CALIFICACIÓN DE RIESGO INICIAL DE LA SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE

DIPAC MANTA S.A.

SEPTIEMBRE DE 2020

www.scrla.fin.ec

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE DIPAC MANTA S.A.	
Monto aprobado de la emisión:	Hasta por US$4,000,000.00
Plazo:	1,440 días con base comercial de 360 días por año
Tasa de interés:	8.00% anual fija
Amortización de capital:	Trimestral
Pago de Intereses:	Trimestral
Garantías y Resguardos:	Garantía General, Garantía Específica y Resguardos de Ley.
Garantía Especifica	Esta consiste en un fideicomiso de garantía al cual **DIPAC MANTA S.A**. aportará Inventario por un valor equivalente al 125% del monto de la emisión o su saldo en circulación. Actúa como Fiduciaria la compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Futura FUTURFID S.A.
Uso de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en 100% para sustituir pasivos con instituciones financieras, a cargo de la compañía y para que esta obtenga el capital de trabajo requerido para su operación.

CALIFICACIÓN ASIGNADA A LA SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES AAA-

El Comité de Calificación de nuestra institución, en sesión del 25 de Septiembre de 2020, basado en el análisis efectuado por el personal técnico, a partir de la información financiera histórica auditada proporcionada por el Emisor desde el 2004 al 2010 preparados bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC) y los años 2011 al 2019 basados en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs), así como el año 2010 como periodo de transición, el corte interno al 31 de Agosto de 2020 (no auditado), además del detalle de los activos libres de gravamen, ha resuelto asignar a la Sexta Emisión de Obligaciones por un monto de hasta **US$4,000,000**, de la compañía **Dipac Manta S.A.,** en la categoría de riesgo **"AAA-"**, la misma que se define en:

"AAA"[1]

Corresponde a los valores cuyos Emisores y Garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el Emisor y su Garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. El signo menos (-) indicará que la calificación podría descender hacia su categoría inmediata inferior.

PRESENCIA BURSATIL

Es importante indicar que el Emisor actualmente participa con los siguientes instrumentos: 1) Cuarta Emisión de Obligaciones por US$4.0 millones con saldo de US$1.0 millones, la cuarta emisión de obligaciones con resolución No. SCVS.INMV.DNAR-2017-00003408 emitida el 16 de agosto de 2012. 2) Quinta Emisión de Obligaciones por US$6.0 millones con saldo de US$3.4 millones

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

CALIFICACION INICIAL Septiembre 2020
AAA-

FUNDAMENTACIÓN

La ocurrencia de un evento no programado paralizó la economía de los países a nivel mundial desde el mes de marzo de 2020. En el caso de Ecuador el impacto de la crisis tuvo graves consecuencias hasta el mes de junio, fecha en la cual las medidas adoptadas por las autoridades centrales y locales, lograron reducir los efectos en el conjunto

[1]*Conforme al Artículo 14 y 16, Sección II, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II, la calificación otorgada por la Calificadora a las presentes Emisiones de Obligaciones no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.*
Conforme al Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Subtítulo I, Título II El informe de calificación se realizó en base a información proporcionada por el Emisor y obtenida de los Estados Financieros Auditados.

de la sociedad. El gobierno nacional aprovechando la poca movilización existente en estos meses, logró cerrar un acuerdo con los organismos financieros internacional a partir del cual contará en el corto plazo de influjo de recursos que permitirá a la economía agregada recuperar la tendencia creciente que había mantenido la mayor parte del siglo XXI.

El gobierno contará con recursos para cumplir con el pago de obligaciones pendientes con las administraciones locales y sus proveedores de bienes y servicios, dinamizando con ello el aparato productivo interno. El sector de la construcción tanto a nivel de obras de infraestructura públicas, como de proyectos inmobiliarios privados, empieza a recuperar la dinamia mostrada anteriormente. En este entorno las firmas constructoras al igual que las empresas participes en la cadena de valor como aquellos que suministran productos de acero, como el emisor DIPAC, empiezan a recuperar los volúmenes de producción observados en sus fábricas en los últimos años.

Luego de haber alcanzado niveles de ventas cercanos a ochenta millones, $77.9 en el 2018 y $78.6 en el 2019, los efectos de la pandemia en el aparato productivo del país han incidido en que DIPAC acumule al mes de agosto del presente año ingresos de $36.3 millones con lo cual se estima que al cierre del ejercicio 2020, sus ventas lleguen a estar en un rango inferior cercano a $55.0 millones. Habiendo en el año anterior promediado 5.982 toneladas, en los meses de enero y febrero de este año el volumen de ventas se incrementó 6.055 toneladas, sin embargo luego del inicio de la crisis la producción experimentó una significativa disminución primero a 3.495 toneladas en el mes de marzo, y luego a casi una para de 386 toneladas en abril. Al mes de mayo la producción volvió a incrementarse primero a 2.783 toneladas en mayo, luego a 4.727 en junio, y últimamente a un promedio de 5.431 toneladas entre los meses de julio y agosto. El precio de venta por kilogramo que en los dos primeros meses promedio $1.45, en los últimos 60 días registra un promedio de $1.051. La recuperación del volumen de producción y los precios observados al momento, conducen a estimar que la empresa estará en capacidad de recuperar un nivel de ingresos cercano a $70.0 millones a partir del ejercicio 2021.

El costo del portafolio de productos fabricados por la empresa se mantiene desde el año 2019 en niveles de 66.8%, mientras que los gastos de administración sumado a los gastos de ventas presentan un incremento de 17.9% a 20.2%, como consecuencia de la disminución en los volúmenes de producción señalados anteriormente, dando lugar ello a que el margen operacional que estaba en niveles de 15.3%, al momento se encuentre en 12.9%. De este modo, el monto de flujo de efectivo generado por la operación de la empresa que registró un monto de $13.3 millones el año anterior, a agosto acumula $5.3 millones lo cual indica que al cierre del año el efectivo se encuentre cercano a $10.0 millones. Con la recuperación del volumen de producción observada a partir del mes de julio, se estima que en el año siguiente el flujo de efectivo vuelva a estar en niveles de $12.0 millones.

El monto de capital invertido en la empresa suma un monto de $21.2 millones, con una estructura compuesta por 24.8% de deuda financiera de largo plazo -$5.3 millones- y 75.2% de inversión accionarial -$15.9 millones-. Este capital ha sido aplicado para financiar la inversión en activos fijos y otros inmovilizados por un monto de $15.8 millones, con lo cual logra disponer de un fondo de maniobra de $5.4 millones. Siendo las necesidades de fondos para capital de trabajo de $25.1 millones, la firma ha debido recurrir a endeudamiento de corto plazo por un total de $19.6 millones. Por los eventos señalados, el capital invertido que había llegado a generar un nivel de ingresos equivalente a 2.7 veces su monto, en este año generará ingresos en el orden de 1.3 veces lo invertido. Aún con los cambios experimentados, la empresa logra mantener adecuados niveles de liquidez.

A partir del análisis conjunto de los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos señalados, el Departamento Técnico de la firma, propone como Calificación Preliminar del presente proceso, la Categoría de Riesgo "AAA-".

La Sexta emisión de obligaciones, fue estructurada con garantía general, cumpliendo con los activos libres de gravamen de la Empresa, garantía específica ""**FIDEICOMISO DE GARANTÍA SEXTA EMISIÓN DIPAC",** incluye además los resguardos exigidos por ley.

Los inesperados cambios en el entorno han afectado significativamente las condiciones de la economía del país, no obstante lo cual el emisor DIPAC gracias a la posición de liderazgo que logra mantener en la industria que participa, sumada a la eficiente gestión de sus operaciones evidenciada tanto por su capacidad de generación de efectivo como por el manejo de su estructura de capital, presenta una muy buena capacidad de pago de sus deudas financieras, incluida dentro de estas a los títulos valores de su nueva emisión de obligaciones sujetas al proceso de calificación inicial.

Los miembros del Comité de Calificación luego de analizar los argumentos expuestos en el ejercicio de Calificación Preliminar relativos tanto a los factores de riesgo de orden cualitativo como a los de orden cuantitativo, y una vez revisadas las características propias del instrumento, en particular el mecanismo de garantía específica que el presente título incluye, se pronuncian por asignar al presente proceso de calificación de la Sexta Emisión de Obligaciones de **Dipac Manta S.A.** por un monto de **hasta US$4.0 millones,** en la categoría de riesgo de **"AAA-".**

1. Características de la emisión de obligaciones

Según acta de sesión de Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas celebrada el ocho de Junio del dos mil veinte se resolvió aprobar por unanimidad la Sexta emisión de obligaciones por un monto de hasta US$4'000.000.00 (Cuatro millones 00/100 de dólares de los Estados Unidos de América), cada una por un valor nominal mínimo de US$100. El plazo del programa es de 1,440 días (sobre una base comercial de 360 días por año). La forma de negociación será bursátil hasta por el monto de la emisión, todas las obligaciones a emitirse de tipo desmaterializado mediante anotaciones en cuenta de cada beneficiario a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. La amortización de capital se realizara de manera trimestral. La tasa de interés será del 8.00% anual fija, pagaderos cada 90 días, el cálculo del pago de interés se realiza en base al saldo de capital, a la tasa de interés indicada, considerando base comercial de 360 días por año. La presente emisión contempla la posibilidad de que LA EMISORA pueda redimir anticipadamente el capital de las obligaciones emitidas, cumpliendo las siguientes condiciones: UNO) La redención podrá ser total o parcial; DOS) LA EMISORA redimirá la obligación al ciento por ciento de su valor nominal a los obligacionistas registrados en el DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DECEVALE S.A., en la fecha de pago; TRES) Para llamar a redención anticipada, LA EMISORA publicará un aviso en la prensa con treinta días de anticipación al pago, y notificará con igual anticipación a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito y al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, este suceso, como hecho relevante; CUATRO) En caso de redención parcial, LA EMISORA deberá indicar en el aviso qué porción del capital de la emisión se cancelará; y, CINCO) En el evento de redención parcial, el pago se hará a todos y cada uno de los obligacionistas conforme a la participación proporcional de su acreencia a la fecha de pago. El agente colocador será Albion Casa de Valores S.A.. El agente pagador será Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A.. Representante de Obligacionistas es ASESORSA S.A.. La presente emisión no contempla contrato de underwriting, pero sí contrato para la colocación de las obligaciones, bajo el esquema de "mejor esfuerzo". El destino de los recursos serán destinados en 100% para sustituir pasivos financieros bancarios de la compañía. Las obligaciones que se emitan contarán con Garantía General del Emisor, de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores y Resguardos de Ley; también contara con una Garantía Específica que consiste en un fideicomiso de garantía "FIDEICOMISO DE GARANTÍA SEXTA EMISIÓN DIPAC", al cual DIPAC MANTA S.A. aportará Inventario por un valor equivalente al 125% del monto de la emisión o su saldo en circulación. Actúa como Fiduciaria la compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Futura FUTURFID S.A. Así mismo la empresa EMISORA se compromete a mantener durante la vigencia de la presente emisión los siguientes resguardos: Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: (*)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 estén en mora las obligaciones; (***) 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. Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo trece de la 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.

