economías avanzadas y en desarrollo, con mayor impacto sobre aquellas dependientes del turismo, exportadoras de commodities y con una capacidad de respuesta limitada por el estrecho margen fiscal. Asimismo, los efectos más adversos se evidenciaron sobre los pobres, los jóvenes desempleados, aquellos con empleos informales, y los sectores con mayor dependencia de las interacciones y el contacto humano.

La economía mundial ganó fuerza durante el primer semestre de 2021, principalmente en las economías avanzadas que gozaron de un importante apoyo fiscal y de un significativo avance en los programas de vacunación que limitaron la propagación del virus. No obstante, ciertas economías emergentes, en donde el acceso a las vacunas es limitado, todavía sufren de fuertes brotes de Covid-19 con cepas más agresivas, lo que limita la reactivación económica. No obstante, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) mejoraron las proyecciones de crecimiento mundial para 2021, debido a las expectativas económicas en las economías avanzadas y la velocidad de los programas de vacunación². La recuperación variará significativamente entre países, según el acceso a intervenciones médicas, la efectividad de políticas implementadas, las condiciones estructurales con las que enfrentaron la crisis, el grado de incremento en la desigualdad de ingresos y en los niveles de pobreza, la velocidad de vacunación, entre otros factores. Existe amplia incertidumbre sobre los pronósticos de crecimiento y su durabilidad, atada a la posible evolución de la pandemia y sus efectos económicos de mediano y largo plazo.

CRECIMIENTO ECONÓMICO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021	2022
		REAL	REAL	REAL	ESTIMADO	PROYECTADO	PROYECTADO
Economía mundial	FMI	3,81%	3,51%	2,80%	-3,27%	6,03%	4,42%
	Banco Mundial	3,30%	3,20%	2,50%	-3,50%	5,60%	4,30%
Economías avanzadas	FMI	2,53%	2,24%	1,65%	-4,71%	5,14%	3,63%
	Banco Mundial	2,50%	2,30%	1,60%	-4,70%	5,40%	4,00%
Economías emergentes	FMI	4,82%	4,48%	3,66%	-2,20%	6,67%	4,98%
	Banco Mundial	4,50%	4,60%	3,80%	-1,70%	6,00%	4,70%
América Latina	FMI	1,35%	1,06%	0,03%	-7,01%	4,62%	3,10%
	Banco Mundial	1,90%	1,80%	0,90%	-6,50%	5,20%	2,90%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,01%	-7,50%	2,50%	1,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,80%	3,40%	1,40%
	BCE	2,37%	1,29%	0,01%	-7,75%	2,75%	-
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	BCE	104.296	107.562	107.436	98.808	102.561	-
Ecuador PIB Real (millones USD)	BCE	70.956	71.871	71.879	66.308	68.135	-

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial, Banco Central del Ecuador (BCE).

América Latina y el Caribe fue la región más afectada durante 2020 ya que afrontó la pandemia desde una posición débil³, con un desempeño económico deficiente durante los últimos cinco años. Las medidas para controlar la propagación del virus, la aversión al riesgo entre hogares y empresas y los efectos indirectos de la recesión económica mundial contrajeron fuertemente el PIB de la región. Adicionalmente, las deficiencias en los sistemas de salud y los niveles de informalidad agravaron los brotes de la pandemia. No obstante, la caída en la economía regional fue inferior a la prevista, debido al aumento en las exportaciones tras el repunte de la manufactura mundial. Las perspectivas económicas para 2021 consideran una recuperación leve y de velocidades variadas entre los países de la región, fundamentada en la mejora de las exportaciones, el progreso moderado en la vacunación y el levantamiento de restricciones de movilidad. Sin embargo, la recuperación no será suficiente para alcanzar los niveles previos a la pandemia². Factores como disturbios sociales, propagación de nuevas cepas del virus y programas de vacunación más lentos a lo esperado podrían deteriorar el crecimiento económico en la región.

¹Fondo Monetario Internacional. (2021, abril). *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries*. Washington D.C.

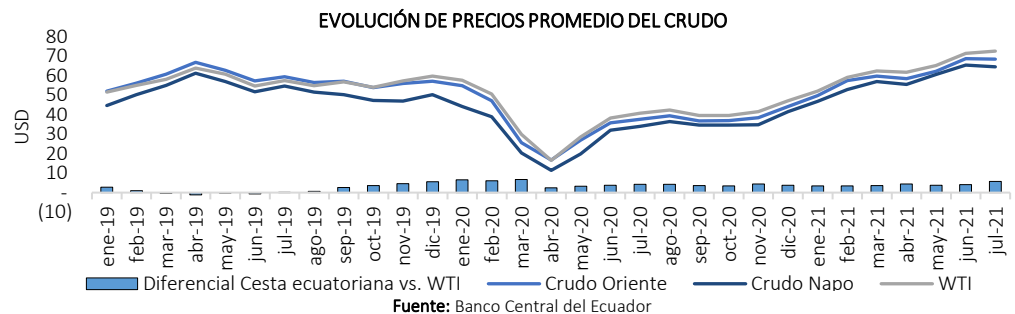
²Banco Mundial (2021, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

³ 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*.

La economía ecuatoriana decreció a partir de 2019 por aspectos como la consolidación fiscal, el compromiso de ajuste ante el FMI y los disturbios sociales⁴. Al cierre de 2020 Ecuador decreció en 7,75%, debido a los efectos de la pandemia, que contrajeron los niveles de inversión en 11,91% y redujeron el consumo de los hogares en 6,99%. Además, la crisis fiscal que afronta el país, incluso desde antes de la emergencia sanitaria, limitó la capacidad de respuesta del Gobierno y redujo el gasto público en 6,12%. Durante el primer trimestre de 2021 el PIB nacional cayó en 5,57% frente al mismo periodo de 2020; esta caída es la más baja desde el inicio de la pandemia y responde, en parte, a una reducción de USD 617 millones en las ventas locales durante el mismo periodo. Las previsiones de multilaterales y del Banco Central del Ecuador (BCE) coinciden en que la economía presentará una recuperación en 2021, en función de la mejora en el consumo y la inversión, pero no alcanzará los niveles previos a la crisis sanitaria. Las proyecciones señalan que la economía ecuatoriana será la de menor crecimiento de la región, sin contar Venezuela^{1,2}. No obstante, la velocidad del plan de vacunación, que se fijó como objetivo prioritario del nuevo Gobierno, se ha convertido en la base de la reactivación económica y podría impulsar el crecimiento del país por encima de las estimaciones.

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

El desempeño de la economía ecuatoriana es altamente dependiente del petróleo, por lo cual, cuando sus precios en mercados internacionales y los niveles de producción son adecuados, la economía del país crece, mientras que cuando la industria petrolera se contrae, la economía se estanca. Durante 2021 el precio del crudo ha crecido sostenidamente, atado a la vacunación masiva a nivel mundial, al levantamiento y flexibilización de restricciones y cuarentenas, y a los recortes en la producción de los países miembros de la OPEP+. Algunos analistas proyectan un comportamiento positivo en el precio internacional del petróleo durante el segundo semestre del año, que podría alcanzar niveles cercanos a los USD 100 por barril, impulsado por el fortalecimiento de la demanda mundial⁵. De hecho, en septiembre de 2021 los precios del crudo alcanzaron niveles récord en los últimos tres años (USD 80), debido a una escasez relativa en la oferta para hacer frente a la recuperación agresiva de ciertas economías. Posibles ajustes en las tasas de interés a nivel mundial para controlar los niveles de inflación, y el avance de la variante delta del Covid-19 que amenaza la recuperación de la demanda podrían presionar los precios a la baja⁶. En julio de 2021, el petróleo WTI se cotizó a un promedio de USD 72,58 el barril⁷, con una recuperación de 78,11% respecto a julio de 2020.



En línea con la tendencia internacional, el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo un comportamiento creciente durante 2021, alcanzando para el mes de julio un valor de US 66,84, con una caída mensual de 0,68% y una recuperación interanual de 83,24%⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano presentó un comportamiento estable durante 2021 alcanzando un nivel de USD 5,74 en julio de 2021. Durante julio de 2021 se produjeron 15,28 millones de barriles a nivel nacional, con un promedio diario de 493 barriles. El 78,40% fue producción pública y el 21,60% fue producción privada⁹. El Gobierno ecuatoriano planteó el desarrollo de una nueva política hidrocarburífera para duplicar los niveles de producción durante el actual período presidencial, para lo cual se expidió un reglamento en julio de 2021. Sin embargo, la viabilidad operativa y financiera de este proyecto ha sido ampliamente cuestionada. Hasta el momento, se reiteró la intención incrementar la producción diaria de petróleo en 8% hasta diciembre de 2021 con el fin de cerrar el déficit fiscal¹⁰.

⁴ El Comercio. (2020, febrero). Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>
⁵ CNBC. (2021, julio). \$100 oil? Analysts share their Price forecasts after a strong rally in the first half of 2021. <https://www.cnbc.com/2021/07/02/oil-prices-analysts-on-the-outlook-for-crude-after-strong-first-half.html>
⁶ Expreso. (2021, julio). El crudo se desploma tras el pacto de la OPEP+ y por nuevos miedos a la COVID. <https://www.expreso.ec/actualidad/crudo-desploma-pacto-opec-nuevos-miedos-covid-108574.html>
⁷ Banco Central del Ecuador. (2021, septiembre). Información Estadística Mensual No. 2034 – Agosto 2021. 4.1.2b. Precios promedio del crudo ecuatoriano y del mercado internacional. https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IE_Mensual.jsp
⁸ Banco Central del Ecuador. (2021, agosto). Información Estadística Mensual No. 2034 – Agosto 2021.
⁹ BCE. (2021, septiembre). 4.4.1. Producción Nacional de Petróleo Crudo y sus Derivados. Información Estadística Mensual No. 2034 – Agosto 2021. https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IE_Mensual.jsp
¹⁰ El País. (2021, septiembre 22). Ecuador quiere extraer más petróleo para equilibrar sus cuentas. <https://elpais.com/internacional/2021-09-22/ecuador-quiere-extraer-mas-petroleo-para-equilibrar-sus-cuentas.html>

Las exportaciones petroleras cayeron en 39,5% entre 2019 y 2020, producto del deterioro de los precios y de la caída de la demanda. Además, la ruptura de las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) afectó la producción nacional y obligó al país a postergar exportaciones¹¹. Adicionalmente, existieron retrasos en la perforación de 22 pozos nuevos. Debido a la caída en el valor de las exportaciones, los ingresos petroleros en 2020 alcanzaron el 20% de las proyecciones para 2020¹². Para el primer semestre de 2021 las exportaciones petroleras aumentaron en 83,67% con respecto al primer semestre de 2020. Durante julio de 2021 las exportaciones de petróleo crudo ascendieron a USD 629 millones y el total de derivados de petróleo a USD 90 millones. Esto representa variaciones mensuales de -11,16% y 15,51%, e interanuales de 56,01% y 115,13%, respectivamente. El Presupuesto General de 2021 consideró un precio de USD 59,80 por barril. Con la aprobación de la Ley de Ordenamiento de Finanzas Públicas, se creó un Fondo de Estabilización Petrolera, que se alimentará de los ingresos de la explotación y comercialización de recursos naturales no renovables que superen a lo contemplado en el Presupuesto General del Estado, luego de descontar las preasignaciones dispuestas por Ley. El fondo iniciará su proceso de acumulación cuando se haya llegado a un porcentaje de deuda consolidada del 40% del PIB.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 12 años, debido a una agresiva política de inversión pública sumada a un elevado gasto corriente¹³, que se mantuvo para años posteriores pese a la caída en los ingresos petroleros. En 2020 el déficit global alcanzó los USD 5.724 millones¹⁴, cifra que, pese a ser menor a la esperada para el año, representa un deterioro con respecto a 2019, debido a la caída en los ingresos petroleros y en la recaudación tributaria, producto de la menor actividad económica.

Cerca del 40% de los ingresos del Estado provienen de la recaudación tributaria. Al cierre de 2020 esta se contrajo en 12,55%¹⁵ debido al deterioro en las ventas a nivel nacional. Con el fin de incrementar los ingresos, el Gobierno dispuso el pago anticipado del Impuesto a la Renta de las empresas grandes. Asimismo, la Ley de simplificación y Progresividad Tributaria, aprobada en 2019, estableció el cobro de impuesto a la renta del 2% de los ingresos a los microempresarios. Mediante decreto ejecutivo, se difirió el pago de este tributo hasta noviembre de 2021. Entre enero y agosto de 2021, la recaudación tributaria fue de USD 9.163 millones, monto que representa una mejora de 13% frente al mismo periodo de 2020. La mejora en la recaudación del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a la Renta son indicios de reactivación y recuperación económica. En septiembre de 2021 el Presidente presentó al legislativo el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades, que incluye una reforma tributaria que buscará controlar el gasto y las exenciones tributarias¹⁶.