2. Calificación de la Información

Para el análisis de riesgo de la Sexta emisión de obligaciones de DIPAC MANTA S.A ha proporcionado entre otros requerimientos de información, lo siguiente: Estados Financieros auditados por el periodo 2004 al 2010 preparados bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC) y los años 2011 al 2019 basados en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs), así como el año 2010 como periodo de transición, el corte interno al 31 de Agosto de 2020 (no auditado) preparado bajo NIIF, detalle de activos libres de Gravámenes, entre otra información cualitativa y cuantitativa. Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por Dipac Manta S.A. para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora

y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.

Los estados financieros auditados reportados en los años (2014 y 2013) mencionan que los estados financieros se presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la posición financiera de Dipac Manta S.A. y fueron auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 019. Los estados financieros auditados por los años 2011 y 2012 fueron auditados por la firma Price Waterhouse Coopers del Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 011, quienes mencionaron que la Situación Financiera de la Compañía se presenta razonablemente, adicionalmente indicaron que durante el año 2010 Dipac Manta S.A., llevo a cabo un proceso de fusión por absorción con su compañía relacionada Negocios Globales Neglo S.A., el cual fue aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros con fecha 14 de septiembre de 2010 mediante resolución No.SC.DIC.P.2010.0555; esta fusión se realizó mediante el traspaso en bloque a perpetuidad a favor de la compañía, del patrimonio, activos y pasivos de Negocios Globales Neglo S.A., esta transacción no dio lugar a una plusvalía mercantil.

Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda., informo que la Administración de la Compañía, a partir del año 2013 considera los dividendos anticipados de los accionistas como un menor valor del Patrimonio y no como cuentas por cobrar; en razón de esta circunstancia, y con el propósito de cumplir con las Normas Internacionales de Información Financiera, los estados financieros por los años 2012 y 2011 fueron restablecidos.

Los estados financieros en el año 2015 fueron auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 019. Los mismos que expresan, los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la situación financiera de DIPAC MANTA S.A. al 31 de Diciembre de 2015, el resultado de sus operaciones y sus flujos de efectivos por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera –NIIF, emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB).

Los estados financieros en el año 2016 fueron auditados por la firma BDO Ecuador. con número RNAE No. 193. Los mismos que expresan, los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de DIPAC MANTA S.A. al 31 de Diciembre de 2016, así como el resultado de sus operaciones y el flujo de efectivo por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Los estados financieros en el año 2017 fueron auditados por la firma BDO Ecuador. con número RNAE No. 193. En cuya opinión expresan, los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de DIPAC MANTA S.A. al 31 de Diciembre de 2017, así como el resultado de sus operaciones y el flujo de efectivo por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Los estados financieros en el año 2018 fueron auditados por la firma BDO Ecuador. con número RNAE No. 193. En cuya opinión expresan, los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de DIPAC MANTA S.A. al 31 de Diciembre de 2018, así como el resultado de sus operaciones y el flujo de efectivo por el año terminado a esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Los estados financieros en el año 2019 fueron auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 019. En cuya opinión expresan, Hemos auditado los estados financieros que se adjuntan de Dipac Manta S.A. (en adelante "La Compañía") que comprenden el estado de situación financiera al 31 de diciembre del 2019 y los correspondientes estados de resultado integral, de cambios en el patrimonio y de flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, así como las notas a los estados financieros que incluyen un resumen de las políticas contables significativas. En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la posición financiera de Dipac Manta S.A. al 31 de diciembre del 2019, el resultado de sus operaciones y sus flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de conformidad con Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB).

La evaluación de los elementos cualitativos del riesgo de la industria se ha realizado en base al análisis de información provista directamente por la Institución y la extraída de otras fuentes externas.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad acorde a la metodología interna de la Calificadora para los últimos tres ejercicios anuales; y que el Emisor tiene capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación.

3. Análisis de la Capacidad de Pago Histórica

3.1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de la emisión de obligaciones se basó en información contenida en los estados financieros auditados previamente mencionados además del corte interno al 31 de Agosto de 2020.

La cobertura de gastos financieros se obtuvo de confrontar el flujo de efectivo depurado promedio entre los periodos anualizados bajo NIIF, generado por los activos productivos de la Empresa con los gastos derivados de la deuda financiera que a la fecha son conocidos.

Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. La deuda financiera mencionada fue incluida en el análisis con una tasa de interés igual a la tasa vigente ponderada de dichos créditos, organizados por acreedor. (Ver sección metodología en el presente informe).

El resultado obtenido reflejó que los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado en los ejercicios de manera suficiente.

En miles Dólares (US$)						
	2015	2016	2017	2018	2019	Agosto 2020
Activos Promedio	39,922	35,004	39,118	48,269	50,961	49,515
Flujo Depurado Ejer.	10,433	11,339	13,521	12,601	13,213	5,449
%Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	26.13%	32.39%	34.56%	26.11%	25.93%	16.51%
Monto de Deuda a Agosto 2020						24,912
Gastos Financieros a Agosto 2020						1,852
Cobertura Histórica de Gastos Financieros:						5.67
Pasivos Exigibles / EBITDA:						1.66

3.2. Evaluación de los Riesgos de la Industria

Considerando el origen del flujo de fondos de la empresa emisora, el análisis del riesgo industrial presentado a continuación se ha sustentado primordialmente en la situación actual de los productores de las materias primas (básicamente el mercado internacional) y debido al encadenamiento productivo con los diversos sectores productivos como el agrícola, agroindustrial, manufacturero, comercial y servicios, que se da a través de la provisión de materiales, insumos, máquinas y equipos necesarios para el desarrollo de la actividad económica de estos sectores, el análisis de la economía local. Tomando en conjunto los factores señalados se establece que el sector en el que participa el Emisor presenta al momento un riesgo Medio pero cuya perspectiva depende de la reactivación de la economía y del sector constructor.

Mercado Internacional de Materias Primas

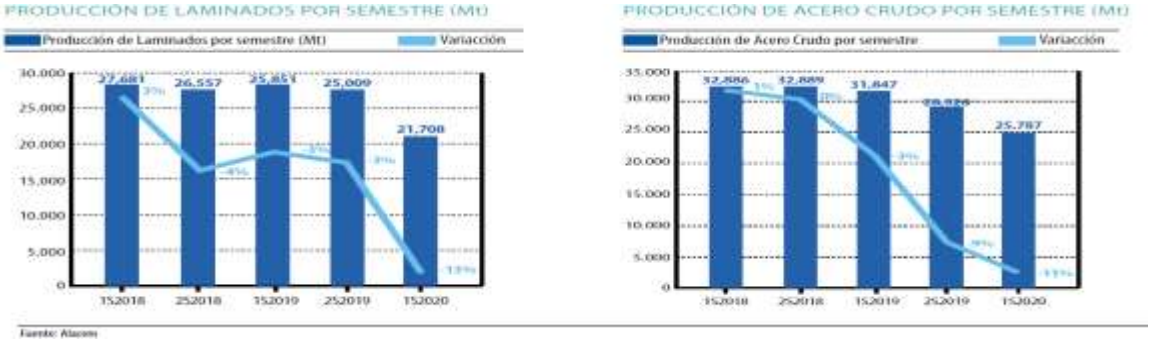
Análisis del Acero

De acuerdo a Asociación Latinoamericana de Acero ALACERO, el desempeño del consumo de acero en América Latina en el 2019 (64.2 millones de toneladas – Mt de acero consumidas) registro una contracción del 5% en relación al 2018 (67.6 Mt de acero consumidas), que venía con tendencia decreciente (ver gráfico) desde el 2014 que alcanzó el nivel más alto (72.1 Mt), el cual reflejaba la desindustrialización[2] de las economías de la región, la desaceleración económica mundial, menores precios de los commodities, disputas comerciales de Estados Unidos, reducción del

[2] El termino desindustrialización implica que la industria pierde importancia entre los componentes del PIB. De acuerdo al Prof. Germano Mendes de Paula de la U. Federal de Uberlandia, la industria representaba el 30% del PIB de América Latina en el 2000, actualmente, solo el 15%.

comercio mundial, incertidumbre policitas y efectos sobre la inversión en América Latina y que impactaría en la estabilidad laboral de por lo menos 260 mil empleos directos. Y es que todas las industrias consumen acero: construcción, automotriz, maquinaria y equipo, empaque, agricultura, etc. El menor consumo de acero refleja la contracción de la economía, especialmente de México, Argentina y Brasil, que explican el consumo en el 87%de la reducción. Hasta antes de la pandemia la expectativa en América Latina era de crecimiento del consumo de acero en 2.8% equivalente a 66 Mt., influenciada por la actividad de Brasil y su perspectiva favorable.

Desde la misma fuente y con el reporte a agosto 2020, donde America Latina ya puede medir los efectos negativos de la covid-19, la industria de acero a junio acumulaba una produccion de acero de 3,648 Mt, equivalente a una contraccion del 29% en reacion al mismo mes del 2019 (5,174 Mt); por su nivel mundial, evidencio en ese periodo una reduccion del 6.9%, el efecto fue atenuado por el crecimiento de China del 2.2%.



America Latina acumula al primer semestre del 2020 una produccion de 25,787 Mt, 19% menor que el mismo periodo del 2019 (31,847 Mt); a nivel global la contraccion fue del 5.4%. El consumo de acero en latino America en mayo 2020 fue 27% por debajo de lo consumido en mayo 2019, observandose una lenta recuperacion, de acuerdo a los expertos estamos en una etapa de transicion, no esta clara la direccion para el corto plazo debido a la contraccion econmica, por lo que la demanda mundial de acero podria disminui en 6.4% en el 2020 y recuperarse un 3.8% durante el 2021.

El consumo per cápita de acero antes de la pandemia a nivel mundial era de 225 kg., mientras que América Latina todavía se encontraba por debajo de dicho promedio, en aproximadamente 112 kg/año por habitante; dadas las expectativas mencionadas, dicho consumo retorne en el largo plazo.

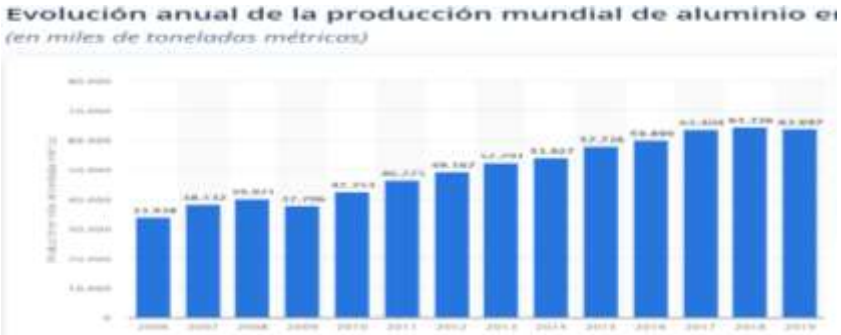
Bolsa de Metales de Londres (http://www.lme.com)

A nivel internacional, el precio del acero es cotizado en la Bolsa de Metales de Londres, donde las condiciones de los países más productores, compradores y consumidores y otras muchas variables convergen para establecer precios de compra y venta; al 28 de agosto 2020 la tonelada de acero scrap se cotizo en USD284.3, el 01 abril 2020 en USD224 la tonelada, el 03 de marzo 2020 en USD277 la tonelada, mientras que al 10 de enero (inicio del 2020), se cotizo en USD300 la tonelada. Por su parte, la varilla de acero (rebar) grafico de la derecha, evidencio al 28 de agosto 2020 una cotización de USD440.05 por Tn y al 10 de enero 2020, fue de USD444.5.