En 2020, el Presupuesto General del Estado cayó en 9% frente al inicial, debido a los menores gastos operativos, a un menor gasto de capital, y a un menor pago de intereses producto de la renegociación de la deuda, entre otros. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de bandas, atado al comportamiento de los precios internacionales. Durante el primer semestre de 2021 el gasto cayó en 15,9% frente al mismo periodo de 2020, por lo que el déficit totalizó USD 1.750 millones. El Presupuesto General del Estado presentado por el Ejecutivo para 2021 asciende a USD 32.949 millones. Este contempla un déficit global de USD 4.813 millones, cifra que supone una baja de USD 911 millones frente al déficit de 2020 y que es equivalente al 4,63% del PIB.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2020	-5.724	41,58%
Déficit fiscal (% PIB)	2020	-5,79%	-1,99%
Recaudación tributaria neta (millones USD)	2020	11.527	-12,55%
Recaudación tributaria neta (millones USD)	enero - agosto 2021	9.163	13,00%
Deuda pública (millones USD)	julio 2021	63.091	6,38%
Deuda pública (% PIB)	julio 2021	61,52%	0,07%
Deuda interna (millones USD)	julio 2021	18.047	3,16%
Deuda externa (millones USD)	julio 2021	45.044	7,72%

Fuente: Ministerio de Finanzas y Servicio de Rentas Internas

Debido a los niveles de gasto público excesivos, a la dificultad para hacer recortes sustanciales y a la caída en los ingresos, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales depende de financiamiento

¹¹ El Comercio. (2020, abril). Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹² El Comercio (2020, enero). Ecuador inicia 2021 con esperanza de mejoras tras un mal año petrolero. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-mejora-petroleo-finanzas-ortiz.html>

¹³ 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>

¹⁴ Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, agosto). Proforma presupuestaria 2021 es enviada a la Asamblea Nacional. <https://www.finanzas.gob.ec/proforma-presupuestaria-2021-en-enviada-a-la-asamblea-nacional/>

¹⁵ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. Estadísticas de Recaudación.

¹⁶ Primicias. (2021, julio). Reforma tributaria se presentará en agosto y septiembre para discusión con la sociedad, dice ministro Simón Cueva. <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ministro-simon-cueva-dio-pistas-sobre-reforma-tributaria-que-se-sociabilizara-en-agosto-y-septiembre-de-este-ano-nota/>

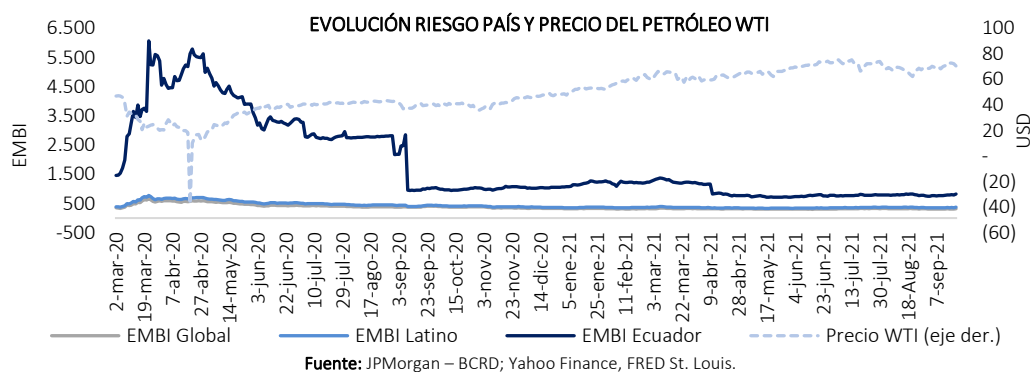
externo, lo que impulsó al alza la deuda pública durante los últimos años. En 2020 la deuda pública creció en USD 5.847 millones frente a 2019, y para julio de 2021 se redujo en USD 74 millones frente al cierre de 2020. Existió un alza en los compromisos con multilaterales, de los cuales el país se volvió dependiente durante la crisis sanitaria, y que para julio de 2021 ascendieron a USD 19.107 millones¹⁷.

En agosto de 2020 se renegociaron los vencimientos de USD 17.400 millones de bonos internacionales y se alcanzó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en el Marco del Servicio Ampliado. El primer desembolso de este acuerdo se dio en octubre de 2020 por USD 2.000 millones, monto que se destinó a cubrir atrasos del Gobierno, que ascendían a USD 3.600 millones. Tras la aprobación de la Ley Anticorrupción, en diciembre de 2020 se recibió el segundo desembolso por USD 2.000 millones, que permitió atender necesidades de salud, educación y protección social, y pagar atrasos a proveedores y a Gobiernos Autónomos Descentralizados. En septiembre de 2021 Ecuador llegó a un nuevo acuerdo a nivel de personal técnico con el FMI, con respecto a la segunda y tercera revisión del Programa de Servicio Ampliado, que revisa el cumplimiento de objetivos macroeconómicos. Esto permitirá al país acceder a un nuevo desembolso de USD 800 millones como parte del financiamiento para el Presupuesto General del Estado¹⁸. En diciembre de 2020 el FMI se convirtió en el principal acreedor multilateral, superando los valores adeudados a China. Para julio de 2021 este fue superado por el Banco Interamericano de Desarrollo, organismo al que el país adeuda USD 6.270 millones, superior a los USD 6.174 millones de deuda con el FMI y a los USD 5.169 millones con China.

En enero de 2021 Ecuador firmó un acuerdo con la Corporación Financiera Internacional para el Desarrollo de Estados Unidos por un crédito de hasta USD 3.500 millones, a 8 años y una tasa de 2,48% anual, que reemplazará parte de la deuda externa, principalmente con China. El desembolso de los recursos está atado a la monetización de activos del Estado de las áreas petrolera, de telecomunicaciones y eléctrica. En abril de 2021, el Banco Mundial aprobó USD 150 millones de financiamiento para Ecuador, rembolsable en 18 años, con un periodo de gracia de 5 años, monto que se destinó a la compra y distribución de vacunas, a la compra de equipos de protección para el personal de salud, y a campañas de comunicación para promover el acceso a la vacuna. En septiembre de 2021 el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) aprobó un crédito por USD 250 millones para promover la reactivación productiva, fortalecer el sistema de protección social y apoyar la sostenibilidad de las finanzas públicas¹⁹. En general, durante 2021, se prevé que el país recibirá USD 3.600 millones por parte de organismos multilaterales²⁰.

PERCEPCIONES DE RIESGO

El riesgo país de Ecuador presentó una tendencia creciente en 2020 y se disparó tras el desplome del precio del petróleo y la paralización de actividades económicas²¹. Con la renegociación de la deuda externa y el acuerdo con el FMI, el riesgo país mantuvo una tendencia decreciente, que se acentuó tras los resultados de las elecciones presidenciales en abril de 2021. Actualmente el riesgo país de Ecuador es de 808 puntos, y es el tercero más alto de América Latina, antecedido por Argentina (1.620) y Venezuela (26.831).



En septiembre de 2020 Fitch Ratings mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo ecuatoriana de RD a B(-) y Standard & Poor’s subió la calificación de SD a B(-), ambas con perspectiva estable, tras la renegociación de la deuda con los tenedores de bonos internacionales y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional²². En febrero de 2021, Moody’s reiteró la calificación “Caa3” para Ecuador, cambiando la

¹⁷ Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, julio). *Boletín de Deuda Pública Interna y Externa*. <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

¹⁸ Ministerio de Economía y Finanzas. (2021, septiembre). *Ecuador logra acuerdo técnico con el FMI*. <https://www.finanzas.gob.ec/ecuador-logra-acuerdo-tecnico-con-el-fmi/>

¹⁹ CAF – Banco de Desarrollo de América Latina. (2021, septiembre). *CAF aprueba USD 250 millones para apoyar la reactivación económica de Ecuador*. [https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2021/09/caf-aprueba-usd-250-millones-para-apoyar-la-activacion-economica-de-ecuador/](https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2021/09/caf-aprueba-usd-250-millones-para-apoyar-la-reactivacion-economica-de-ecuador/)

²⁰ Primicias. (2021, mayo). *Revisión técnica 'frena' desembolso de USD 400 millones del FMI*. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/millones-fmi-ministerio-finanzas/>

²¹ La Hora (2021, enero). *Reducción de riesgo país tomará más de cuatro años*. <https://lahora.com.ec/noticia/1102338476/reduccion-de-riesgo-pais-tomara-mas-de-cuatro-anos>

²² Fitch Ratings. (2020, septiembre). *Fitch Upgrades Ecuador to 'B-'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-to-b-outlook-stable-03-09-2020>

perspectiva de “negativa” a “estable”²³, y en julio de 2021 Fitch Ratings ratificó la calificación de B(-), pero con una perspectiva de mejora que dependería de la ejecución del plan económico del nuevo Gobierno. El 31 de agosto de 2021 esta misma calificación, con perspectiva estable, fue reiterada por Fitch Ratings²⁴.

La inestabilidad jurídica y el nivel de tramitología han limitado la inversión extranjera en el Ecuador, que se ubica por debajo de otros países en la región. Durante el primer trimestre de 2021 la inversión extranjera directa totalizó USD 364 millones, monto que supone un alza de 33,50% frente al mismo periodo de 2020. La inversión se concentró en actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones, con un monto de USD 174 millones, que representó el 48% de la inversión total. La mayoría de la inversión provino de Europa (USD 225 millones), principalmente Holanda (USD 135 millones), Inglaterra (USD 32 millones) y España (USD 28 millones). Por su parte, los capitales americanos ascendieron a USD 75 millones, provenientes de Chile (USD 28 millones), Bermudas (USD 14 millones) y Estados Unidos (USD 13 millones), entre otros²⁵. Con el fin de brindar seguridad jurídica a los inversionistas, Ecuador firmó el Convenio sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (Convenio del CIADI). El riesgo país a la baja, el comportamiento creciente del precio del crudo y la inestabilidad política y social en otros países de la región mejoran el panorama de inversión en Ecuador y constituyen una oportunidad para atraer capitales del exterior.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020	2020.I	2021.I
Monto (millones USD)	756,03	624,50	1.388,37	974,32	1.189,83	272,83	364,24
% del PIB	0,76%	0,60%	1,29%	0,90%	1,20%	1,04%	1,45%

Fuente: Banco Central del Ecuador

EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que en 2020 se perdieron 255 millones de empleos a nivel mundial por las medidas de confinamiento que afectaron al capital empresarial, lo que se tradujo en una caída de 8,3% en los ingresos laborales mundiales. Específicamente, en América Latina se perdieron cerca de 34 millones de empleos en el segundo trimestre del año, y uno de cada seis jóvenes perdió su trabajo durante la pandemia. La informalidad en la región 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 60% de la fuerza laboral se desempeña en micro, pequeñas y medianas empresas²⁶, lo que generó un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	JULIO 2021	AGOSTO 2021
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	4,90%	5,15%	4,86%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	30,41%	31,79%	32,44%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	22,85%	24,59%	22,10%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	12,73%	11,07%	11,13%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	28,24%	26,64%	28,70%

*Existieron cambios metodológicos asociados al tamaño y distribución de la muestra y representatividad estadística, por tanto, las cifras no son estrictamente comparables con los periodos anteriores. A partir del 2021, se publicarán cifras mensuales de indicadores laborales con representatividad nacional y área.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro durante 2020 por la crisis económica que se agravó por la emergencia sanitaria, que paralizó las actividades económicas. Frente a 2019, se evidenció un incremento en la tasa de desempleo, una disminución en el nivel de empleo adecuado, y mayores porcentajes de subempleo, empleo no remunerado y otro empleo no pleno²⁷. La tasa de empleo adecuado en agosto de 2021 aumentó en 0,65 puntos porcentuales respecto a julio de 2021. Existió una contracción mensual de 0,29 puntos porcentuales en la tasa de desempleo, que afecta a 415.041 individuos²⁸. El FMI proyecta una mejora en las condiciones laborales para 2021, con una tasa de desempleo estimada de 4,46%. Con el fin de promover el empleo en el país, el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades propone la creación de un régimen alternativo y voluntario con nuevas modalidades de contratación que incluyen contratos por tiempo definido e indefinido, contratos por obra o servicios, y contratos eventuales²⁹.

Los niveles de inflación a nivel mundial incrementaron desde mayo de 2020 por la reactivación gradual de las actividades económicas. No obstante, se prevé que se mantendrán en niveles moderados, por debajo de los

²³ Yahoo! Finance. (2021, febrero 26). Ecuador, Government of – Moody's affirms Ecuador's Caa3 rating, changes to outlook to stable. https://finance.yahoo.com/news/ecuador-government-moodys-affirms-ecuadors-213606634.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cu29vZ2x1LnNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAG70xgU--PpFL2s5V7UNq74HMIUMahGALi2IRYM3IQotBZK7M_md8Wk-mtUJHtMAIqz84rP89cCHK5Zlx78CRK9wZulwbKanBReaCFJmQ8B8Ufr3RlyzbKQgI3cy_wjOTA5aTn6WAI5CFAL1BzvieKXj6KIRbBtqMx0vPx086

²⁴ Fitch Ratings. (2021, agosto 31). Fitch Affirms Ecuador at 'B-'; Outlook Stable. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-ecuador-at-b-outlook-stable-31-08-2021>

²⁵ Banco Central del Ecuador. (2021, junio). Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 75.

²⁶ Orueta, I. (2017). La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.