Análisis del Aluminio[3]

El aluminio es el tercer metal más abundante en la superficie del planeta, y tiene una importante demanda por parte de las industrias de transporte y empaques (aproximadamente 11.5% de la industria de empaques a nivel mundial – lo tradicional es papel y plástico que capta el 70%), así como en la construcción e infraestructura.

El proceso de producción de aluminio incluye tres pasos básicos: i) extracción de la materia prima (bauxita), ii) conversión de la bauxita en óxido de aluminio puro (alúmina), y iii) producción de aluminio primario en plantas de reducción donde se lo extrae de la alúmina. Como regla general, para producir una tonelada de aluminio se requieren toneladas de alúmina, que se obtienen de 4 Tm de bauxita.



Fuente: https://es.statista.com/estadisticas/600190/produccion-mundial-de-aluminio-en-refinerias/#:~:text=En%202019%2C%20se%20produjeron%20cerca,al%20registrado%20el%20a%C3%B1o%20anterior.

Es fundamental resaltar que para sustentar el crecimiento de la demanda de aluminio el usuario debe conocer las propiedades físicas del aluminio, y su amplia gama de aplicaciones nuevas y existentes, como son: Alta ductilidad, alta relación resistencia/peso, baja densidad, buena resistencia a la corrosión y alta conductividad eléctrica y térmica., con un abanico de variedades de sistemas de aleación. La capacidad de fundir, extruir, dibujar, forjar y enrollar el aluminio le permite tomar una amplia variedad de formas. Esta diversidad le favorece en relación a otros materiales alternativos. Además del reconocimiento del atractivo del aluminio como un material altamente reciclable y ecológico.

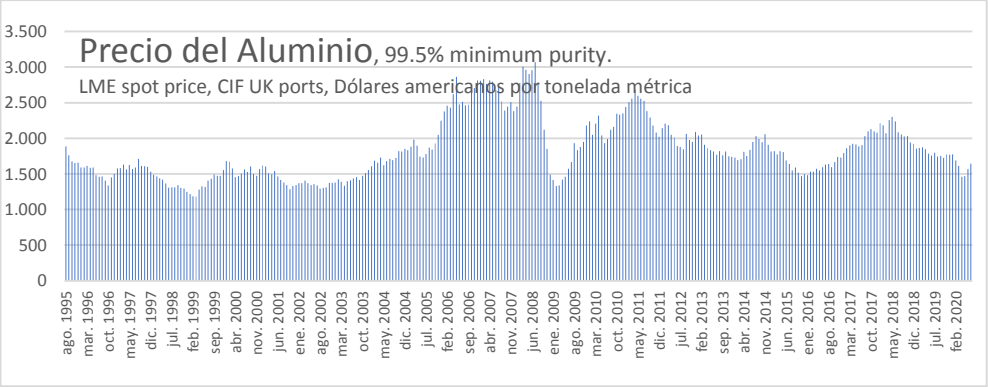
La producción mundial de aluminio en refinerías desde el 2006 hasta el 2019, se muestra en el gráfico, siendo un pico de producción el año 2018, donde se produjeron algo más de 64 millones de toneladas métricas de aluminio; es decir durante el 2019 la producción mundial de aluminio se redujo en 1%, comunicó el Instituto Internacional de Aluminio (IAI, por sus siglas en inglés).

El año pasado, las empresas de América del Norte produjeron 3,809 millones de toneladas de aluminio, un 0.9% más que en 2018. A su vez, las compañías de América del Sur produjeron 1,079 millones de toneladas en 2019, un 7.3% menos que en el año anterior. Los países de Europa Occidental produjeron 3,449 millones de toneladas de aluminio entre enero y diciembre de 2019 (disminución de un 7.6%) y los Estados de Europa Central y Oriental, 4,157 millones de toneladas, aumentando su producción casi el 2.7%. Por su parte, China produjo el año pasado cerca de 35,797 millones de toneladas de aluminio (disminución de un 1.9%), mientras que los otros países asiáticos, 4,395 millones de toneladas (disminución de casi el 0.5%). Los países de Oceanía produjeron 1,917 millones de toneladas, manteniendo sin cambios su nivel de producción de aluminio; y los países del golfo Pérsico

[3]Información de International Aluminium Institute (http://world-aluminium.org) y Bolsa de Metales de Londres (http://www.lme.com)

produjeron 5,644 millones de toneladas, incrementando su producción un 5.9%. En África la producción de aluminio se redujo un 1.5%, hasta 1,643 millones de toneladas.

Según cifras referenciales de LME, el precio por TM de aluminio con un 99.5% de pureza mostró la siguiente evolución en el tiempo desde agosto de 1995 hasta julio 2019, de donde se obtuvo que el precio es aprox. 9% menor entre julio 2019 y julio 2020, lo cual se estima es la respuesta a todo lo comentado anteriormente:



Fuente: Bolsa de Metales de Londres (LME, por sus siglas en inglés)

De acuerdo al informe de CM Group, especialistas en aluminio, indicaron que los efectos por el Covid-19 sin significativos, en especial por el efecto en cada uno de los sectores que lo usan de insumo, como: a) El sector automotriz mundial, ha experimentado una parada de producción casi total, lo que representa una reducción en el suministro de al menos 20%. Es probable que la recuperación global del lado de la demanda lleve muchos años. b) Los productores de Canstock en los EE. UU. Y la UE continúan reportando una fuerte producción, a pesar de la pandemia. c) Productores de láminas, informan condiciones de deterioro y reducción del crecimiento. d) Extrusoras que prestan servicio al mercado de la construcción en general y a mercados más pequeños, enfrentan un mercado cada vez más desafiantes y esperan una contracción de la demanda, al menos a corto plazo. Y finalmente e) El sector aeroespacial, que informa una reducción significativa en las tasas de construcción y que estima permanezca. Pero, no todo implica perdida, hay expertos que ven las desafiantes condiciones del mercado como una oportunidad para que la industria se reposicione, por ejemplo: Eliminando capacidad ineficiente y obsoleta, o producción que no cumplan con estándares ambientales cada vez más estrictos; acelerar proyectos de desarrollo con limitaciones de carbono, e identificar y capturar oportunidades de crecimiento en mercados menos tradicionales y donde el aluminio tiene el potencial para competir. Bajo esos pro y contras de la pandemia los expertos en aluminio reducen sus expectativas y re calculan la demanda de aluminio para el 2050, en vez de 335 millones de toneladas por año (mtpa), indican que esperan llegar a 298 mtpa, lo que representa una tasa compuesta anual de 3.8% (no de 4.2%, pre C-19).

El mayor comprador de aluminio es China, y de acuerdo a la proyección del Fondo Monetario Internacional FMI, el país crecería en 1.2% en el 2020 y un crecimiento notable para el 2021 de 9.2%; es decir el 2020 será un año complejo, por un lado, la gran dependencia de la fabricación de piezas en la red global, y es que el origen de esas autopartes es Italia y Alemania, países afectados por la pandemia, de forma tal que se espera en este segmento especifico de producción de automóviles una disminución del 9% aproximadamente en su consumo de aluminio y es que adicionalmente se esperan cambios, como la fabricación de autos de pasajeros de alta calidad pero de aligerado peso. Por el lado de la edificación y construcción, su desenvolvimiento dependerá de la reanudación gradual de actividades que tiene buena expectativa y seguirá de cerca el crecimiento del PIB, se estima en una tasa positiva del 2.5% para el año 2020. En relación al segmento de trenes de alta velocidad que aproximadamente demanda 160 toneladas de aluminio y en cada metro se requiere 60 toneladas, también se tiene una estimación que implicará crecimiento de la demanda de estos insumos, soportado en el plan quinquenal de China. En otras palabras y de acuerdo a la metodología utilizada, se estima que para retornar a los niveles de consumo pre Covid-19 serán necesarios 3 o 4 años.

Sector Metales – perspectivas para Ecuador

La industria manufacturera no petrolera aporta con el 12% del PIB de la economía ecuatoriana. Entre enero y noviembre del 2019, la industria evidencio una contracción de sus ventas en 5%, dejando como perdida para la economía cerca de USD1,271 millones, que muestra en parte la desaceleración de la economía, los efectos de la paralización de octubre y los amplios encadenamientos que existen entre industrias, es decir se absorbe el nivel de facturación en la fabricación de vehículos (caída del 30% entre enero y noviembre 2019 versus mismo periodo del 2018), seguido por la elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal (-13%), y la rama de elaboración de bebidas (-8%) y en contra posición, el resultado positivo en la elaboración de alimentos preparados para animales (13%), que incluye el balanceado para camarón, también la elaboración de productos de molienda y almidones (3%), entre otros.

Ecuador: Evolución de los ingresos por ventas (ventas locales + exportaciones)
(cifras en millones de dólares)

	2019* (ene-nov)	Δ% 2018*-2019* en USD		en %
Comercio	77.278	857	▲	1%
Manufactura no petrolera	25.475	(1.271)	▼	-5%
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	12.523	578	▲	5%
Transporte y almacenamiento	7.423	123	▲	2%
Servicios profesionales, técnicos...	6.577	(393)	▼	-6%
Información y comunicación	4.531	(72)	▼	-2%
Actividades financieras y de seguros	4.289	261	▲	6%
Construcción	4.282	(673)	▼	-14%
Servicios de salud	3.297	243	▲	8%
Electricidad, gas, vapor	2.836	102	▲	4%
Servicios administrativos y de apoyo	2.814	117	▲	4%
Alojamiento y servicios de comida	2.547	43	▲	2%
Otras actividades de servicios	2.288	112	▲	5%
Enseñanza	2.283	72	▲	3%
Actividades inmobiliarias	2.142	(49)	▼	-2%
Administración pública	968	(57)	▼	-6%
Agua, alcantarillado, gestión de desechos	624	44	▲	8%
Explotación de minas y canteras	580	(46)	▼	-7%
Arte, entretenimiento y recreación	382	20	▲	5%
Otras actividades económicas	53	(6)	▼	-10%
TOTAL	163.189	5	▲	0%