²⁷ Primicias. (2020, marzo). Crecen fuertemente el desempleo y la pobreza en Ecuador, según el INEC. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/desempleo-empleo-estadisticas-deterioro-ecuador/>

²⁸ INEC. (2021, septiembre). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU), Agosto 2021. <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-agosto-2021/>

²⁹ El Universo. (2021, septiembre). Tres modalidades de trabajo contemplan el proyecto de Ley de Creación de Oportunidades. <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/tres-modalidades-de-trabajo-contempla-el-proyecto-de-ley-de-creacion-de-oportunidades-nota/>

objetivos establecidos por los bancos centrales². Las estimaciones de inflación en América Latina superan al promedio mundial, con una proyección de 7,23% para 2021¹.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	2020	AGOSTO 2020	AGOSTO 2021
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	-0,03%	-0,32%	0,12%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	-0,93%	-0,76%	0,89%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	-0,93%	-0,55%	1,28%

Fuente: INEC

La disminución en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2020 reflejó el deterioro en el empleo adecuado, que resultó 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. No obstante, la menor actividad de sectores como transporte, educación, prendas de vestir, cultura y restaurantes impulsó a la baja los niveles de inflación al cierre del año³⁰. En agosto de 2021 se reportaron cifras de inflación mensual, anual y acumulada positivas, relacionadas con el incremento en los precios del transporte y de otros bienes y servicios diversos. El FMI prevé una inflación de 0,49% en 2021, mientras que el Banco Mundial pronostica un incremento de 0,6% en los precios para el mismo periodo³¹.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La política monetaria implementada por ciertos bancos centrales evitó la crisis en los mercados financieros durante 2020². El costo del endeudamiento a nivel mundial subió durante el primer semestre de 2021 ya que las expectativas de crecimiento y de inflación impulsaron al alza los rendimientos de largo plazo de la deuda soberana en varios países. El costo de la deuda corporativa también aumentó, pero los diferenciales se han mantenido estables y la capitalización bursátil en la mayoría de los mercados todavía registra el monto más alto en los últimos años. De hecho, las facilidades crediticias implementadas en el contexto de la pandemia a nivel mundial redujeron el riesgo de quiebra para varias empresas por debajo del registrado previo a la pandemia. La recuperación económica en Estados Unidos fortaleció el envío de remesas a varios países en América Latina, incluido Ecuador. Según cifras del BCE, las remesas provenientes de EEUU crecieron en 31% entre el primer trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021, y representaron el 60% de las remesas totales recibidas que, a su vez, crecieron en 28% durante el mismo periodo³².

MERCADOS FINANCIEROS (MILLONES USD)	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	julio 2021	28.473	0,78%	4,89%
Especies monetarias en circulación	julio 2021	17.925	0,10%	-0,53%
Depósitos a la vista	julio 2021	10.469	1,96%	15,75%
Liquidez total (M2)	julio 2021	65.725	1,04%	10,46%
Captaciones a plazo del sistema financiero	julio 2021	37.252	1,23%	15,13%
Colocaciones del sistema financiero	julio 2021	48.306	1,13%	9,04%
Reservas internacionales	agosto 2021	5.872	8,64%	80,25%
Reservas bancarias	agosto 2021	6.455	-4,03%	8,21%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	septiembre 2021	7,57%	-0,30%	-1,45%
Tasa pasiva referencial	septiembre 2021	5,51%	-0,01%	-0,85%
Diferencial de tasas de interés	septiembre 2021	2,06%	-0,29%	-0,60%

Fuente: Banco Central del Ecuador

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica derivada de la crisis sanitaria. Si bien en marzo de 2020 se evidenció una contracción por la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, desde abril de 2020 los niveles de liquidez presentaron una recuperación, atada al incremento en los depósitos a la vista y a plazo. Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional crecieron sostenidamente durante los últimos años, 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 marzo de 2020, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, se recuperaron a partir de abril de 2020, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Para julio de 2021 los depósitos a plazo fijo

³⁰ INEC. (2021, abril). *Índice de Precios al Consumidor, abril 2021*.

³¹ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

³² Banco Central del Ecuador. (2021, junio). *Remesas*. <https://contenido.bce.fin.ec/frame.php?CNT=ARB0000985>

aumentaron en 16,31% con respecto a julio de 2020, mientras que los depósitos de ahorro crecieron en 14,60% durante el mismo periodo. Pese a los programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero cayeron en los meses de confinamiento. Entre julio de 2020 y julio de 2021 se evidenció un alza en la colocación de crédito, concentrada en los Bancos Privados (+8%) y en las Cooperativas (+20%). En el contexto de la pandemia, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras podrían 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, permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija en el Mercado de Valores con aprobación de dos tercios de los votos.

La tasa pasiva referencial incrementó durante los meses de la emergencia sanitaria, para atraer un mayor monto de depósitos, pero cayó para meses posteriores en función de la liquidez creciente en las entidades financieras. Para septiembre de 2021 el diferencial de tasas de interés se redujo producto de un alza en la tasa pasiva. Actualmente el BCE trabaja en una nueva metodología de fijación de tasas de interés, que reemplazará a los techos máximos, basada en la creación de bandas para que más clientes puedan acceder al sistema de acuerdo con su nivel de riesgo.

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 de 2020, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril de 2020 incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. Para agosto de 2021 las reservas internacionales crecieron frente a agosto de 2020, producto de un mayor monto de inversiones, depósitos a plazo y títulos. Se evidenció también un incremento en la cuenta de DEGs, tras el desembolso realizado por el Fondo Monetario Internacional en agosto de 2021. El monto de reservas internacionales en agosto de 2021 cubrió en 89,87% a los pasivos monetarios de la entidad y en 90,97% a las reservas bancarias⁸.

SECTOR EXTERNO

La crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y perjudicó la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador durante el segundo trimestre de 2020. Al cierre del año, las exportaciones no petroleras representaron cerca del 74% del total. Estas crecieron en 10% con respecto a 2019, con un alza de USD 853 millones en las exportaciones no tradicionales, principalmente productos mineros y maderas, y de USD 474 millones en las exportaciones tradicionales, especialmente banano y cacao. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales y la caída en la demanda interna disminuyeron las importaciones, por lo que se registró un superávit comercial al cierre del año. Hasta julio de 2021 se evidenció una recuperación de 86% en las exportaciones petroleras, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron en 14% frente a julio de 2020, impulsadas por los envíos de productos no tradicionales. De esta manera, durante el período de enero a julio de 2021, el total de exportaciones se consolidó en USD 14.593 millones, monto que implica un crecimiento de 31% respecto al mismo período de 2020, y que repercutió en una mejora de 17% en el saldo de la balanza comercial. En el mismo período, las importaciones crecieron en 34%.

BALANZA COMERCIAL (MILLONES USD)	2017	2018	2019	2020	ENE - JUL 2020	ENE - JUL 2021
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	20.227	11.113	14.593
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	5.250	2.716	5.059
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	14.976	8.397	9.533
Importaciones	19.033	22.106	21.509	16.987	9.555	12.774
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	2.651	1.503	2.425
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	14.336	8.051	10.349
Balanza comercial	59	-478	820	3.240	1.558	1.818
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	2.599	1.213	2.634
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	641	346	-816

Fuente: Banco Central del Ecuador

El 8 de diciembre de 2020 Ecuador firmó un acuerdo de primera fase con Estados Unidos, que se consolidó como el principal socio comercial al importar USD 3.616 millones de productos ecuatorianos entre enero y julio de 2021, de los cuales USD 2.233 millones fueron no petroleros. En junio de 2021 Ecuador inició la hoja de ruta formal para la firma de un acuerdo comercial con el país norteamericano, que permitirá crecer en exportaciones e inversiones y crear empleos. Asimismo, Ecuador trabaja en concretar acuerdos comerciales con China y con México, lo que le permitirá posteriormente adherirse a la Alianza del Pacífico.

Como parte de las nuevas políticas económicas, en julio de 2021 se anunció la eliminación o reducción de aranceles a 667 productos, entre bienes de capital, materias primas, y bienes de consumo. Con esto se espera incentivar el consumo privado y reducir costos para apoyar al sector productivo³³. También se eliminó, en septiembre de 2021, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) a las líneas aéreas, para facilitar la comunicación aérea de Ecuador con el resto del mundo³⁴. Se estima que, en los próximos meses, nuevas medidas de liberalización económica podrían ejecutarse en diversos sectores como parte del nuevo plan económico.

Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo con las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

POSICIÓN COMPETITIVA

Los principales productores y comercializadores de productos de acero del país en la actualidad son: IPAC, Novacero, DIPAC y Kubiec-Conduit. Debido a la escasa diferenciación en los productos, la intensidad entre competidores en la industria de productos de acero es alta.

A pesar de no existir diferenciación entre los productos que se comercializan, una buena estrategia adoptada por ciertas compañías de la industria ha sido diferenciarse a través de un servicio personalizado y soluciones post-venta, lo cual crea fidelidad entre los compradores.

PRINCIPALES COMPETIDORES	VENTAS 2020	UTILIDAD NETA/ VENTAS 2020	ROE 2020	APALANCAMIENTO 2020
Novacero S.A.	209.375.561	2,77%	5,71%	1,57
Ipac S.A.	158.998.545	5,18%	7,42%	0,76
Cubiertas del Ecuador Kubiec S.A.	74.976.842	-1,81%	-3,58%	1,98
Conduit del Ecuador S.A.	27.543.308	-0,53%	-0,99%	1,21
DIPAC MANTA S.A.	61.821.031	10,05%	36,74%	1,97

Fuente: SCVS

Se debe tomar en cuenta que durante el año 2021 las compañías Cubiertas del Ecuador Kubiec S.A. y Conduit del Ecuador S.A. iniciaron un proceso de fusión, donde la primera compañía absorbió a la segunda.

La compañía alinea su estrategia competitiva a la transformación del acero y su venta directa a consumidores finales, por lo que considera como su principal competencia a Cubiertas del Ecuador Kubiec S.A. Las otras compañías competidoras realizan actividades de fundición de acero que la compañía no realiza.

En función de lo antes expuesto es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene un posicionamiento adecuado dentro del segmento de mercado en el que opera, tomando en cuenta que mantiene barreras de entrada altas al necesitar una fuerte inversión en infraestructura de producción, lo que evidentemente genera barrera de salida también altas.

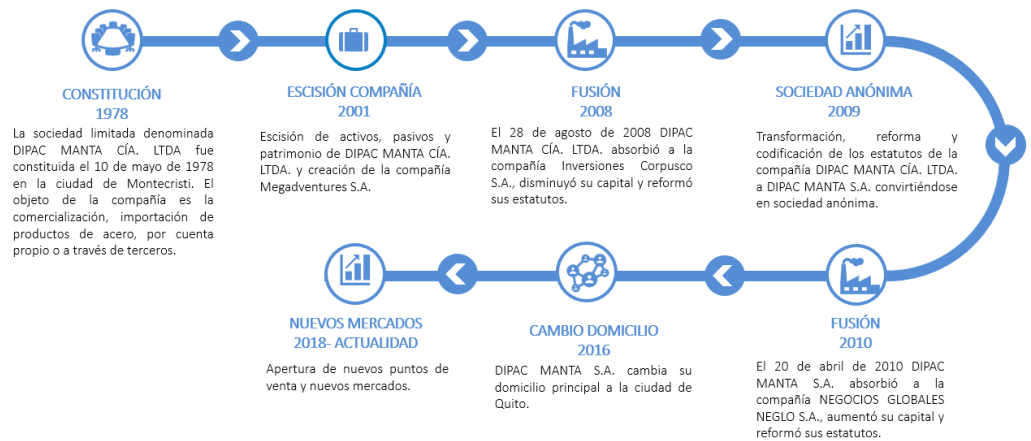
³³ El Comercio. (2021, julio 10). *Arancel baja o se elimina para 10% de bienes de consumo en Ecuador*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-arancel-bienes-consumo-economia.html>

³⁴ El Universo. (2021, septiembre 2). *Con decreto 182, Ecuador elimina el impuesto a la salida de divisas a las líneas aéreas*. <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/con-decreto-182-ecuador-elimina-el-impuesto-a-la-salida-de-divisas-a-las-lineas-aereas-nota/>

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A., 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.



Fuente: SCVS

A la fecha del presente informe, el capital social de la compañía está representado por 580.800,00 acciones ordinarias y nominativas de un dólar cada.

ACCIONISTAS DIPAC MANTA S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
ACENOR Aceros del Norte Sociedad Anónima	Chile	11	0,002%
Comercial del Norte Codenor Internacional SPA	Chile	580.789	99,998%
Total		580.800	100,00%

Fuente: SCVS

En lo que respecta al compromiso de los socios, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que éstos están comprometidos con la empresa debido a que existe un apoyo constante en la administración con involucramiento de los principales ejecutivos, así como por ser parte del grupo ACENOR, de donde provienen los principales lineamientos estratégicos y directrices operativas.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Los socios y administradores de la compañía muestran una amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueños.