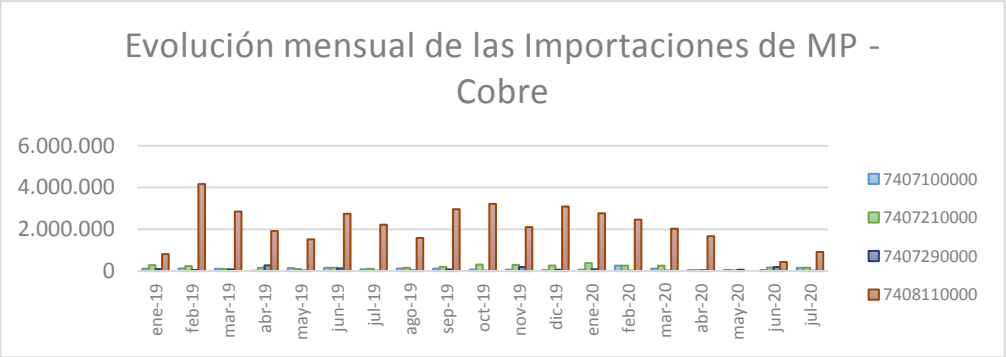
La manufactura aporta con el 10.3% del empleo en el país, sin embargo, toda la economía depende de la estabilidad económica, las normas gubernamentales (leyes y reglamentos, etc.) y de las inversiones en las diferentes industrias como consecuencia de la reactivación post confinamiento y de adaptarse a la "nueva normalidad". De acuerdo con

Pedro Romero, director de la maestría de Economía de la Universidad San Francisco de Quito (USFQ), lo que puede ocurrir en países con economías como la ecuatoriana es un proceso de mayor industrialización, porque los bienes de capital que se importan pueden volverse costosos", es decir las empresas locales se verán obligadas a producir lo que haga falta y por lo tanto reducen sus exportaciones, fenómeno parecido ya ocurrió en la Segunda Guerra Mundial, cuando la industria creció en los países en desarrollo porque los principales productores, como Francia y Alemania, estaban en guerra. Es el antecedente del concepto de sustitución de importaciones espontánea; sin embargo, la industria nacional ha tenido una menor capacidad de respuesta según Christian Chimbo, director de la carrera de Ingeniería Industrial de la UDLA, lo cual se debe a que es industria intensiva en mano de obra, no 100% automatizada y por ende aplicar medidas de distanciamiento y bioseguridad ha impuesto recurrir a turnos extras, que hacen el proceso más costoso en términos operativos.

Según información proporcionada por Fedimetal, Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal, la industria podría sustituir en un 80% de los bienes de capital importados, un 30% en productos derivados del metal, y, un 23% en los metales comunes importados, de acuerdo a publicación realizada en años anteriores, soportándose en la capacidad instalada y utilizada de las diferentes industrias.

Mientras no se concrete la producción a nivel local, la provisión de metales como acero y aluminio para la industria manufacturera se sigue dependiendo de las importaciones y por ende su precio y producción se establecerán de acuerdo a la oferta y la demanda a nivel mundial, no teniendo incidencia el peso de las compras en el panorama mundial. A continuación, la evolución de las importaciones de ambos metales:

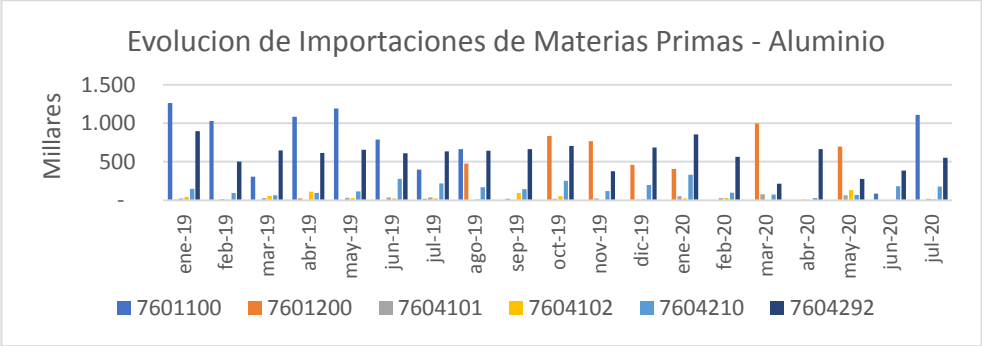
En el caso del cobre, los valores importados en US$ CIF de las principales partidas arancelarias (740322: aleaciones a base de cobre-estaño, bronce; 740321: aleaciones a base de cobre-zinc, latón; 740319: cobre refinado en bruto, excepto en cátodos, barras p/alambrón y tochos; 740311: cátodos y secciones de cátodos, de cobre refinado; 740729: barras y perfiles a base de las demás aleaciones de cobre; 740721: barras y perfiles a base de cobre-zinc, latón; 740710: barras y perfiles de cobre refinado; 740811: alambre de cobre refinado con la mayor dimensión de la sección transversal superior a 6 mm) se muestran a continuación:



Fuente: Servicio Nacional de Aduana del Ecuador

De las partidas relacionadas a las importaciones de cobre, las cuales al 2019 sumaron USD41.8 millones, el 70% correspondió a la partida 7408110000, cantidad que de enero a julio 2020, llego a representar el 80% de lo importado en términos monetarios. En el 2019, el 18% estuvo dado por la partida 740311 "Cátodos y secciones de cátodos de cobre refinado". Los precios promedio al corte julio 2020 en relación al cierre 2019, es visiblemente superior.

Con relación a las importaciones de aluminio por valor CIF, los principales rubros se muestran a continuación:



Durante el periodo 2019, la partida más importante fue 7604292 "los demás" que cubrió el 39%, seguido de cerca por 7601100000 denominada "Aluminio Sin Alear" el cual captó cerca del 34% del total importado relacionado con aluminio, que sumó US$19.6 millones; ente enero y julio 2020, el rubro más importante siguió ubicándose en "los demás", pero seguido por 7601200 que corresponde a "Aleaciones de Aluminio" que capto el 25% de todo lo importado durante este periodo (US$8.3 millones).

3.3. Asignación de la Categoría Histórica Básica de Riesgo

En función de la Cobertura Histórica de Gastos Financieros del Emisor de 5.67 y un Riesgo Industrial Medio se asigna a la Sexta Emisión de Obligaciones de **DIPAC MANTA S.A.** la **Categoría Básica de Riesgo de "AAA-".**

4. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

4.1. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor

El análisis de la capacidad de pago del emisor respecto del monto de deuda por emitir, se lo ha realizado en base a la elaboración de un modelo proyectado en un periodo que abarca el plazo de vigencia de los títulos, y tomando para ello en consideración los parámetros que se exponen en los párrafos siguientes:

- Los parámetros utilizados en la preparación de los modelos se los ha obtenido luego de evaluar los factores de riesgo tanto cuantitativos como cualitativos que gravitan sobre la operación del negocio.
- Los factores de riesgo cualitativos considerados corresponden al riesgo del sector en que participa, la posición competitiva dentro del mismo, y la calidad del administración y estructura de propiedad de la firma
- Los factores de riesgo cuantitativos evaluados son los relativos a la solvencia del emisor, la liquidez de la empresa, la productividad de los activos, la eficiencia operacional, la capacidad de generación de efectivo, entre otros.
- Los ejercicios de análisis proyectado se lo han construido para un periodo de 10 semestres el cual abarca el plazo de vigencia del proceso de emisión de títulos valores sujetos al proceso de calificación.
- Los resultados de la empresa han sido proyectos siguiendo el comportamiento histórico de las dos variables fundamentales en su generación de ingresos; la una, el volumen de la materia prima empleada en la fabricación de los productos vendidos, y la otra, el precio promedio ponderado de venta por unidad.
- Los egresos de orden operacional que incluyen los costos ponderados de venta de bienes, al igual que los gastos de administración y ventas, han sido obtenidos a partir del análisis de la información financiera histórica entregada por la empresa y contenida en sus estados financieros auditados.
- La estructura de capital contenida en el periodo inicial del modelo proyectado, corresponde a la encontrada en los estados financieros internos de los últimos sesenta días entregados por la firma emisora. A posterior, se emplea para su construcción el nivel de endeudamiento del último año.
- Los gastos financieros correspondientes a los pasivos con costo que forman parte de la estructura de capital, son función de las condiciones de costo y plazo, a las que fueron contratadas cada una de las operaciones de crédito vigentes al momento del presente ejercicio de calificación.
- Para evaluar la estabilidad de la capacidad de pago del emisor, se han construido escenarios alternos afectando negativamente las principales variables de ingresos y egresos empleadas en la elaboración del modelo inicial.

4.2. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

De acuerdo a la metodología expuesta en el punto anterior, los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada del Emisor, se presentan a continuación:

Eventos por Semestre	Esc. Base	Esc. Nº 1	Esc. Nº 2
Crecimiento PIB real anual	5.00%	4.00%	3.00%
Crecimiento del Sector	1.05%	1.02%	1.00%
Kilogramos Vendidos	32,738,478	32,426,683	32,114,888
Margen de Ventas por Kilogramo	35.00%	34.12%	33.25%
Relación Gastos de Operación/Margen	54.00%	55.35%	56.70%
Cobertura de Gastos Financieros Proyectada Promedio	7.49	6.40	5.76

4.3. Asignación de la Categoría Básica Proyectada de Riesgo

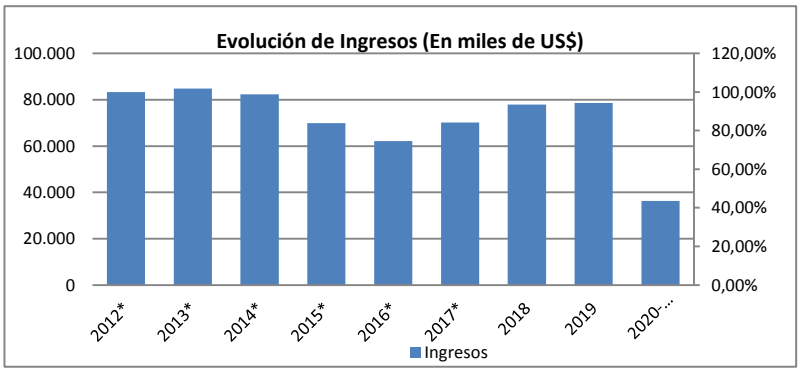
En función del análisis de la solvencia proyectada del Emisor que dio una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 7.49, el análisis de sensibilización de escenarios y un Riesgo Industrial medio se asigna a la Sexta Emisión de Obligaciones de **DIPAC MANTA S.A.** la Categoría Proyectada de Riesgo de **"AAA-"**.