COMPAÑÍA	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	ESTADO
Ineduc S.A.	Juan Alfredo Ponce Gavica	Accionariado y administración	Activa
Asistencia Legal LEGALASIST S.A.S.	Juan Alfredo Ponce Gavica	Accionariado y administración	Activa

Fuente: SCVS

Por su parte, DIPAC MANTA S.A. mantiene inversiones en las siguientes compañías:

COMPAÑÍA	MONTO INVERTIDO (USD)	PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL	ACTIVIDAD
Electroquil S.A.	181,3	0,01%	Generación, transmisión y comercialización eléctrica.

Fuente: SCVS

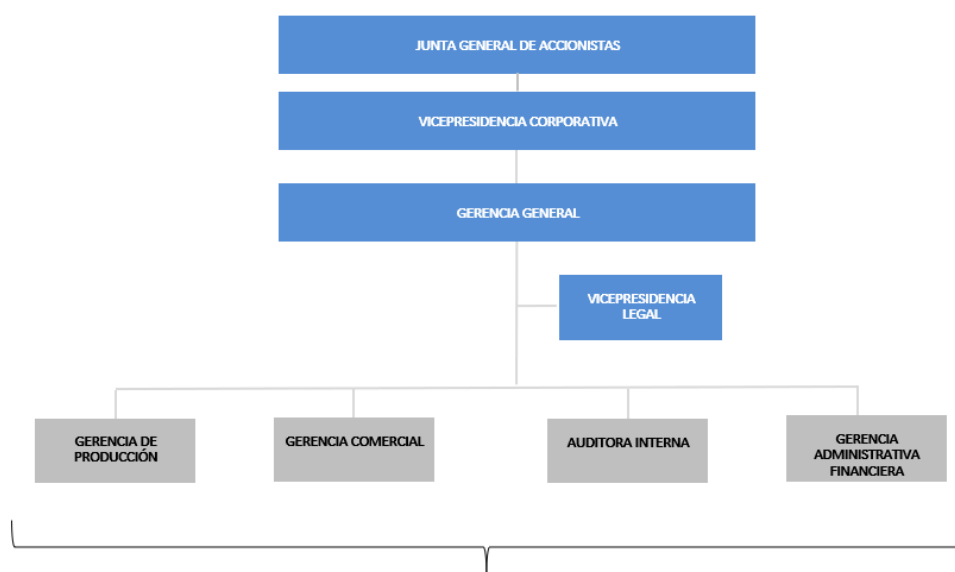
La compañía está gobernada por la Junta General de Accionistas, órgano supremo de la sociedad; y, administrada por el Presidente, el Vicepresidente, el Vicepresidente Jurídico, el Gerente General, cada uno con las atribuciones mencionadas en los estatutos de la compañía. Las Juntas Generales serán presididas por el Presidente, o en su defecto por el Gerente General, a falta de ambos la Junta nombrará un presidente ad-hoc para la sesión entre los accionistas presentes. El Gerente General hará las funciones de secretario en las

Juntas, en su ausencia se nombrará un secretario ad- hoc. La representación legal, judicial y extrajudicial le corresponde al Gerente General, el que cumple con las funciones determinadas en los estatutos. La compañía se divide en varias gerencias, que a su vez se subdividen en jefaturas estratégicamente establecidas para una operación efectiva.

DIPAC MANTA S.A. cuenta con un Directorio no estatutario de la compañía. El Directorio está conformado por el Presidente, el Vicepresidente, el Gerente General, el Gerente Comercial y por un director independiente. La estructura administrativa de la organización define las instancias de toma de decisiones. De igual manera, la compañía cuenta con varias políticas y procesos definidos para garantizar el registro continuo y el manejo objetivo de la compañía.

DIRECTOR	CARGO
Gustavo Adolfo Díaz Fernandez	Presidente
Antonio Rodrigo Ortega Albónico	Vicepresidente
Miguel Ángel Molina Zamudio	Gerente General
Jorge Massoc Larrain	Gerente Comercial
Fernando Guillermo Pratt Ponce	Director

Fuente: DIPAC MANTA S.A.



400

*Adicionalmente, DIPAC MANTA S.A. mantiene un Directorio no estatutario el cual está conformado por 5 miembros

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

Los principales administradores de la compañía cuentan con amplia experiencia y habilidades suficientes para desempeñar sus responsabilidades de acuerdo con sus cargos. En la generalidad de los casos la plana gerencial se ha mantenido sin mayores cambios a lo largo del tiempo, lo que ha generado sinergias entre las diferentes áreas, existe una baja rotación en los principales ejecutivos de la compañía.

EMPLEADO	CARGO	AÑOS EN EMPRESA	AÑOS CARGO	CARGO ANTERIOR
Miguel Molina Zamudio	Gerente General	17	12	Gerente de administración y finanzas
Jorge Massoc Larrain	Gerente Comercial	20	12	Jefe de ventas
Edwin Solórzano	Gerente de Producción	3	3	-
David Espinoza Mantilla	Gerente Administrativo y Finanzas	15	1	Control de Gestión

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

DIPAC MANTA S.A. cuenta con 400 trabajadores, que se considera mantienen un rendimiento y nivel de satisfacción adecuado con relación a sus cargos. Los trabajadores de la compañía están distribuidos entre el área comercial (56%), área de producción (21%) y área de administración (23%). El personal se encuentra distribuido entre los 21 puntos de ventas de la compañía.

La estrategia de DIPAC MANTA S.A. está enfocada en innovar y mejorar continuamente la oferta de sus productos, servicios y procesos, con la finalidad de mantener su competitividad en el mercado y crear valor. Para satisfacer la necesidad de sus clientes, DIPAC MANTA S.A. dispone de varios puntos de ventas estratégicos a lo largo del territorio nacional, los cuales emplean altos estándares de eficiencia y productividad.

La compañía maneja diferentes sistemas operativos para garantizar mayor agilidad, seguridad y eficiencia en sus procesos. A la fecha utiliza un sistema ERP, sistema integrado para el manejo de la información y clientes utilizando bases de datos propias, las cuales se encuentran debidamente respaldadas. La compañía está trabajando en la implementación de un sistema de Microsoft Dynamics el que se espera esté en funcionamiento para enero de 2023.

Con todo lo expuesto en este acápite, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. opina 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 ajustado al desarrollo integral de todas las divisiones de la compañía.

DIPAC MANTA S.A. cuenta con un equipo de marketing que promociona el portafolio de productos, así como los accesorios complementarios, crea fidelización de marca con los clientes, a través de beneficios adicionales y la tarjeta de fidelidad, identifica a nuevos clientes potenciales y refuerza la imagen de la marca, a través del fortalecimiento de la imagen corporativa. De igual forma, la empresa cuenta con la certificación ISO 9001-2008.

A la fecha del presente informe, el certificado de cumplimiento de obligaciones del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social evidencia que la compañía no mantiene obligaciones en mora. Los certificados del Servicio de Rentas Internas y del Buró de Crédito evidencian que la compañía se encuentra al día con las obligaciones, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. La compañía no mantiene procesos judiciales vigentes, lo que supone que no existen contingentes que podrían afectar la prelación de pagos del instrumento.

NEGOCIO

La planta industrial de DIPAC MANTA S.A. está situada en Guayaquil, en el Km 10.5 de la vía a Daule y cuenta con una capacidad instalada de 11.249 TM mensuales, la capacidad instala se encuentra en un aproximado de 60% de ocupación, con lo que la empresa tiene capacidad para aumentar su operación actual con la infraestructura existente. DIPAC MANTA S.A. comercializa un extenso portafolio de productos de acero tales como perfiles, laminados en frío y caliente, galvalum, galvanizados, zinc, tubos, vigas, tuberías, planchas navales, techos, ejes, soldadura, carburo y demás accesorios relacionados.

Perfiles

- Perfiles galvanizados livianos, perfiles estructurales y perfiles laminados.

Techos

- Canales de agua, cumbreros para techos, dipanel DP5, dipanel DP5 poliuretano, friso, elementos de sujeción, planchas lisas, techos de policarbonato, teja dipac, teja dipac poliuretano y zin dipac.

Tubos

- Tubo estructural, tubo mecánico, cañerías y carpintería metálica.

Planchas

- Planchas acero negro, planchas especiales y planchas antiabrasibas.

Parrillas

- Dentada galvanizada y lisa galvanizada.

Ejes	<ul style="list-style-type: none"> • EN10294-1 barra perforada, AISI 4340, AISI 304, AISI 1018 y ejes de nylon..
Vigas	<ul style="list-style-type: none"> • HEB, IPE, IPN y UPN..
Inoxidable	<ul style="list-style-type: none"> • Ángulos, bobinas, planchas, platinas, tubo cuadrado y tubo redondo.
Tubería sin costura	<ul style="list-style-type: none"> • Tubo cédula 40 y tubo cédula 80
Aluminio	<ul style="list-style-type: none"> • Plancha lisa y plancha antideslizante
Mallas	<ul style="list-style-type: none"> • De cerramiento, electrosoldadas y vigas columnas..
Soldadura	<ul style="list-style-type: none"> • Consumibles y maquinas de soldar.
Ferretería	<ul style="list-style-type: none"> • Herramientas power steel, pintura, discos abrasivos y accesorios.
Cerrajería decorativa	<ul style="list-style-type: none"> • Bolas, hojas, lanzas, macollas, paneles, piñas, rosetas, varillas y barras.
Paneles y estampados	<ul style="list-style-type: none"> • 1/4 de puerta, 1/2 puerta y puerta entera.

La compañía busca impulsar nuevas líneas de comercialización de productos de acero, específicamente, inoxidables. DIPAC MANTA S.A. tiene proyectado en los próximos años, la construcción de una nueva planta industrial en la cual se instalarán todas las líneas de producción.

La estrategia competitiva de la compañía es proveer a sus clientes diversas líneas de productos, brindando un buen nivel de servicio mediante la rapidez en la entrega y ofreciendo servicios complementarios. DIPAC MANTA S.A. soporta su estrategia competitiva a través de una amplia red de puntos de ventas, fuerte estructura organizacional comercial y acceso a información actualizada de los clientes y productos. Las ventas de DIPAC se concentran en los puntos de venta, sin embargo, cuenta con su propia fuerza de ventas, la cual refuerza el posicionamiento y empuje de mercado.

El centro de acopio del producto terminado se ubica en la ciudad de Guayaquil, desde donde el área de logística envía la mercadería a cada una de las sucursales. La flota de camiones que realiza el transporte de la mercadería desde el centro de logística hasta los distintos centros de ventas es tercerizada; sin embargo, la compañía mantiene vehículos de transporte propios para realizar las entregas desde sus centros de ventas a los distintos clientes.

DIPAC MANTA S.A. cuenta con centros de servicios a nivel nacional en los cuales brinda servicios complementarios como: cortes, doblado, trabajos en oxicorte, trabajos en plasma, rolados, entre otros.

El alcance geográfico de DIPAC MANTA S.A. abarca a 16 de las principales ciudades del país, en las regiones de Costa, Sierra y Amazonía. DIPAC MANTA S.A. cuenta con 21 centros de ventas ubicados en Quito, Guayaquil, Manta, Ibarra, Ambato, Santo Domingo, Quevedo, Riobamba, Machala, Milagro, Cuenca, Portoviejo, Loja, El Coca, Lago Agrio, El Puyo, Durán y recientemente abrió un nuevo local ubicado en Latacunga.

Política de Cuentas por Cobrar

La compañía orienta su estrategia en la venta de sus productos a consumidores finales. Mantiene una política de crédito, donde entre el 75% y 90% de las ventas las realizan al contado y la diferencia corresponde a crédito otorgado hasta 30 días, donde se requiere de documentación adicional por parte de los clientes para ser sujetos de crédito. La compañía en función de la crisis derivada del COVID tomó medidas más conservadoras en el otorgamiento de crédito, disminuyendo su exposición y favoreciendo su posición de liquidez. El criterio es provisionar el 100% de la cartera vencida mayor a 180 días.

Política de Cuentas por Pagar

Las compras de materia prima se realizan con 3 meses de anticipación, ya que el mercado mundial trabaja con pre-ventas; adicionalmente, se debe considerar el tiempo que toman los buques en llegar al Ecuador. Los cambios en los precios y el nivel de *stock* se deciden en un comité de compras conformado por el Gerente General, Gerente Financiero, Gerente Comercial y el Presidente. Una vez que se define la cantidad que se quiere comprar, se solicitan cotizaciones a distintos proveedores, en su mayoría *traders* internacionales, domiciliados en distintas partes del mundo.

La compañía mantiene buenas relaciones con los proveedores internacionales, con quienes a trabajado durante años. Es así como mantiene con muchos de ellos políticas de crédito entre 30 a 90 días. En el caso de clientes nuevos con quienes no se mantiene una relación se utiliza cartas de crédito.

Política de financiamiento

DIPAC MANTA S.A. realiza anualmente un presupuesto que es constantemente monitoreado. La política de financiamiento ha estado enfocada en financiar los nuevos puntos de venta, así como el financiamiento de los requerimientos de capital de trabajo. Para diversificar sus alternativas de financiamiento ha recurrido en varias ocasiones al Mercado de Valores. Desde el año 2009 hasta la fecha ha realizado seis emisiones de obligaciones y dos emisiones de papel comercial.