5. Análisis de la Calificación Preliminar

5.1. Análisis de Indicadores Financieros y Adicionales.

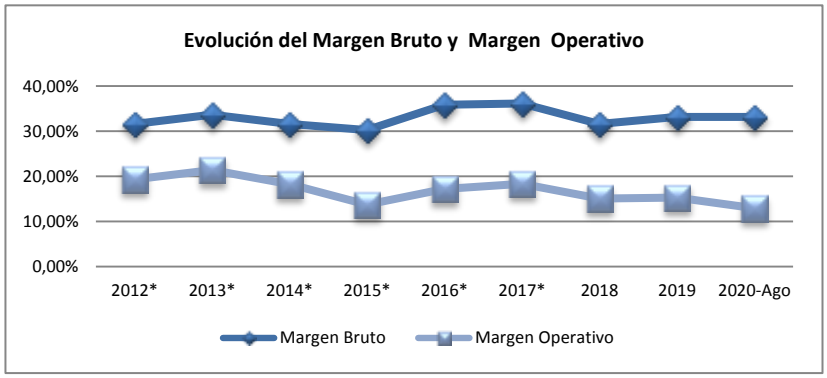
5.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Entre el año 2010 y 2011 se observa un importante crecimiento en los ingresos de Dipac Manta S.A., ocasionado principalmente por el incremento en el precio del acero, posteriormente el precio inicia un decrecimiento paulatino hasta el año 2013; no obstante a lo mencionado, sus ingresos no fueron afectados debido al incremento en el volumen de ventas, a partir del año 2014 a pesar de existir un mayor volumen de ventas el precio continua con una tendencia decreciente haciendo que los ingresos se reduzcan. Al 31 de diciembre del 2014, los ingresos de Dipac Manta S.A. alcanzaron los US$82.4 millones, monto que obtuvo un decrecimiento del 3% en relación a las cifras obtenidas en el año previo (US$84.8 millones) y este último se había incrementado en 2% en relación al año 2012 (US$ 83.3 millones), ello por la disminución en el precio promedio del kilogramo vendido que paso de US$1.37 a US$1.28 y a US$ 1.19 entre los años 2012, 2013 y 2014, respectivamente; no obstante, el promedio del volumen de kilogramo vendido ha ido incrementando pasando de 60.7 millones a 66.1 millones y 69.4 millones entre los años 2012, 2013 y 2014, respectivamente. Al 2015 los ingresos alcanzaron los US$69.8 millones, monto que se redujo en relación al 2014 en 15.2% dado por la reducción de los precios internacionales del acero. Al 31 de diciembre del 2017, los ingresos de Dipac Manta S.A. alcanzaron los US$70.1 millones, monto que obtuvo un crecimiento de 12.8% en relación a las cifras obtenidas en el año previo (US$62.2 millones) y este último había decrecido 11.0% en relación al año 2015 (US$ 69.8 millones), resultado de la desaceleración de varios sectores de la economía sumado a la variaciones registradas en el precio del acero a nivel internacional, factor que se presentó de igual manera durante el ejercicio 2015. Al 31 de Diciembre de 2018 el ejercicio cerro con un monto de ingresos de US$77.9 millones, monto que representa el 111.1% de los ingresos al 2017, (es decir presenta un incremento del 11.1% en relación a los ingresos del 2017), incremento que esta apalancado con la operación de las dos nuevas maquinarias adquiridas. De acuerdo a su mix de productos presentado al corte de Diciembre de 2018, el 21.2% de los ingresos corresponde a la clasificación de Laminados y Laminados Calientes y Fríos, seguido por Perfiles con el 18.4% de participación, Tubos y Galvalum con el 17.2% y 9.8% respectivamente, Galvanizado el 5.0% y la diferencia del 28.3% en Varios. Al 31 de Diciembre 2019 los ingresos ascienden a US$78.5 millones, monto que representa un ligero incremento en relación a lo reflejado al cierre del ejercicio 2018, que significan un incremento de 0.8% en el año; en relación al mix de productos presentado al corte de Diciembre 2019, el 19.1% de los ingresos corresponde a la clasificación de Laminados y Laminados Calientes y Fríos, Perfiles con el 18.8% de participación, Tubos y Galvalum con el 21.1% y 9.0% respectivamente, Galvanizado el 5.3% y la diferencia del 26.8% en Varios. Al 31 de Agosto de 2020 los ingresos de Dipac ascienden a US$36.3 millones monto que representa el 46.2% de lo real reflejado al cierre del ejercicio 2019 que al ser anualizado refleja un valor proyectado de US$54.4 millones; mientras que la empresa presenta una proyección de ingresos de US$54.5 millones al cierre del 2020, habiendo en el año anterior promediado 5.982 toneladas, en los meses de enero y febrero de este año el volumen de ventas se incrementó 6.055 toneladas, sin embargo luego del inicio de la crisis la producción experimentó una significativa disminución primero a 3.495 toneladas en el mes de marzo, y luego a casi una para de 386 toneladas en abril. Al mes de mayo la producción volvió a incrementarse primero a 2.783 toneladas en mayo, luego a 4.727 en junio, y últimamente a un promedio de 5.431 toneladas entre los meses de julio y agosto; en relación al mix de productos presentado al corte de Agosto 2020, el 15.8% de los ingresos corresponde a la clasificación de Laminados y Laminados Calientes y Fríos, Perfiles con el 18.1% de participación, Tubos y Galvalum con el 24.7% y 9.3% respectivamente, Galvanizado el 5.6% y la diferencia del 26.4% en Varios.



(*) Datos bajo NIIF

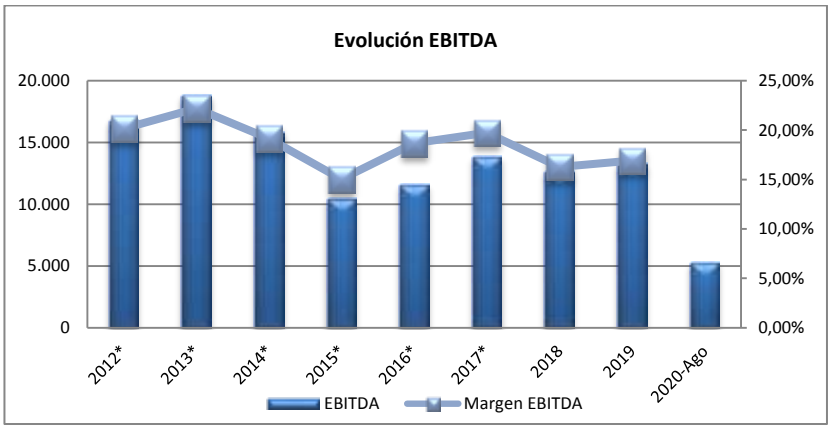
La relación del costo de ventas versus los ingresos aumentó entre los años 2010 y 2012, pasando de 68.6% a 68.1%; en el año 2013 vuelve a decrecer posicionándose en 66.3% para posteriormente en el año 2014 pasa a 68.4%; en este último año el costo de ventas se mantiene en US$56 millones igual al presentado en el año 2013; lo mencionado produjo una disminución en el margen de ventas brutas. A diciembre de 2014, la utilidad bruta fue de US$26.0 millones, monto 9% inferior al alcanzado en diciembre de 2013 (US$28.5 millones) y equivalente al 31.6% de los ingresos (Año 2013: 33.7%). Los gastos operacionales al 2014 alcanzaron un monto de US$10.9 millones, que representó el 13.3% del total de ingresos, superior al del año 2013 (12.3%); en términos relativos los gastos operacionales, aumentaron un 5% en el último año, en relación al 2013; obteniendo una utilidad operacional de US$15.0 millones, menor a la presentada en el año previo (US$18.1 millones). Su utilidad neta pasó de US$11.1 millones a US$9.1millones en el periodo delos año 2013 al 2014, producto de la disminución de los ingresos, primordialmente la variación en el precio de la materia prima. Al 2015 el costo asciende a US$48.7 millones y la relación costo ingresos fue de 69.7% superior al 2014 ajustado por la variación dada en los precios internacionales, con un margen bruto de 30.3%. En el 2016 el costo de ventas fue de US$39.9 millones con un margen bruto de 35.9%. Al cierre del ejercicio 2017 el costo de ventas fue de US$44.8 millones, deducida de los ingresos genero una utilidad bruta de US$25.3 millones con un margen bruto de 36.13%; Al 31 de Diciembre de 2018 el costo de ventas ascendió a US$53.1 millones que versus los ingresos equivale a 68.2% de los ingresos, con un margen bruto de 31.7% respecto a ingresos, le permite cubrir gastos operacionales por 16.5%, dando una utilidad operativa de 15.2% del total de ingresos. Al cierre del ejercicio 2019 el costo de ventas refleja un monto de US$55.5 millones que equivalen el 66.8% de sus ingresos dando un margen bruto de 33.1% con respecto a sus ingresos, permitiéndole cubrir sus gastos operacionales de un 17.9%, generando una utilidad operativa de 15.2% del total de sus ingresos (US$78.5 millones). Al corte del 31 de Agosto de 2020 el costo de ventas asciende a US$24.3 millones, equivalente al 66.9% de sus ingresos, generando un margen bruto de 33.2% en relación a sus ingresos con los cuales cubre sus gastos operacionales de 20.2% sobre sus ingresos, lo que genera una utilidad operativa que representa el 12.9% del total de ingresos (US$4.7 millones).



(*) Datos bajo NIIF

El gráfico muestra que entre los años 2014 y 2015, el margen bruto disminuyó cerrando en 30.3%, debido al incremento en el costo de la materia prima, al 2016 y 2017 se refleja una recuperación en el margen bruto y a su vez el margen operativo. Al 31 de Diciembre de 2018 el margen bruto es de 31.7%, con un nivel de gastos operativos de 16.5% y un margen operativo de 15.2% sobre ingreso. Al corte de Diciembre de 2019 refleja un 33.2% de margen bruto, con un gasto operativo de 17.9%, generando un margen operativo de 13.4% sobre sus ingreso. Al 31 de Agosto de 2020 la empresa presenta un 33.2% de margen bruto y un gasto operativo de 20.2%, generando un margen operativo de 12.9% sobre sus ingresos.

Así mismo, el EBITDA presenta una tendencia creciente entre el año 2010 y 2013 pasando de US$13.4 millones a US$18.8 millones; igual situación presenta su margen en relación a los ingresos que paso de 19.1% a 22.2%, en el mismo periodo; entre el 2014 y 2015 el EBITDA de la empresa se reduce, para el 2016 y 2017 el EBITDA refleja una ligera recuperación sin llegar a los valores del 2014; este comportamiento se debe básicamente a que la compañía depende mucho del precio internacional del acero, considerando que esta materia prima se negocia en commodities; además la Compañía es intensiva en el uso de sus recursos. Al corte de Diciembre de 2018 el EBITDA alcanzó los US$12.3 millones y su relación frente a los ingresos fue de 15.8%. Al 31 de Diciembre de 2019 el EBITDA presenta un monto de US$13.3 millones, reflejando a su vez un margen EBITDA de 14.7% sobre sus ingreso. Al 31 de Agosto de 2020 la empresa presenta un EBITDA que asciende a US$5.3 millones, con un margen EBITDA de 14.6% de sus ingresos.



(*) Datos bajo NIIF

5.1.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial.

Al cierre del ejercicio económico del 2017, Dipac Manta S.A., incremento sus activos totales en 33.3% en relación al año 2016, pasando a un total de US$44.9 millones (2016: US$33.7 millones) y está compuesto por el activo corriente que representó el 66.9% y el activo no corriente con una participación del 33.1%. Los mayores rubros del activo corriente son los Inventarios y las Cuentas por Cobrar Comerciales los cuales equivalen al 85.9% y 5.7%, respectivamente. Los Inventarios pasaron de US$16.4 millones a US$25.8 millones entre Diciembre del 2016 y 2017, representando un incremento de 57.2% y presentan una rotación promedio de 172 días, indicador mayor con respecto al del 2016 (164 días); las cuentas por cobrar comerciales se incrementaron en 2.4% con respecto al año 2016, pasando de US$1.6 millones a US$1.7 millones en el 2017 y tienen una rotación promedio de 9 días, inferior a la del año previo (11 días); otro rubro importante es el activo disponibles compuesto por Efectivo y Bancos que tuvo una participación del 3.4% del activo corriente, alcanzando US$1.0 millones. Los activos no corrientes se concentran mayoritariamente en Propiedades, Planta y Equipos, pasando de US$11.9 millones a US$14.9 millones entre Diciembre del 2016 y 2017 representando un incremento del 23.9%, principalmente por la adquisición de terrenos, maquinarias y equipos.