Política Operacional

Como parte de la política de seguridad operacional, con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas en sus operaciones, DIPAC MANTA S.A. mantiene vigentes diversas pólizas de seguro con Chubb Seguros S.A., Ecuatoriano Suiza S.A. y Zurich Seguros Ecuador S.A.

TIPO DE COBERTURA	VALOR ASEGURADO (USD)	ASEGURADORA	VIGENCIA
Responsabilidad Civil	150.000	Chubb Seguros Ecuador S.A.	30/11/2021
Multirriesgo	51.428.246	Ecuatoriano Suiza S.A.	30/11/2021
Vehículos	780.712	Ecuatoriano Suiza S.A.	30/11/2021
Fidelidad	100.000	Ecuatoriano Suiza S.A.	30/11/2021
Equipo y maquinaria	391.073	Ecuatoriano Suiza S.A.	30/11/2021
Accidentes personales	13.410.000	Ecuatoriano Suiza S.A.	30/11/2021
Transporte interno	90.000.000	Zurich Seguros Ecuador S.A.	30/11/2021
Responsabilidad civil (exceso)	12.000.000	Chubb Seguros Ecuador S.A.	30/11/2021

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

CLIENTES

Los productos de acero son utilizados por una variedad de industrias a nivel nacional. En la actualidad, existe un gran número de compradores de acero, lo que conlleva a que el poder de negociación de ellos sea bajo. Por otro lado, los compradores pueden cambiar de proveedor con relativa facilidad ya que los productos son altamente estandarizados, creando en los productores y distribuidores la necesidad de diferenciarse a través del servicio y las soluciones post-venta.

Los segmentos a los cuales se encuentran enfocada la compañía son variados; puede encontrarse entre sus clientes desde grandes empresas distribuidores de productos de acero u ofertantes de servicios relacionados con el mismo, industrias de metal, ferreterías de mediano o pequeño tamaño, e incluso Municipios.

La estrategia de la compañía es llegar con sus productos directamente al consumidor final por lo que hasta agosto de 2021 mantuvo un portafolio de clientes altamente diversificado, el índice de Herfindahl fue menor a 100 puntos.

CADENA DE SUMINISTROS

A pesar de que el consumo de productos de acero en Ecuador está por debajo del promedio latinoamericano, la producción de acero local es insuficiente para cubrir la demanda actual. La mayoría de las importaciones provienen de China, Brasil y Venezuela. La demanda de productos de acero a nivel mundial es alta, lo que conlleva a que los proveedores tengan un alto poder de negociación. Hasta agosto de 2021 los proveedores mantuvieron un el índice de Herfindahl alrededor de 1.700 puntos, lo que denota una cierta concentración en los principales proveedores.

PROVEEDOR	PARTICIPACIÓN
Steel Resours Inc. Sri	35%
Arcelor	17%
Macsteel	7%
Manuchar Steel N.V.	6%
Steelforce Trade Consultancy (Shanghai) Co., Ltd.	6%
Novacero S.A.	5%
Nucor Trading S.A.	5%
Otros con participación menor al 5%	19%

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

ANÁLISIS FINANCIERO

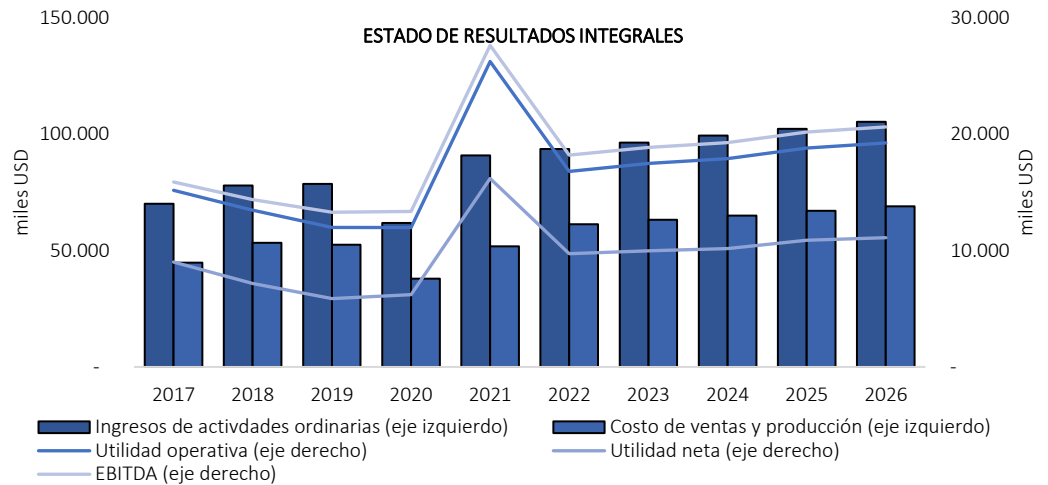
El presente análisis financiero fue realizado con base en los Estados Financieros de los años 2018, auditado por BDO Ecuador S.A., 2019, auditado por Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda. y 2020, auditado por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. Los Estados Financieros auditados no presentaron opinión con salvedades.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos de la compañía provienen de la venta de diversos productos destinados a la construcción y metalmecánica, así como de la gestión de proyectos de infraestructura y servicios de corte. La compañía se adecúa a la realidad del mercado y se adapta a las necesidades de los clientes, lo que le ha permitido diversificar el portafolio de productos y atender a diversos segmentos de mercado.

Los principales ingresos de la compañía durante el periodo 2018- 2020 provinieron de la venta de perfiles, promedio del 24% de los kilos vendidos, tubos, promedio de 22% de los kilos vendidos y laminados que representaron en promedio el 11% del total de kilos vendidos. Otra línea importante es la venta de galvalum que en promedio representó el 7% del total de kilos vendidos.

La compañía realiza la mayor parte de sus ventas, alrededor del 61% del total de ventas registradas en dólares, a consumidores finales. Esto le permite obtener un mejor margen de contribución, mantener una diversificación adecuada de los clientes y soportar de mejor manera contracciones en el sector de la construcción a nivel nacional.



Fuente: DIPAC MANTA S.A.

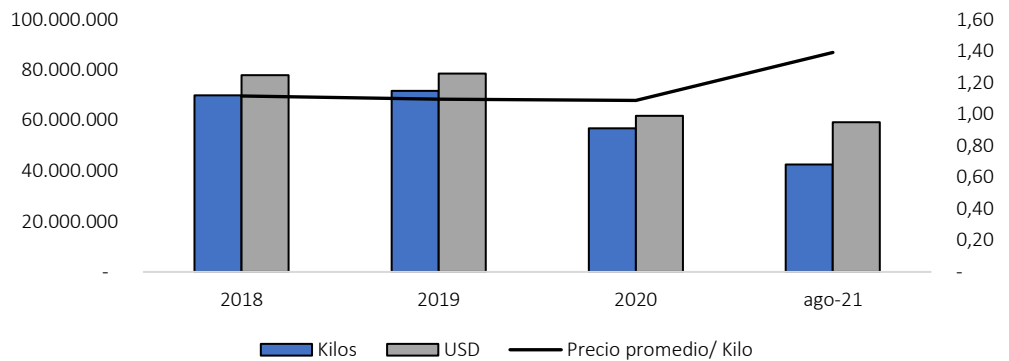
Entre 2017 y 2018 los ingresos incrementaron en 11,13%, alcanzando un monto de USD 77,95 millones, evidenciando un crecimiento marginal en el volumen de kilos vendidos (+4,35%). Para diciembre de 2019 las ventas se mantuvieron estables, con un incremento marginal de 0,84% (+USD 653 mil) en el monto de ventas y de 2,72% en las toneladas vendidas. Durante 2019 las ventas de las líneas de tubos y perfiles presentaron un incremento importante con respecto al volumen de kilos vendidos, comportamiento que se vio compensado por una disminución en las líneas de laminados y laminados calientes. Esto destaca el buen desempeño de la compañía en el contexto nacional, considerando la contracción y el bajo dinamismo del sector durante ese año.

Al cierre de 2020 se evidenció una disminución de 21,35% (-USD 16,78 millones) en las ventas con respecto a 2019, totalizando un monto de USD 61,82 millones. A partir de marzo de 2020 se evidenció una disminución significativa en las toneladas vendidas, así como en el monto de ventas, en función de las restricciones de movilidad ocasionados por el Covid 19 que restringieron los procesos de producción, limitaron la comercialización del producto y detuvieron los proyectos en curso.

Para agosto de 2021, el consumo doméstico de acero a nivel mundial impulsó al alza el precio del acero, al ser un recurso escaso, lo que influyó de manera positiva sobre las ventas y el margen de la compañía. De esta manera las ventas en el comparativo interanual incrementaron en 63% y alcanzaron los USD 59,24 millones.

La diversificación del portafolio de productos modificó la composición de las ventas durante el periodo analizado. De esta manera, la participación de la línea de laminados y laminados calientes disminuyeron su importancia relativa entre 2018 y agosto de 2021, pasaron de representar el 14% y 10% en 2018, respectivamente, a representar el 10% y 8% para agosto de 2021. Por su parte, se consolidó la importancia relativa de las líneas de tubos y perfiles de dentro de los ingresos totales.

RELACIÓN KILOS VENDIDOS VS USD GANADOS



Fuente: DIPAC MANTA S.A.

El costo de ventas de la compañía presentó un comportamiento decreciente durante el periodo 2018- agosto 2021. De esta manera, el costo de ventas pasó de representar el 68,38% de las ventas en 2018 a representar el 61,32% de las ventas para 2020 y finalmente el 53,57% de las ventas hasta agosto de 2021. Este comportamiento viene dado por la composición de las líneas de ventas de la compañía y a los distintos márgenes de cada una. Las líneas que tienen un mayor valor agregado en general generan un mayor margen de utilidad. Adicionalmente, la mejora en el precio del acero permitió incrementar el margen de ganancia durante el periodo.

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos operativos de la compañía se componen por gastos administrativos y gastos de ventas; donde los principales rubros son: sueldos y beneficios sociales, depreciaciones y fletes y transporte. Los gastos operativos incrementaron tanto en términos relativos como en términos monetarios durante el periodo 2017- 2019, de acuerdo con mayores gastos por concepto de depreciaciones, guardianía, honorarios profesionales y gastos de personal. Para diciembre 2020 y como efecto de la crisis sanitaria y las medidas de restricción a la movilidad, la compañía redujo sus gastos en remuneraciones y beneficios sociales, principalmente el asociado con el costo de ventas, fletes y transportes de acuerdo con las restricciones a la movilidad y en guardianía. En el comparativo interanual se evidenció una mayor estructura en términos monetarios para agosto 2021, pero que se optimizó considerablemente en términos relativos al compararla con su similar de 2020, disminución de 4% en la participación de la estructura operativa sobre las ventas.

El incremento en la participación de la estructura de gastos fue mayor a la optimización presente en el costo de ventas, lo que provocó una menor utilidad operativa, tanto en términos monetarios como relativos durante el periodo 2017- 2019. La utilidad operativa disminuyó desde USD 15,16 millones en 2017 (21,62% de las ventas), hasta USD 13,46 millones en 2018 (17,27% de las ventas) y finalmente USD 12,00 millones en 2019 (15,26% de las ventas). Hasta diciembre 2020 la tendencia se revirtió de acuerdo con la optimización del costo de ventas y el peso de la estructura operativa, la utilidad operativa alcanzó los USD 11,97 millones que representaron el 19,37% de las ventas. Durante el periodo interanual se mantuvo la tendencia antes comentada al registrar una utilidad operativa de USD 19,83 millones, que representó el 33,47% de las ventas. Los resultados presentados hasta agosto fueron influenciados por un mayor costo del acero en mercados internacionales y su impacto sobre el margen bruto.

El EBITDA mantuvo el mismo comportamiento que la utilidad operativa, siendo menor tanto en valores monetarios como en su participación sobre las ventas año tras año durante el periodo 2017- 2019 y aumentando para los periodos 2020 y agosto 2021. Sin embargo, la cobertura que ofreció el EBITDA sobre los gastos financieros y sobre la deuda con costo de corto plazo fue satisfactoria, cobertura de 6,21 veces sobre el gasto financiero (20,93 veces para agosto 2021) y de 1,12 veces sobre la deuda con costo de corto plazo (1,27 veces para agosto 2021) en 2020, evidenciando la solvencia que tiene la compañía.

El gasto financiero de la compañía mostró una tendencia creciente en el periodo histórico al pasar de un monto de USD 1,55 millones en 2017 a USD 2,76 millones en 2019. La participación relativa de los gastos financieros sobre las ventas fue siempre mayor, representó el 3,5% de las ventas en 2019 (2,8% de las ventas para 2018). Para 2020 a pesar de haber disminuido la deuda con costo, la posición relativa de los gastos financieros se mantuvo constante con respecto a 2019, de acuerdo con la disminución presentada en las ventas durante este ejercicio económico. La compañía busca financiamiento bancario para cubrir sus plazos de importación de materia prima del exterior, el que dura alrededor de 6 meses, con lo cual mantiene constantemente operaciones de corto plazo que se van renovando. Para agosto de 2021 la compañía presentó un gasto financiero que representó una menor participación sobre las ventas de acuerdo con el incremento en el costo internacional del acero.