Al 31 de Diciembre de 2018 sus activos totales sumaron US$52.2 millones, presentando un incremento de 16.2% en relación al año 2017, de los cuales el activo corriente representó el 68.3% y la diferencia del 33.7% lo constituyó el activo no corriente; los principales rubros del activo corriente continúan siendo los Inventarios con el 87.0% de participación, llegando a un monto de US$31.0 millones, que en relación con el año 2017 reflejaron un crecimiento de 20.2%; las cuentas por cobrar comerciales que constituyeron el 5.4% del activo corriente a Diciembre de 2018, alcanzaron un monto de US$1.8 millones que en relación con el año 2017 crecieron en 6.1%. Las Propiedades, Planta y Equipos representaron el 100% del activo no corriente con un monto de US$16.5 millones.

Al corte del 31 de Diciembre de 2019 el total de activos asciende a US$51.5 millones reflejando un decrecimiento de 1.2%, reducción dada en el decrecimiento de su inventario; su activo corriente representa el 62.0% del total de activos y sus activos no corriente representan el 38.0% de los activos; como rubro principal en su activo corriente tenemos al inventario con un aporte al total de activos de 54.0% (87.2%) del activo corriente, reflejando una reducción de 10.1% en relación a Diciembre de 2018; por el lado de los activos no corrientes la propiedad, planta y equipo representan el 94.2% de este.

Al 31 de Agosto de 2020 sus activos totales sumaron US$50.1 millones, presentando una reducción de 2.7% en relación al cierre del ejercicio 2019, de los cuales el activo corriente representó el 61.2% y la diferencia del 38.8% lo constituyó el activo no corriente; los principales rubros del activo corriente continúan siendo los Inventarios con el 68.9% de participación, llegando a un monto de US$21.1 millones, que en relación con el año 2019 reflejaron un decrecimiento de 24.2%; las cuentas por cobrar comerciales que constituyeron el 1.0% del activo corriente al 31 de Agosto de 2020, alcanzaron un monto de US$319 mil, que en relación con el cierre del 2019 presentan una reducción de 83.5%. En relación al activo no corriente, las Propiedades, Planta y Equipos son el principal rubro y representan el 93.7% del activo no corriente con un monto de US$18.2 millones.

El pasivo total a Diciembre de 2017, se incrementó en 53.9% pasando de US$17.7 millones a US$27.2 millones; y está

compuesto por el 71.3% de pasivo corriente y 28.7% de pasivo no corriente, el primero se concentra en Obligaciones Financieras de corto plazo que tuvieron una participación del 77.6% del pasivo corriente, pasando de US$6.6 millones a US$15.0 millones entre Diciembre del 2016 y 2017, incrementándose en 127.2%, principalmente por mercado de valores y cambio en el apalancamiento de la empresa ; el rubro de Proveedores representó el 5.1%, pasando de US$3.2 millones a US$988 mil entre Diciembre del 2016 y 2017, con una reducción del 5.1% y una rotación promedio de 17 días, indicador menor con respecto al del 2016 (41 días). El pasivo no corriente tuvo un incremento de 57.7% en relación al año 2016 con una participación del 28.7% del pasivo no corriente con un monto de US$7.8 millones.

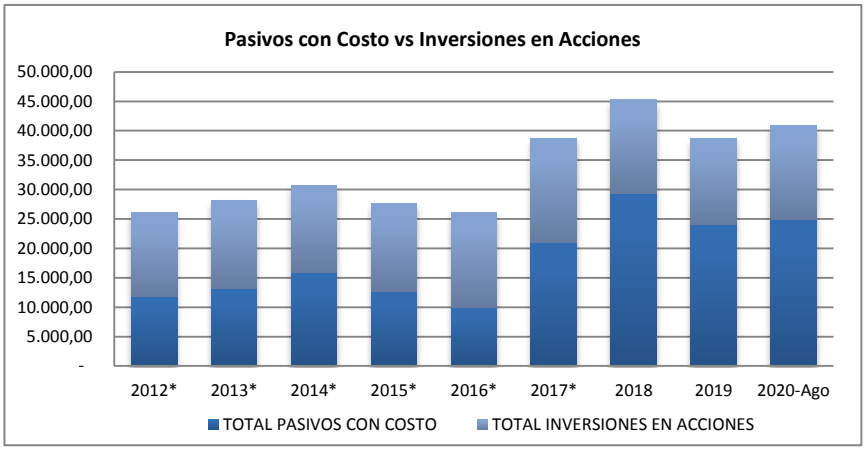
A Diciembre de 2018, el pasivo total aumento en 33.7% en relación con el año 2017, pasando a US$36.3 millones, y está compuesto por 70.6% de pasivo corrientes y 22.4% de pasivos no corriente, siendo su rubro principal las Obligaciones de Corto y Largo Plazo y Proveedores, el primero tuvo una participación del 80.9% del pasivo total, con un monto de US$29.7 millones, que fecha, alcanzando un monto de US$1.4 millones que en relación con el año 2017 aumentaron en 48.3%. Al 31 de Diciembre de 2019 el pasivo presenta crecimiento de 1.7% en relación a Diciembre de 2018 cerrando en US$36.9 millones y su composición está dada por un 77.0% de pasivos corrientes y 22.9% de pasivos no corrientes; entre sus principales cuentas tenemos a proveedores que representa el 17.2% del pasivo corriente y obligaciones de corto y largo plazo que aportan con el 64.1% al total. El pasivo total al 31 de Agosto de 2020, se reduce en 7.5% pasando de US$36.9 millones a US$34.2 millones; está compuesto por el 81.1% de pasivo corriente y 18.9% de pasivo no corriente; el primero se concentra en Obligaciones Financieras de corto plazo que tuvieron una participación del 70.8% del pasivo corriente, pasando de US$18.9 millones a US$19.6 millones entre Diciembre del 2019 y Agosto de 2020, creciendo en 3.7%, principalmente por mercado de valores y cambio en el apalancamiento de la empresa ; el rubro de Proveedores representó el 11.6%, pasando de US$4.7 millones a US$3.2 millones entre Diciembre 2019 y Junio 2020, reflejando una reducción de 31.1% y una rotación promedio de 39 días, indicador mayor con respecto al del 2019 (23 días). El pasivo no corriente tuvo una reducción de 23.9% en relación al cierre del 2019 con una participación del 18.9% del pasivo total, con un monto de US$6.5 millones.

El patrimonio neto de Dipac Manta S.A. al 2017 asciende a US$17.7 millones y se compone de un 3.3% de capital social, 27.5% de Reservas de Capital, 16.6% de Resultados acumulados provenientes de la adopción de las NIIF, 50.8% Utilidades Retenidas y 2.5% de Reservas Legal y Facultativa. Al 31 de Diciembre de 2018, este rubro pasó a US$15.8 millones que comparados con el año 2017 género una disminución del 10.5%, debido al pago de dividendos. Al 31 de Diciembre de 2019 el patrimonio asciende a US$14.5 millones, compuesto en un 3.9% de capital social y un 39.3% de Resultados acumulados provenientes de la adopción de las NIIF, así también un 40.2% de utilidad del ejercicio. Al corte del 31 de Agosto de 2020 el patrimonio de Dipac Manta asciende a US$15.9 millones, compuesto en un 3.6% de capital social y un 35.9% de Resultados acumulados provenientes de la adopción de las NIIF, un 30.5% correspondiente a utilidades acumuladas, así también un 14.9% de utilidad del ejercicio.

Ajustando[4] los activos, al cierre del ejercicio económico 2017, llegan a US$38.6 millones que en relación con el año 2016 generó un incremento del 48.6%, de los cuales, al año 2017, está compuesto por un 66.5% de capital de trabajo que requiere la compañía y un 38.4% por las Propiedades, Planta y Equipos netos, más el resultado de los otros activos y pasivos no corrientes. El capital de trabajo comercial es de US$26.5 millones a Diciembre de 2017 y representa el 68.7% de los activos ajustados, es decir que utiliza el total de sus activos corrientes para la operación de la Empresa. Los activos ajustados a Diciembre de 2017 están financiados por los pasivos afectos al pago de intereses con US$20.9 millones y US$17.7 millones de inversiones en acciones. Los activos ajustados al cierre del 2018 suman US$45.2 millones que al compararlo con el cierre del 2017 refleja un incremento de 17.2% y se encuentran compuestos por un 68.0% de capital de trabajo que requiere la compañía y un 36.6% por las Propiedades, Planta y Equipos netos, más el resultado de los otros activos y pasivos no corrientes; el capital de trabajo comercial es de US$31.3 millones a Diciembre de 2018 y representa el 69.3% de los activos ajustados, es decir que utiliza el total de sus activos corrientes para la operación de la Empresa. Al corte de Diciembre de 2019 los activos ajustados presenta una reducción de 15.3% en relación a Diciembre de 2018 y están compuestos por un 48.3% de propiedades y equipos y 57.6% de capital de trabajo, más el resultado de los otros activos y pasivos no corrientes; el capital de trabajo comercial es US$24.7 millones representando el 64.8% de los activos ajustados. Los activos ajustados al 31 de Agosto de 2020 suman US$40.9 millones que al compararlo con el cierre del 2019 refleja un incremento de 5.8% y se encuentran compuestos por un 61.4% de capital de trabajo que requiere la compañía y un 44.6% por las Propiedades, Planta y Equipos netos, más el resultado de los otros activos y pasivos no corrientes; el

[4]Activos Ajustados = Capital de Trabajo + Propiedades y Equipos + Otros Activos no corrientes – Otros Pasivos no corrientes

capital de trabajo comercial es de US$18.2 millones al 31 de Agosto de 2020 y representa el 44.6% de los activos ajustados, es decir que utiliza casi la totalidad de sus activos corrientes para la operación de la Empresa.

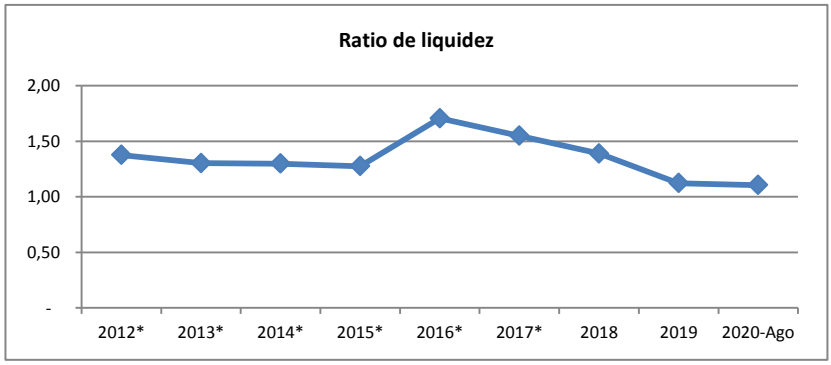


(*) Datos bajo NIIF

La estructura de capital de Dipac Manta S.A., al 31 de Diciembre 2019, está compuesta por US$24.0 millones de deuda financiera y US$14.5 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 1.65 veces entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos afectos al pago de intereses financian el 46.6% del monto total de activos, de los cuales el 68.1% son de corto plazo, mientras que el 31.9% son de largo plazo. Al corte de Agosto de 2020 la estructura de Capital de Dipac Manta S.A. se compone de US$26.9 millones de deuda financiera y US$15.9 millones de Inversión accionarial, con una relación 1.69 veces entre ambas fuentes de fondos; los pasivos afectos al pago de intereses financian el 49.7% del monto de activos totales, de los cuales el 78.9% son de corto plazo y el 21.1% restante de largo plazo. La Empresa dispone de activos líquidos que por su estructura de financiamiento cubren los vencimientos corrientes de los pasivos.