DIPAC MANTA S.A. mantuvo siempre resultados positivos, incluso en situaciones de ventas decrecientes, ante escenarios menos favorables y situaciones de estrés. Sin embargo, los resultados mantuvieron una menor representatividad sobre los ingresos, estos fueron de USD 7,16 millones en 2018 (9,18%), USD 5,87 millones en 2019 (7,47%) y USD 6,21 millones en 2020 (10,05%). En el periodo interanual se evidencia una mejora importante en los resultados del ejercicio, registrando una utilidad de USD 11,95 millones (20,16% sobre las ventas). Estos resultados se traducen en un retorno sobre capital muy satisfactorio durante el periodo 2017-2020, en promedio 43% y un retorno sobre los activos promedio de 14%, manteniendo un retorno favorable sobre inversiones alternativas.

CALIDAD DE ACTIVOS

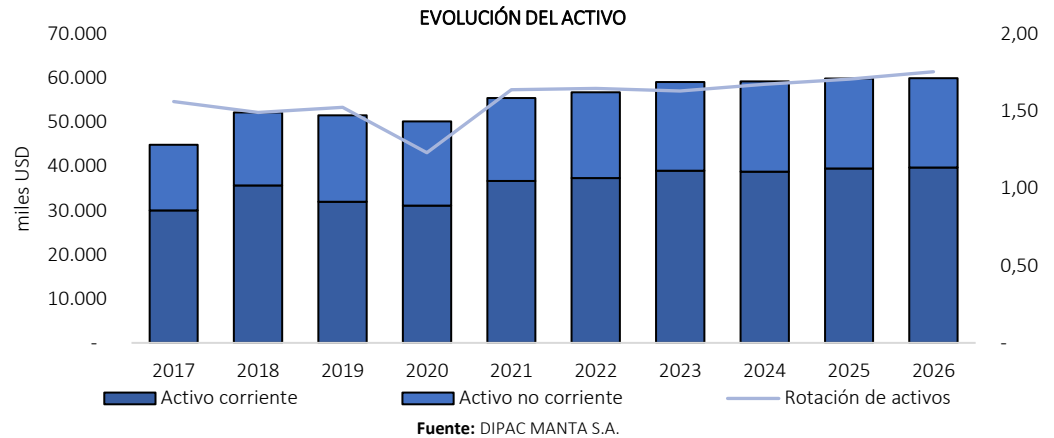
El activo de la compañía se encuentra compuesto en su mayoría por dos rubros principales, inventarios que representaron en promedio el 55% del total de activos y propiedad, planta y equipos que representó el en promedio el 35% de los activos. Estos dos rubros representaron en promedio el 90% de los activos durante el periodo 2017-2020. Esta estructura es coherente con el giro de una empresa manufacturera. La compañía mantiene una rotación sobre los activos satisfactoria, todos los años mayor a la unidad, lo que explica que cada dólar de activos genera en promedio USD 1,45 de ingresos durante los años 2017- 2020.

DIPAC MANTA S.A. mantiene una política de cobro que implica que alrededor del 75% del total de las ventas se realizan al contado y la diferencia con crédito hasta 30 días. Durante 2020 y fruto de la pandemia ocasionada por el Covid 19 la compañía optó por una posición más conservadora, intensificó sus esfuerzos de recuperación de cartera y disminuyó el crédito alrededor del 10% de las ventas. Históricamente la cartera presenta una estructura de vencimientos concentrada en 30 días, considerándose una cartera sana.

COMPOSICIÓN CARTERA	2017	2018	2019	2020	AGO-21
Vigente	1.832.052	1.717.832	1.417.093	404.563	1.004.648
1-30 días	126.259	190.438	82.552	23.500	34.924
31-60 días	5.730	8.703	287.573	608	996
61-90 días	3.445	919	-	-	2.822
91-120 días	9.954	8.289	45.123	420	-
121-180 días	1.736	1.283	30.596	29.138	18.363
Total	1.979.176	1.927.464	1.862.937	458.229	1.061.753
(-) provisión incobrables	-264.176	-108.437	-26.976	-2.985	-18.355

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

Hasta agosto 2021 el 95% de la cartera se mantiene por vencer, las cuentas que presentan vencimientos mayores a 120 días se encuentran completamente provisionadas, denotando una cartera saludable y que se estima recuperable. La compañía no mantiene transacciones comerciales con compañías relacionadas.



La compañía mantiene niveles de inventarios de acuerdo con las ventas esperadas para cada periodo, se debe considerar que el proceso de compras y transporte de la materia prima tiene un ciclo aproximado de 6 meses, motivo por el que la compañía mantiene inventarios en tránsito constante. El precio del acero se fija en mercados internacionales y la compañía busca la mejor opción de compra en función de la oferta de cada *trader* internacional. Los días de inventario han disminuido durante el periodo analizado, pasando de 159 días en 2017 a 132 días para diciembre de 2020, al contar con ciclos de alrededor de 6 meses se consideran valores adecuados. La compañía busca llegar con sus productos al consumidor final, para lo cual ha incrementado su cobertura geográfica, lo que debería conllevar a tener mayor inventario final para atender las necesidades de los consumidores en cada uno de sus puntos de venta. Para agosto 2021 los inventarios presentaron un incremento con respecto a diciembre de 2020, lo que viene dado como efecto del incremento del precio del acero en mercados internacionales.

Para 2019 y 2020 la compañía mantiene en garantía inventarios en fideicomisos por USD 9.690.112 y USD 8.125.742, respectivamente. Estos inventarios se encuentran respaldando la Cuarta, Quinta y Sexta Emisión de Obligaciones de la compañía. Este rubro disminuyó parcialmente hasta agosto 2021 de acuerdo con la amortización de los instrumentos en mención.

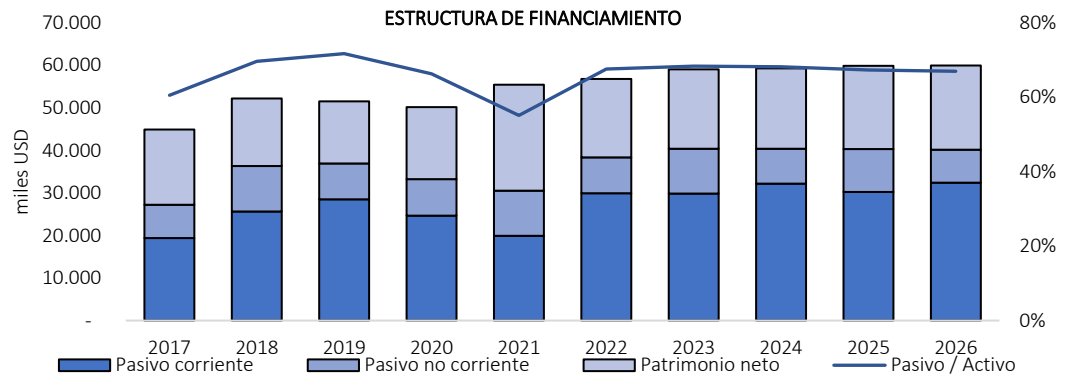
La compañía mantiene valores por concepto de anticipos entregados los que corresponden principalmente a valores entregados a proveedores del exterior por la compra de materia prima. El mercado internacional funciona por medio de preventas de productos. Las compras y por ende los inventarios son financiados mediante préstamos financieros de corto plazo para la importación de la materia prima, con plazos alrededor de 6 meses que es el plazo que dura el ciclo de la compañía. Estos préstamos de corto plazo se cancelan y renuevan para cada operación de comercio internacional. En caso de hacer las compras a nuevos proveedores la compañía utiliza cartas de crédito, caso contrario, con proveedores con quienes mantiene una buena relación mantiene crédito para el pago.

DIPAC MANTA S.A. ha realizado inversiones constantes en propiedad, planta y equipos durante los últimos años, con el fin de brindar el mejor servicio a sus clientes. Durante el 2019 las inversiones correspondieron principalmente a la compra de un terreno para la construcción de su nueva planta por USD 978 mil, construcciones en curso realizadas en el mencionado terreno por USD 1,12 millones, adecuaciones en la sucursal de Santo Domingo por USD 271 mil y a la apertura de la nueva sucursal en Quito Sur 2 por USD 217 mil. La compañía tenía planificado unificar todas las plantas en este nuevo terreno; sin embargo, producto de la pandemia se ha aplazado los planes de unificación. Para 2020 correspondió principalmente a la adquisición de maquinaria (alisadora y perfiladora) por un valor de USD 515 mil. Hasta agosto de 2021 se mantienen valores constantes con respecto a los presentados hasta diciembre de 2020.

ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

Históricamente, las principales alternativas de fondeo de DIPAC MANTA S.A. en orden de importancia lo constituyeron: entidades financieras, recursos propios, recursos captados a través del Mercado de Valores y

proveedores. Durante el periodo analizado, el pasivo total se concentró mayoritariamente en el corto plazo, con una participación promedio de 73% del pasivo corriente sobre el pasivo total (82% para agosto 2021). El financiamiento de los activos a través de recursos propios varía en función de los resultados de cada ejercicio económico, ya que la compañía durante los últimos años ha realizado distribución de dividendos donde se distribuye a los accionistas la totalidad de los resultados del ejercicio anterior. De esta manera, el apalancamiento depende directamente de los resultados de cada ejercicio económico, en promedio el apalancamiento alcanzó 2,08 veces entre 2017 y 2020: sin embargo, para agosto de 2021 el apalancamiento disminuyó hasta 1,79 veces.



Fuente: DIPAC MANTA S.A.

El financiamiento obtenido a través de entidades financieras y Mercado de Valores fue decreciente en el periodo analizado, con un monto máximo en 2018 de USD 29,73 millones (tanto en el corto como en el largo plazo) y un mínimo de USD 16,87 millones en 2020. El financiamiento bancario es la principal fuente de fondeo externo de la compañía y el comportamiento decreciente registrado históricamente se atribuye a la amortización de los instrumentos de deuda emitidos en el Mercado de Valores y al mayor financiamiento obtenido a través de los proveedores.

FUENTES DE FINANCIAMIENTO	2019	2020	AGO-21
Corto plazo			
Banco Internacional S.A.	8.630.541	4.006.157	10.741.636
Banco de la Producción S.A.	5.711.453	2.065.982	6.000.000
Banco de Guayaquil S.A.	2.056.187	2.573.438	2.000.000
Cuarta Emisión de Obligaciones	1.000.000	750.000	-
Quinta Emisión de Obligaciones	1.500.000	1.500.000	1.500.000
Sexta Emisión de Obligaciones	-	1.000.000	1.000.000
Total corto plazo	18.898.181	11.895.577	21.241.636
Largo plazo			
Banco Internacional S.A.	1.347.416	477.460	210.891
Cuarta Emisión de Obligaciones	750.000	-	-
Quinta Emisión de Obligaciones	3.000.000	1.500.000	375.000
Sexta Emisión de Obligaciones	-	3.000.000	2.250.000
Total largo plazo	5.097.416	4.977.460	2.835.891
Total deuda con costo	23.995.597	16.873.037	24.077.527

*Los valores presentados en las fuentes de financiamiento se encuentran sin provisión de intereses

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

La compañía mantiene una concentración importante en las obligaciones bancarias de corto plazo, de acuerdo con la necesidad de importación de materia prima y en el largo plazo se concentran fundamentalmente los instrumentos que mantiene vigentes en el Mercado de Valores. La compañía históricamente ha mantenido una presencia constante en el Mercado de Valores ecuatoriano a través de 2 emisiones de papel comercial y 6 emisiones de obligaciones. Se espera que a través de la Séptima Emisión de Obligaciones la compañía reestructure parcialmente las obligaciones con costo.

Las cuentas por pagar no relacionadas están compuestas en su mayor parte por financiamiento con proveedores del exterior. Estos proveedores representaron el 77% del total de cuentas por pagar para diciembre de 2020. Al realizar las compras de materia prima a través de distribuidores e intermediarios, la

composición de los proveedores es variable y no se aprecia concentración significativa. La compañía mantiene un adecuado calce de flujos denotado en la presencia de mayores días de pago que días de cobro, fortaleciendo la posición de liquidez de la compañía y fortaleciendo la generación de flujo operativo.

El patrimonio mantuvo un comportamiento estable durante el periodo de análisis, varío en función de los resultados de cada ejercicio económico, los que fueron distribuidos a los accionistas. La compañía durante los últimos años ha distribuido la totalidad de los resultados de los ejercicios económicos a los accionistas. El capital social presentó un valor constante de USD 581 mil entre 2017 y 2020. De la misma manera, la compañía mantuvo USD 4,87 millones como reservas de capital y USD 2,94 millones por concepto de resultados por adopción de NIIF por primera vez. La estructura del patrimonio potenció índices de rentabilidad aceptables, por encima de inversiones alternativas.