La relación de los activos ajustados versus ventas representó 1.13 veces al corte de Agosto 2020 (0.49 veces a Diciembre 2019); esto refleja que por cada dólar invertido en activos la Compañía tiene la capacidad de generar ventas por 1.13 centavos de dólar (al 31 de Diciembre de 2019 0.49 centavos).

La liquidez, para los últimos cinco años ha sido superior a una vez, lo que indica que en los periodos analizados, Dipac Manta S.A. ha podido cubrir con holgura sus obligaciones de corto plazo con sus activos corrientes; a Diciembre de 2018 este indicador fue 1.3 veces, al corte del 31 de Diciembre de 2019 la liquidez es de 1.12 veces con una liquidez promedio de los últimos seis meses de 1.16 veces. Al corte de Agosto de 2020 la liquidez se ubica en 1.11 veces con un liquidez promedio de 1.11 veces.



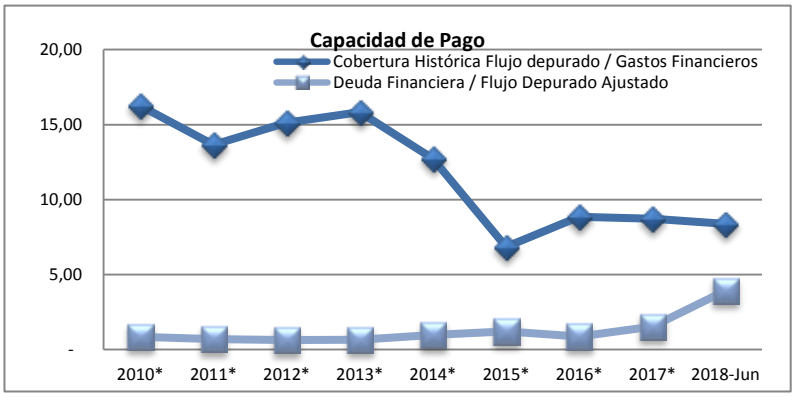
(*) Datos bajo NIIF

También podemos observar que requiere de un capital de trabajo comercial de 0.33 veces de sus ingresos al corte de Agosto 2020 (0.32 veces a Diciembre de 2019), es decir que Dipac Manta S.A. al corte requiere para su operación comercial el 33% del monto total de sus ingresos.

A Diciembre de 2019, Dipac Manta S.A. manejó un ciclo de efectivo de 191 días que comprende una rotación promedio de cuentas por cobrar de 9 días, inventario de 205 días y de cuentas por pagar de 23 días. Al año 2018 el ciclo de efectivo fue de 193 días. Al corte de Agosto de 2020 el ciclo de efectivo fue de 211 días que comprende una rotación promedio de cuentas por cobrar de 7 días, inventario de 242 días y de cuentas por pagar de 39 días

5.1.3. Índice de Cobertura Histórica

Desde el año 2011 al 2013, la cobertura de pago histórica sobre gastos financieros tuvo un crecimiento importante, debido a que su flujo depurado ajustado aumentó paulatinamente pasando de US$17.6 millones a US$ 19.5 millones (año 2013) y sus gastos financieros se habían mantenido alrededor de US$1 millón, generando una cobertura razonable; no obstante para el año 2014 su cobertura desciende debido a que el flujo depurado ajustado tuvo la misma tendencia ocasionado por la disminución en los ingresos, de igual manera a esta fecha alcanza una holgura sobre gastos financieros de 12.2 veces, inferior a la reportada en el año 2013 que fue de 15.2 veces. Al 2015 de igual manera que en el 2014 el flujo depurado continúa con la tendencia decreciente US$10.4 millones; al 2016 este presenta una ligera recuperación que se mantiene al cierre del 2017 US$13.5 millones con una cobertura histórica de gastos financieros de 8.72. A Diciembre de 2018 el flujo depurado continúa presentando reducción con una cobertura de 5.8. A Diciembre de 2019 el flujo depurado continúa presentando reducción con una cobertura de 4.8.



(*) Datos bajo NIIF

5.2. Análisis de Factores Cualitativos de la Empresa

5.2.1. Posición de la Empresa en su industria

DIPAC Manta S.A. se constituyó el 15 de Febrero de 1978, en la ciudad de Montecristi – Ecuador, siendo su actividad principal la importación, distribución, fabricación y comercialización de productos de hierro y acero o de sus derivados industriales, por cuenta propia o en representación de terceros. Su actividad comercial la inició en la ciudad de Manta y posteriormente aperturó sucursales en Portoviejo, Santo Domingo, Quito, y el resto del país, siendo la ciudad de Guayaquil donde se concentra el proceso de transformación y el centro de acopio del producto terminado.

Durante el año 2009, Dipac Manta S.A. reformó sus estatutos mediante escritura pública del 6 de octubre de 2009, pasando de Compañía Limitada a una Compañía Anónima, dicha reforma fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 14 de diciembre de 2009. Posteriormente, en el año 2010, se llevó a cabo el proceso de fusión por absorción con su compañía relacionada Negocios Globales Neglo S.A., el 20 de abril de 2010, mediante escritura pública de disolución anticipada y fusión por absorción celebrada entre las compañías Dipac Manta S.A. y Negocios Globales Neglo S.A., siendo que la primera absorbe a la segunda, este proceso de fusión fue aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros con fecha 14 de septiembre de 2010.

La planta industrial está situada en la ciudad de Guayaquil, en el Km. 10.5 de la vía a Daule en una superficie de 13,000 m² y con una capacidad instalada de 11,249 TM mensuales, la transformación de la materia prima a producto terminado es controlada por medio del peso, el mismo que es ingresado en el sistema al inicio del proceso y es comparable con el peso al final del proceso, posteriormente son empacados y codificados por trazabilidad. 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. La compañía busca impulsar nuevas líneas de comercialización de productos de acero, específicamente inoxidables; la empresa tiene proyectado en los próximos años, la construcción de una nueva planta industrial en la cual se instalarán todas las líneas de producción.

Sus Centros de Venta y Servicios abarcan 16 de las principales ciudades del país, en las regiones de Costa, Sierra y Amazonía; las ventas las realiza a través de sus 20 centros de venta ubicados en las principales ciudades del país: Quito, Guayaquil, Manta, Ibarra, Ambato, Santo Domingo, Quevedo, Riobamba, Machala, Milagro, Cuenca, Portoviejo, Loja, El Coca, Lago Agrio, el Puyo y Duran.

Adicionalmente cuenta con Centros de Servicios a nivel nacional en los cuales brinda servicios complementarios como: cortes, doblado, trabajos en oxicorte, trabajos en oxicorte, trabajos en plasma, rolados, etc.

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, las mismas que lo solicitan a través del sistema de información, para lo cual han establecido un cronograma de carga. La flota de camiones es alquilada y cuentan con dispositivos de rastreo satelital, de la misma manera cuentan con un departamento de seguridad que monitorea el recorrido de cada transportista.

Sus productos se centralizan en la clasificación de acero plano, dentro de su portafolio de productos se encuentran: Perfiles, Laminados en Frío y Caliente, Galvalum, Galvanizados, Zinc, Tubos, Vigas, Tuberías, Planchas navales, Techos, Ejes, Soldadura, Carburo y demás accesorios relacionados.

A continuación se especifican los principales productos de acero que ofrece Dipac Manta S.A.:

- Perfiles Estructurales: canales "G", canales "U", Omega, canales "UV", ángulos "L" doblado
- Perfiles Importados: Ángulos
- Perfiles Laminado: Platinas, HEB, IPE, IPN, UPN, HV, HN, U, Varilla Cuadrada Lisa, Varilla redonda lisa, TEES.
- Perfiles Especiales: en acero inoxidable, barras, ejes, omegas, canales.
- Planchas: PL, Laminadas al caliente, laminadas al frío, galvanizadas, navales, antideslizantes, inoxidables, galvalume.
- Bobinas y Flejes: laminadas al caliente, laminadas al frío, galvanizadas, inoxidables.
- Techos: panel curvo, losas y tejas.
- TSC: Tubería sin costura y accesorios, tuberías para vapor.
- Tubo estructural/Mecánico: Cuadrado, rectangular, redondo.
- Poliuretano (inyectado y rociado).

De lo mencionado sus principales líneas de productos tienen la siguiente participación sobre sus ingresos:

Línea de producto	% Participación sobre Ventas Agosto 2020
Perfiles	18.1%
Laminados	15.8%
Tubos	24.7%
Galvalum	9.3%
Galvanizado	5.6%

Dipac Manta S.A. cuenta con sus propias marcas, legalmente registradas que son Bluebox y Metal Horse.

Las compras de materia prima se realizan con 3 meses de anticipación ya que el mercado mundial trabaja con pre-ventas, además hay que considerar el tiempo que toman los buques en llegar al Ecuador. Los cambios en los precios y el nivel de stock a mantener, se deciden en un Comité conformado por el Gerente General, Gerente Financiero, Gerente Comercial y el Presidente, en algunas ocasiones se incluye al Gerente de Sucursal, quienes se reúnen de forma mensual para definir las compras acorde al nivel de stock que poseen, los pedidos que se han realizado y las ventas mensuales. Una vez que se define la cantidad a comprarse, se solicitan cotizaciones a distintos proveedores originarios de Luxemburgo, Estados Unidos, Suiza, Hong Kong, China, entre otros, a fin de recibir su mejor oferta. Sus principales proveedores del exterior son:

Proveedor
ARCELOR
MANUCHAR STEEL N.V
SEVERSTAL
TIONALE ENTERPRISES PTE LTD
KOCAER HADDECILIK SAN VE TIC AS
NUCOR TRADING SA

A nivel local sus principales proveedores son Novacero S.A., Ipac S.A., Ideal Alambrec S.A., Acería del Ecuador S.A. ADELCA, Ferrotorre S.A., entre los principales.

Como estrategia para combatir las especulaciones del precio del acero, hecho que constituye un importante factor de riesgo, reciben en promedio tres informes del acero mundial, en función del movimiento y proyecciones del metal, sobre el cual se toman decisiones. La Empresa decide sus precios de acuerdo a lo que han establecido con anterioridad sobre las ventas. La frecuencia con la que realizan sus compras es de cada 30 días. La variable competitiva de la Empresa es que al no tener una mayor concentración de clientes la disminución de precios no le afecten significativamente.