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, DIPAC MANTA S.A. mantiene vigente la Quinta y Sexta Emisión de Obligaciones. La presencia bursátil que ha mantenido el Emisor se detalle a continuación:

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primer Programa de Papel Comercial	2013	SC.IMV.DAYR. DJMV.G.13.0006527	1.000.000	Cancelada
Segundo Programa de Papel Comercial	2014	SCV.INMV. DNAR.14.0005313	4.000.000	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones	2010	SC.IMV.DAYR. DJMV.G.10.0008895	4.000.000	Cancelada
Tercera Emisión de Obligaciones	2015	SCVS.INM.DNAR.15000499	4.000.000	Cancelada
Cuarta Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.INMV. DNAR.2017.0000348	4.000.000	Cancelada
Quinta Emisión de Obligaciones	2018	SCVS.INMV. DNAR.2018.00008999	6.000.000	Vigente
Sexta Emisión de Obligaciones	2020	SCVS.IRQ.DRMV.2020.00007039	4.000.000	Vigente

Fuente: SCVS

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que presentaron los instrumentos que DIPAC MANTA S.A. ha mantenido en circulación en el Mercado de Valores:

LIQUIDEZ PRESENCIA BURSÁTIL	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Segundo Programa de Papel Comercial	1	7	4.000.000
Tercera Emisión de Obligaciones	281	16	3.858.666
Cuarta Emisión de Obligaciones	1	18	4.000.000
Quinta Emisión de Obligaciones	12	17	6.000.000
Sexta Emisión de Obligaciones	7	16	4.000.000

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

INSTRUMENTO

Con fecha 16 de agosto de 2021, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DIPAC MANTA S.A. aprobó la Séptima Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 6.000.000.

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES					
Características	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	USD 6.000.000	1.800 días	7%	Trimestral	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.				
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	Los recursos captados en virtud del proceso de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo servirán para sustituir pasivos con instituciones financieras a cargo de la compañía y para capital de trabajo que ésta requiere para su operación (se entiende como capital de trabajo las cuentas denominadas cuentas por cobrar, inventarios y bancos).				
Valor nominal	USD 100,00				
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.				
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil				

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	
Rescates anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados.
Underwriting	La emisión no contempla un contrato de underwriting.
Estructurador financiero	Albion Casa de Valores S.A.
Agente colocador	Albion Casa de Valores S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abogados Cía. 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.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

La siguiente tabla de amortización se basa en un supuesto de colocación total de la emisión:

AMORTIZACIÓN SÉTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	CAPITAL INICIAL	PAGO CAPITAL	PAGO INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO CAPITAL
1	6.000.000	300.000	105.000	405.000	5.700.000
2	5.700.000	300.000	99.750	399.750	5.400.000
3	5.400.000	300.000	94.500	394.500	5.100.000
4	5.100.000	300.000	89.250	389.250	4.800.000
5	4.800.000	300.000	84.000	384.000	4.500.000
6	4.500.000	300.000	78.750	378.750	4.200.000
7	4.200.000	300.000	73.500	373.500	3.900.000
8	3.900.000	300.000	68.250	368.250	3.600.000
9	3.600.000	300.000	63.000	363.000	3.300.000
10	3.300.000	300.000	57.750	357.750	3.000.000
11	3.000.000	300.000	52.500	352.500	2.700.000
12	2.700.000	300.000	47.250	347.250	2.400.000
13	2.400.000	300.000	42.000	342.000	2.100.000
14	2.100.000	300.000	36.750	336.750	1.800.000
15	1.800.000	300.000	31.500	331.500	1.500.000
16	1.500.000	300.000	26.250	326.250	1.200.000
17	1.200.000	300.000	21.000	321.000	900.000
18	900.000	300.000	15.750	315.750	600.000
19	600.000	300.000	10.500	310.500	300.000
20	300.000	300.000	5.250	305.250	-

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

Al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos se verificará en revisiones posteriores. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó que la Escritura Pública de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Al ser la calificación inicial todavía no se cuenta con información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, misma que se analizará en las revisiones de la presente calificación

MONTO MÁXIMO DE 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 31 de agosto de 2021, la compañía mantuvo un total de activos por USD 57,70 millones, de los cuales USD 41,88 millones fueron activos menos deducciones.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó la información del certificado de monto máximo de emisión de la empresa, con información financiera cortada al 31 de agosto de 2021, evidenciando que el monto máximo de emisión fue de 33,50 millones. Se entiende como monto máximo: "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. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.”.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	MONTO USD
Activo Total (USD)	57.696.801
(-) Activos o impuestos diferidos	-636.051
(-) Activos gravados.	-9.819.041
Inventarios	-7.122.661
Propiedad, planta y equipo	-2.696.380
(-) Activos en litigio	
(-) Gastos anticipados	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	-239.775
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el Emisor y negociados en el Mercado de Valores	-5.125.000
(-) 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.	
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social.	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	-181
Total activos menos deducciones	41.876.753
Monto máximo de emisión (80% activos menos deducciones)	33.501.402

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de agosto de 2021, presentó un monto máximo de emisión de USD 33,50 millones.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de agosto de 2021, 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 1,31 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Por otro lado, “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 Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A., representa el 26,95% del 200% del patrimonio al 31 de agosto de 2021 y el 53,89% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	MONTO USD
Patrimonio	20.643.609
200% patrimonio	41.287.218
Quinta Emisión de Obligaciones	1.875.000
Sexta Emisión de Obligaciones	3.250.000
Séptima Emisión de Obligaciones (nueva)	6.000.000
Total emisiones en circulación	11.125.000
Total emisiones/200% patrimonio	26,95%

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

PERFIL FINANCIERO
PROYECCIONES DE GLOBALRATINGS

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 con

menores ventas y una mayor participación del costo de ventas. En el análisis histórico, el Emisor registró una tendencia creciente en el nivel de ventas entre 2017 y 2019 que se revirtió para el 2020 como consecuencia de la crisis derivada de la emergencia sanitaria del Covid 19.

Durante 2021 el consumo doméstico de acero a nivel mundial impulsó al alza el precio del *commodity*, al ser un recurso escaso, lo que influyó de manera positiva sobre las ventas y el margen de la compañía. De esta manera presentó un crecimiento importante en el nivel de ventas en dólares frente a su similar de 2020 (+63%). Al comparar el desempeño en kilos vendidos existió un incremento interanual del 24%, lo que supone que la reactivación económica y el precio internacional del acero influyeron positivamente durante 2021.

Por esta razón, para el cierre del 2021 y bajo un escenario conservador se estima un crecimiento del 47% en ventas. Conforme la economía se vaya reactivando y retomando los niveles de operación normal, se esperan crecimiento ralentizados para el año 2022 en delante de 3%. Tal proyección estresa la realizada por el estructurador financiero, quien estima un crecimiento de 50,08%. La participación del costo de ventas sobre las ventas presentó un comportamiento decreciente entre 2018 y 2020. Para 2021 y fruto de factores exógenos la participación del costo disminuyó hasta alcanzar el 53,57%, lo que ocasionó un incremento en los márgenes de la compañía. Bajo un escenario conservador se prevé una participación del costo de 57% para 2021 y 65,50% para periodos posteriores retomando progresivamente valores históricos, escenario conservador frente al realizado por el estructurador.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas manteniendo su estructura flexible y variable, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a las deudas con costo, tanto proveniente de entidades bancarias como los del Mercado de Valores.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	CRITERIO
	REAL				PROYECTADO						
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	70.136	77.946	78.599	61.821	47%	3%	3%	3%	3%	3%	
Costo de ventas y producción	64%	68%	67%	61%	57%	66%	66%	66%	66%	66%	% ventas
Gasto de ventas	0%	0%	-11%	-11%	-8%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	% ventas
Cuentas por cobrar (CP)	3%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	% ventas
Provisiones	13%	6%	1%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	% C x C
Inventarios	44%	42%	37%	37%	39%	35%	36%	36%	36%	36%	% CV
Cuentas por pagar (CP)	2%	3%	0%	25%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	% CV

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará para el año 2021 como consecuencia de la reactivación económica. Se estimó 8 días de cartera para el periodo proyectado, coherente con el comportamiento histórico. En cuanto a los inventarios, la compañía mantiene un *stock* de mercadería terminada como eje estratégico de su gestión comercial, por lo que ante una recuperación en la economía supondría mayores niveles de inventarios para periodos futuros, alrededor de los USD 31 millones, se proyectan 140 días de inventarios para 2021, los que se estabilizarán en 130 días para años posteriores. El aprovisionamiento de existencias implicaría un mayor apalancamiento en los proveedores, por lo que se proyecta 23 días de pago para 2021 y alcanzar los 21 días para los siguientes años, situación que ya se materializa hasta agosto de 2021. Cabe señalar que las premisas utilizadas resultan conservadoras frente al promedio histórico y a las proyecciones del estructurador financiero.

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados con 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	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL				PROYECTADO					
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	1,55	1,39	1,12	1,26	1,84	1,25	1,31	1,20	1,31	1,23
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,71	0,71	0,77	0,74	0,65	0,78	0,74	0,80	0,75	0,81
Pasivos Totales / Activos Totales	0,61	0,70	0,72	0,66	0,55	0,68	0,68	0,68	0,67	0,67
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,77	0,82	0,65	0,51	0,54	0,65	0,66	0,65	0,63	0,62
Deuda LP / Activos Totales	0,13	0,16	0,10	0,10	0,12	0,08	0,11	0,07	0,10	0,06
EBITDA / Gastos Financieros	10,23	6,59	4,83	6,21	15,15	8,47	7,78	7,53	8,39	8,36

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL				PROYECTADO					
Utilidad Operacional / Ventas	0,22	0,17	0,15	0,19	0,29	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
Margen Bruto / Ventas	0,36	0,32	0,33	0,39	0,43	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Utilidad Neta / Patrimonio	0,51	0,45	0,40	0,37	0,65	0,53	0,53	0,54	0,56	0,56

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

LIQUIDEZ

DIPAC MANTA S.A. históricamente demuestra un nivel de liquidez suficiente que le ha permitido hacer frente a sus obligaciones financieras y no financieras con holgura, alcanzando un promedio de 1,33 entre el 2017 y 2020. Este indicador presentó una tendencia decreciente de acuerdo con el mayor crédito obtenido con proveedores y mayor financiamiento bancario de corto plazo para financiar las importaciones. A partir de 2020 y producto de mayores inventarios el índice de liquidez mejora. Para periodos futuros se estima que este valor incremente de acuerdo con la colocación de la Séptima Emisión de Obligaciones y el incremento de las cuentas por cobrar clientes e inventarios producto de las mayores ventas proyectadas.

La relación de pasivos corrientes sobre pasivos totales mostró estabilidad alrededor del 73% producto de la necesidad de financiamiento externo de corto plazo para importar materia prima y a la reestructuración progresiva de la deuda financiera para el largo plazo a través de incursiones en el Mercado de Valores. Esta tendencia planea mantenerse estable para el periodo proyectado con porcentajes alrededor del 78%, considerando el comportamiento histórico. La proyección asume nuevas incursiones en el Mercado de Valores, lo que supondría una mejor estructura de financiamiento, una concentración mayor en el largo plazo y una menor necesidad de financiamiento de corto plazo, disminuyendo la participación del pasivo corriente sobre el total de pasivos.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Durante los últimos años la compañía ha distribuido la totalidad de los resultados del ejercicio económico anterior a los accionistas. Los pasivos de la compañía representaron en promedio el 67% de los activos, lo que indica que un porcentaje importante fue financiado a través de recursos de terceros. El apalancamiento varió en función del resultado del ejercicio en curso y se compara favorablemente con otras empresas manufactureras. Los resultados proyectados para periodos futuros suponen utilidades atractivas y constantes, lo que permitirá mantener el apalancamiento por debajo de niveles históricos.

El financiamiento con costo es la principal fuente de fondeo externo de la compañía. El financiamiento obtenido a través de entidades financieras y Mercado de Valores fue decreciente en el periodo analizado, pasando de representar el 82% del total de pasivos en 2018 a 51% en 2020, producto de una mayor representatividad de las cuentas por pagar comerciales en el pasivo. Se prevé una menor participación relativa de la deuda con costo sobre el pasivo total, de acuerdo con los mayores resultados proyectados, los que desencadenan en una menor necesidad de apalancamiento por parte de la compañía.

Históricamente, la compañía ha concentrado la mayor parte de las obligaciones con costo en el corto plazo, de acuerdo con el financiamiento del proceso de importación de materia prima, dura alrededor de 6 meses. La porción de largo plazo ha sido en su mayor parte instrumentos emitidos en el Mercado de Valores. La compañía ha incursionado recurrentemente en el Mercado de Valores desde el año 2013, la proyección estima que mantenga este comportamiento durante los próximos años.

La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros mostró un comportamiento decreciente a partir de 2018; sin embargo, mostró una cobertura más que suficiente y holgada en el periodo analizado con valores superiores a 4,83 veces. A partir de 2020 se revirtió la tendencia presentada, para periodos posteriores se estima una tendencia creciente de esta cobertura considerando una recuperación en el nivel de ventas y en resultados. Adicionalmente, la compañía mantiene una cobertura atractiva sobre la deuda con costo de corto plazo, reflejando una posición sólida de solvencia; sin embargo, los gastos por concepto de intereses considerados en el servicio de la deuda deterioran la relación presentando para algunos años una relación menor a la unidad.

RENTABILIDAD

Dada la estructura operativa de la compañía, los gastos operacionales fueron flexibles y variaron de acuerdo con el comportamiento de las ventas, lo que permitió mantener resultados estables y positivos en todo el periodo analizado, incluso ante condiciones menos favorables del entorno. Consecuentemente, las

relaciones de margen bruto sobre ventas y de utilidad operativa sobre ventas mantuvieron valores crecientes durante los últimos años. Se estima que la participación del costo de ventas incremente a partir de 2022; sin embargo, los márgenes se estiman atractivos para el giro de negocio. La compañía se orienta en la transformación y distribución de sus productos a consumidores finales, lo que le representa un mayor margen de contribución.

La estrategia implementada por la compañía y el enfoque estratégico dieron indicadores atractivos de rentabilidad sobre patrimonio y sobre activos. En promedio el retorno sobre el patrimonio alcanzó el 43% y el retorno sobre los activos el 14%, indicadores comparados favorablemente frente a inversiones alternativas.

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 (MILES USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL			PROYECTADO					
Obligaciones con entidades financieras CP	21.229	16.398	8.646	5.926	18.051	16.500	19.500	16.000	19.000
Obligaciones emitidas CP	-	2.500	3.250	3.700	2.200	3.400	2.400	3.600	2.400
Obligaciones con entidades financieras LP	8.498	1.347	477	51	-	-	-	-	-
Obligaciones emitidas LP	-	3.750	4.500	6.800	4.600	6.600	4.200	6.000	3.600
Subtotal deuda	29.727	23.996	16.873	16.477	24.851	26.500	26.100	25.600	25.000
Efectivo y equivalentes al efectivo	922	819	2.923	621	542	901	475	447	359
Deuda neta	28.805	23.177	13.950	15.856	24.310	25.599	25.625	25.153	24.641

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

Los índices proyectados reflejan la estrategia financiera de la empresa y el mejoramiento paulatino de los índices utilizados. La Deuda Neta mostró una tendencia negativa en el periodo histórico, lo que refleja la menor necesidad de endeudamiento con costo, correspondiente en su mayor parte a través de entidades financieras de corto plazo. Esta disminución vino dada por mayores términos de pago con los proveedores y a la mayor rotación de inventarios registrada entre 2018 y 2020, lo que requirió de un menor financiamiento externo. Para años posteriores, el incremento en ventas planteado y la apertura de nuevos puntos de venta requerirá de un mayor financiamiento externo, se espera que la deuda neta se estabilice en valores cercanos a los registrados entre 2018 y 2019.

INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL			PROYECTADO					
Deuda neta (miles USD)	28.805	23.177	13.950	15.856	24.310	25.599	25.625	25.153	24.641
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	4.065	14.224	16.228	7.361	9.787	10.382	11.709	11.885	12.635
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	22.320	21.539	4.849	18.880	20.009	21.240	21.878	22.534	23.210
Años de pago con EBITDA	2,0	1,7	1,0	0,6	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2
Años de pago con FLE (APF)	7,1	1,6	0,9	2,2	2,5	2,5	2,2	2,1	2,0
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	16.296	23.162	18.126	13.097	11.232	21.777	21.984	23.859	21.709
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,88	0,57	0,74	2,11	1,62	0,87	0,88	0,85	0,95

Fuente: DIPAC MANTA S.A.

El Flujo Libre de Efectivo siempre se mantuvo positivo en el periodo analizado, lo que demuestra la capacidad que tiene el Emisor para generar flujo operativo independientemente del comportamiento de las ventas, alcanzando siempre valores positivos incluso en escenarios de estrés y ante un entorno menos favorable. Este comportamiento es una consecuencia del calce adecuado del promedio de días de cobro y días de pago. Para las proyecciones se estima que este indicador se mantenga con valores alrededor de los USD 7 millones para 2021 y alrededor de los USD 25 millones para periodos futuros, coherente con el comportamiento histórico.

La Necesidad Operativa de Fondos mantuvo una tendencia decreciente en el periodo de análisis al pasar de un monto de USD 22,32 millones en 2018 a USD 4,85 millones en 2020. La compañía mantiene niveles de inventarios de productos terminados elevados como un factor estratégico de su gestión comercial, lo que requiere de una mayor necesidad operativa de fondos. Los créditos otorgados por los proveedores y las obligaciones financieras, principalmente bancarias, financiaron esta necesidad de activos. Se estima que la necesidad operativa de fondos alcance valores cercanos a los USD 20 millones para el periodo 2021- 2026.

El Servicio de la Deuda creció para 2019 en función de un incremento en las obligaciones financieras de corto plazo lo que influyó en un mayor gasto financiero. Este incremento fue aliviado para 2020 en parte por un mayor crédito otorgado por los proveedores y a través de préstamos bancarios de corto plazo con una tasa

promedio ponderada menor a la histórica, de acuerdo con la liquidez presente en el sistema financiero. Para periodos futuros se espera mantener el servicio de la deuda en valores similares a los presentados históricamente.

La compañía presentó históricamente una relación favorable de años de pago con EBITDA y años de pago con flujo libre de efectivo. Se espera que para periodos futuros se mantenga esta relación. La Razón de Cobertura de Deuda mantuvo valores inferiores a la unidad, los que fueron influenciados por los gastos financieros que deterioraron esta relación; sin embargo, se mantiene una cobertura considerada adecuada. Se prevé que la Razón de Cobertura de Deuda incremente para 2021 y 2022 lo que supone una mejora en la solvencia por parte de la compañía.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AAA

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.

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 la Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A., 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 (MILES USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2020	AGOSTO 2021
	REAL	REAL	REAL	REAL	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	INTERANUAL	INTERANUAL
ACTIVO	44.909	52.219	51.551	50.195	55.467	56.826	59.114	59.287	59.919	60.002	50.147	57.697
ACTIVO CORRIENTE	30.035	35.684	31.972	31.126	36.672	37.342	39.039	38.820	39.561	39.752	30.674	38.721
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.016	922	819	2.923	621	542	901	475	447	359	7.295	1.618
Inventarios	19.786	22.196	19.676	13.949	20.202	21.459	22.734	23.416	24.118	24.842	21.122	33.577
Mercaderías en tránsito	6.011	8.827	8.186	11.355	11.355	10.788	10.788	10.248	10.248	9.736	-	-
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	1.979	1.927	1.863	458	2.045	2.106	2.169	2.234	2.301	2.370	319	1.062
Otros activos corrientes	1.243	1.811	1.427	2.440	2.448	2.448	2.447	2.447	2.446	2.445	1.938	2.464
ACTIVO NO CORRIENTE	14.874	16.535	19.580	19.069	18.795	19.485	20.075	20.466	20.358	20.250	19.473	18.976
Propiedades, planta y equipo	20.051	20.891	21.803	22.071	22.871	24.671	26.371	27.871	28.871	29.871	18.239	17.742
Terrenos	6.331	6.981	7.960	7.960	7.960	7.960	7.960	7.960	7.960	7.960	-	-
Construcciones en curso	730	763	1.420	1.607	1.607	1.607	1.607	1.607	1.607	1.607	-	-
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(12.257)	(12.191)	(12.760)	(13.760)	(14.894)	(16.029)	(17.163)	(18.298)	(19.433)	(20.567)	-	-
Otros activos no corrientes	19	90	1.157	1.191	1.251	1.276	1.301	1.327	1.353	1.380	1.234	1.234
PASIVO	27.198	36.363	36.983	33.283	30.581	38.410	40.435	40.429	40.351	40.190	34.198	37.053
PASIVO CORRIENTE	19.389	25.682	28.498	24.696	19.949	29.954	29.902	32.218	30.259	32.416	27.742	30.448
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	983	1.803	4.683	9.558	3.367	3.556	3.663	3.773	3.886	4.002	3.228	3.215
Obligaciones con entidades financieras CP	15.038	21.229	16.398	8.646	5.926	18.051	16.500	19.500	16.000	19.000	19.645	18.742
Obligaciones emitidas CP	-	-	2.500	3.250	3.700	2.200	3.400	2.400	3.600	2.400	2.500	2.500
Provisiones por beneficios a empleados CP	2.383	2.003	1.666	1.725	4.147	2.639	2.699	2.779	2.875	2.977	962	3.242
Otros pasivos corrientes	986	647	3.250	1.517	2.809	3.508	3.640	3.766	3.898	4.037	1.408	2.750
PASIVO NO CORRIENTE	7.809	10.681	8.485	8.586	10.632	8.456	10.533	8.212	10.092	7.774	6.456	6.605
Obligaciones con entidades financieras LP	5.888	8.498	1.347	4.77	51	-	-	-	-	-	892	211
Obligaciones emitidas LP	-	-	3.750	4.500	6.800	4.600	6.600	4.200	6.000	3.600	1.875	2.625
Provisiones por beneficios a empleados LP	1.896	2.161	2.626	2.852	3.014	3.075	3.136	3.199	3.263	3.328	2.929	3.014
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	559	568	579	591	602	614	627	639	559	568
Otros pasivos no corrientes	25	22	202	189	187	191	195	198	202	207	200	187
PATRIMONIO NETO	17.711	15.856	14.568	16.912	24.885	18.416	18.679	18.857	19.568	19.812	15.949	20.644
Capital suscrito o asignado	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581	581
Reserva facultativa, estatutaria y otras	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866	4.866
Resultados acumulados por adopción por primera vez NIIF	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942	2.942
Reserva legal	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310
Ganancia o pérdida neta del periodo	9.012	7.157	5.869	6.213	16.186	9.717	9.980	10.158	10.869	11.113	2.380	11.945
Otras cuentas patrimoniales	-	-	-	2.000	-	-	-	-	-	-	4.869	-

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2020	AGOSTO 2021
	REAL	REAL	REAL	REAL	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	INTERANUAL	INTERANUAL
Ingresos de actividades ordinarias	70.136	77.946	78.599	61.821	90.877	93.603	96.411	99.304	102.283	105.351	36.285	59.238
Costo de ventas y producción	44.795	53.298	52.528	37.911	51.800	61.310	63.149	65.044	66.995	69.005	24.258	31.734
Margen bruto	25.341	24.648	26.071	23.910	39.077	32.293	33.262	34.260	35.288	36.346	12.027	27.504
(-) Gastos de administración	(10.453)	(11.193)	(5.837)	(5.305)	(5.570)	(5.849)	(6.141)	(6.448)	(6.770)	(7.109)	(2.012)	(228)
(-) Gastos de ventas	-	-	(8.255)	(6.722)	(7.270)	(9.641)	(9.641)	(9.930)	(9.717)	(10.008)	(5.318)	(7.206)
(+) Otros ingresos operacionales	275	4	16	90	-	-	-	-	-	-	(166)	(242)
Utilidad operativa	15.164	13.458	11.995	11.973	26.237	16.803	17.480	17.881	18.800	19.229	4.531	19.828
(-) Gastos financieros	(1.553)	(2.180)	(2.752)	(2.151)	(1.823)	(2.147)	(2.427)	(2.560)	(2.406)	(2.468)	(1.309)	(985)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de participación e impuestos	13.610	11.279	9.243	9.822	24.414	14.656	15.053	15.322	16.394	16.761	3.222	18.843
(-) Participación trabajadores	(2.042)	(1.692)	(1.386)	(1.473)	(3.662)	(2.198)	(2.258)	(2.298)	(2.459)	(2.514)	-	(2.826)
Utilidad antes de impuestos	11.569	9.587	7.856	8.349	20.752	12.458	12.795	13.024	13.935	14.247	3.222	16.016
(-) Gasto por impuesto a la renta	(2.557)	(2.430)	(1.987)	(2.136)	(4.565)	(2.741)	(2.815)	(2.865)	(3.066)	(3.134)	(841)	(4.072)
Utilidad neta	9.012	7.157	5.869	6.213	16.186	9.717	9.980	10.158	10.869	11.113	2.380	11.945
EBITDA	15.885	14.375	13.289	13.362	27.626	18.192	18.869	19.270	20.189	20.618	5.283	20.609

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	AGOSTO 2020	AGOSTO 2021
	REAL	REAL	REAL	REAL	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	PROYECTADO	INTERANUAL	INTERANUAL
Flujo Actividades de Operación	310	4.065	14.224	16.228	7.361	9.787	10.382	11.709	11.885	12.635	10.548	1.175
Flujo Actividades de Inversión	(3.591)	(3.949)	(3.150)	(590)	(1.054)	(2.054)	(1.954)	(1.754)	(1.254)	(1.254)	(1.988)	(1.471)
Flujo Actividades de Financiamiento	3.535	(211)	(11.177)	(13.534)	(8.609)	(7.813)	(8.068)	(10.380)	(10.658)	(11.469)	(2.084)	(1.009)
Saldo Inicial de Efectivo	761	1.016	922	819	2.923	621	542	901	475	447	819	2.923
Flujo del Período	255	(94)	(103)	2.104	(2.302)	(80)	359	(425)	(28)	(89)	6.476	(1.305)
Saldo Final de Efectivo	1.016	922	819	2.923	621	542	901	475	447	359	7.295	1.618

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, 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.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, 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.
IMPACTO DEL ENTORNO	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.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, 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.
EMPRESAS VINCULADAS	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.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Números 3, 4 y 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.
INSTRUMENTO	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. 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.
ACTIVOS DEPURADOS	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. 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.
200% PATRIMONIO	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.

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.