El giro del negocio de Dipac Manta S.A., se concentra en la transformación de productos de acero, sirviendo a los sectores metalmecánico que le representó el 5.7% de sus ingresos a diciembre de 2019 (4.8% Agosto 2020), industrial con el 7.1% (6.6% Agosto 2020), estructurero el 12.7% (10.5% Agosto 2020), entre otros cuya participación es del 17.2% (16.8% Agosto 2020); la diferencia del 57.2% (61.3% Agosto 2020), está constituido por el cliente más pequeño, estableciéndose en su ventaja competitiva, ofreciéndoles además una alta variedad de productos y permitiendo, si el cliente lo requiere, precisar aún más en sus características, al darle la opción del servicio de doblaje y cortado por el que cobran un valor adicional en función del grado de elaboración que requiera el cliente, pudiendo ser inclusive sin costo.

Siendo su estrategia la de atender al cliente pequeño proporcionándoles un servicio especializado, cada almacén actúa como una unidad de negocio independiente, a fin de potencializar su atención; el gerente de la localidad es el responsable de la administración de su local, equipo de trabajo, logística, gastos directos, etc. No obstante, se limitan a las políticas de crédito, niveles de stock, determinados en Quito por el Gerente de Administración y Finanzas. Su portafolio de Clientes está atomizado, entre los principales tenemos Construvelesa S.A., Alomoto Navarrete Oscar Raul, Consorcio Amazonas, Robin Fabian Espinoza Apolo, Jimbo Quizhpi Betssie Priscila, Ecuatran S.A., Vulgarin Pinto Jose Alex, Lamiña Maygua Olguer Humberto y participa dentro de los procesos de compras públicas.

Respecto a sus políticas de crédito, Dipac Manta S.A. realiza en promedio el 76% de sus ventas al contado y el 24% a crédito a un plazo de 30 días. Las formas de pago con las que cuenta son de contado, tarjeta de crédito, cheques post-fechados a 30 días, cheques de terceros de clientes habituales (con firma de letra de cambio y previa autorización del Departamento de Crédito).

En relación a su competencia directa se podrían agrupar empresas ferreteras, metalmecánicas y transformadores de acero. El nivel de detalle que tiene el cliente no lo hace comparable con empresas como IPAC S. A., Novacero S.A., Acería del Ecuador C.A. Adelca, Condut Kubiec, entre otras, que apuntan a clientes más grandes. La empresa cuenta con un Departamento de Marketing, con el que se promoción su portafolio de productos (actuales e introducción de nuevas líneas, así como de accesorios complementarios), fidelización de clientes (beneficios adicionales a clientes), identificar a nuevos clientes potenciales y reforzar la imagen de la marca, a través del fortalecimiento de su imagen corporativa.

5.3. Características de la Administración y Propiedad

5.3.1. Estructura Accionarial

De acuerdo a la información proporcionada por Dipac Manta S.A.; el capital social al 31 de Agosto de 2020 se mantiene en US$580,800 representado por 580.800 acciones ordinarias y nominativas a valor nominal de US$1 cada una. La participación accionarial de la Entidad está constituida por dos accionistas siendo el mayoritario Comercial del Norte CODENOR Internacional SPA de origen chileno con 580,789 acciones representado por el Sr. Gustavo Díaz Fernández, como se detalla a continuación:

Accionistas	% Participación
Comercial del Norte Codenor Internacional SPA	99.998%
Acenor Aceros del Norte S.A.	0.002%

Respecto a la política de dividendos, no se ha establecido un porcentaje fijo y su monto va en función de las obligaciones que la Empresa debe asumir en el año y las necesidades del grupo Acenor; también consideran que se debe mantener un margen adecuado de flujo propio a reinvertirse en el negocio, asociado a la estructura de financiamiento.

Como compañías relacionadas, por vinculación con sus Administradores, se encuentran:

Ponce Gavica Juan Alfredo

- Ineduc S.A. (por propiedad y gestión).
- LPGAIRCRAFT ECUADOR S.A. (por propiedad y gestión).

Participación de Capital en otras sociedades:

- Electroquil S.A.

5.4. Procesos Internos

DIPAC MANTA S. A., centra sus esfuerzos en la producción, importación, distribución y comercialización de productos de acero; para su operación DIPAC MANTA S.A., importa materias primas y productos terminados de sus proveedores ubicados tanto en el exterior como en Ecuador. Los términos de negocio que establece la Compañía, es en valor CFR (compras exteriores). En lo que respecta a productos elaborados en acero el mercado en el Ecuador es muy competitivo, lo que origina márgenes bajos de rentabilidad, por esta situación se trata de compensar con grandes volúmenes de venta y /o un mayor mix que minimice las fluctuaciones; sin embargo, al ser un mercado netamente importador, depende de los precios de reposición internacionales del acero. Debido a este comportamiento el manejo del stock en bodega, y dado que el material es mayormente importado, se trabaja con dos a cuatro meses de venta en inventario. Y en compras locales con uno a dos meses de inventario. Se centraliza todo el stock que llega en la planta principal de Guayaquil para su transformación y/o distribución. En cuanto a los proveedores locales de stock las negociaciones son hasta 45 días plazo; los proveedores de servicios tienen un promedio de negociación de 18 días.

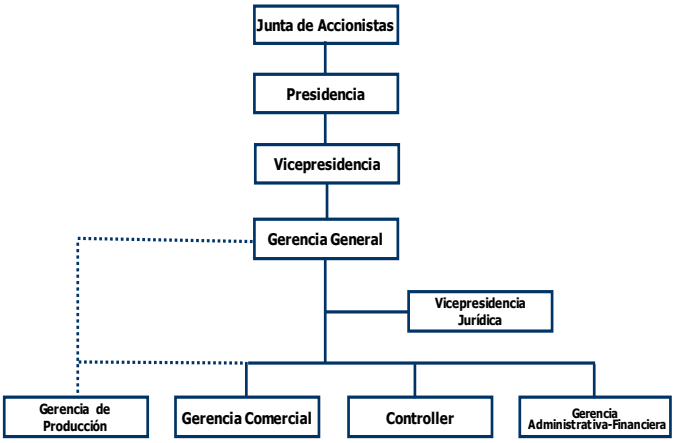
Para la comercialización dispone en la actualidad de 20 puntos de venta (Sucursales) a nivel nacional y cuenta con vendedores que atienden directamente en la sucursal o de vendedores que visitan periódicamente a los clientes en sus negocios. Otro elemento esencial de la estrategia de ventas, son los centros de servicios que posee cada uno de los locales comerciales, donde poseen una serie de máquinas para espesores delgados y donde el cliente, a parte de la compra de un producto, puede tener un servicios de oxicorte, doblado, rolado, etc. Lo que implica una comodidad en la atención.

El financiamiento de DIPAC MANTA ha sido de operaciones con pasivos, así como con recursos propios; donde los pasivos han tenido una participación mayor al patrimonio sobre dicho financiamiento. Es así, que al 31 de Agosto de 2020 los pasivos fueron USD 34.2 millones y se conformaron en un 72.8% por deuda con costo, misma que estuvo constituida por préstamos bancarios y valores que mantiene vigente en el Mercado de Valores. Adicionalmente DIPAC cuenta con la certificación ISO 9001-2008.; el INEN renovó por un período de tres años la vigencia de los sellos de Calidad a 8 de los productos

5.5. Gobierno Corporativo

DIPAC MANTA S.A estipula a la Junta General de accionistas como su máximo órgano de gobierno, precedida por el Presidente, Vicepresidente y el Gerente General, que en conjunto tienen a su cargo fijar las estrategias, dictar las políticas y establecer los objetivos. Los estatutos de la compañía, menciona un Gerente General quien ejercerá la representación legal, judicial y extrajudicial de DIPAC MANTA S.A.

La empresa DIPAC MANTA S.A., mantiene un liderazgo en su mercado objetivo dado por la visión y profesionalismo de quienes se encuentran al frente de los principales cargos. De manera adicional DIPAC MANTA S.A. tiene un Directorio No Estatutario el cual está conformado por 5 integrantes.



Directorio No Estatutario

- Gustavo Díaz — Presidente
- Antonio Ortega — Vicepresidente
- Miguel Molina — Gerente General
- Jorge Massoc — Gerente Comercial
- Fernando Pratt — Director

Representación Legal:

- Miguel Angel Molina Molina — Gerente General

El Presidente subrogará al Gerente General en caso de ausencia temporal o definitiva. El Vicepresidente subrogará al Presidente en caso de ausencia temporal o definitiva y firmará con el Gerente General los actos y obligaciones de la compañía previstos en los Estatutos.

Al 31 de Agosto del 2020, DIPAC MANTA S.A. posee un total de 381 empleados, los mismos que laboran en distintos departamentos de la compañía: Área Comercial (206 empleados), Área de Producción (90 empleados) y Área de Administración (85 empleados); mantiene un 4% de empleados con capacidades especiales en cumplimiento de la norma.

DIPAC MANTA S.A. en la actualidad no ha implementado prácticas de Buen Gobierno Corporativo.

5.6. Tecnología de la Información

Desde el punto de vista tecnológico, los procesos de comercialización y administración están controlados con un adecuado sistema de información gerencial, el ERP que utiliza la compañía es el BAAN versión 5.0c.; en cuanto a los respaldos de información este se realiza de manera diaria incremental, y un respaldo total semanal, con mantenimiento de respaldo por un año.

5.7. Riesgo Legal

De acuerdo a lo informado proporcionada; Dipac Manta S.A. A la fecha, **DIPAC** presenta impugnaciones tributarias por el monto de $200,698 y registra impugnaciones legales por un monto de $500,000; lo que consideran que no representa un mayor riesgo en la parte legal.

5.8. Riesgo de Reputación

Se considera que DIPAC MANTA S.A. mantiene un adecuado cumplimiento de las obligaciones financieras y con entes de control a la fecha del presente informe. Además, el nivel de apalancamiento de la empresa con instituciones financieras locales es razonable. No se conocen ni identifican eventos negativos internos o externos que puedan afectar en el corto o mediano plazo la reputación comercial o financiera de la empresa.

5.9. Eventos Externos

Dipac Manta S.A., mantiene controles básicos para la administración de eventos inesperados de tecnología y seguridad de información de sistemas, manteniendo procesos y procedimientos de respaldo de información mediante dispositivos de almacenamiento custodiados por el responsable de la información. La empresa cuenta en la parte administrativa con manuales de procedimientos de ventas, logística, compras, seguridad, contabilidad entre otros; así también en la parte industrial cuenta con manuales de procedimientos de plan de emergencias, salud ocupacional e higiene, eliminación de desechos no metálicos, seguridad industrial entre otros.

A fin de mitigar el riesgo ante diversos tipos de siniestros o contingencias posibles que podrían generarse en la realización de sus operaciones, la Empresa mantiene las respectivas coberturas de seguros.

DIPAC MANTA S.A., está regulada por diferentes entes gubernamentales, los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones, así tenemos a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el Servicio de Rentas Internas, Servicios Nacional de Aduana del Ecuador, Ministerio de Relaciones Laborales, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otros.

Por lo expuesto DIPAC MANTA S.A. cuenta con fortalezas ante sus competidores internos y externos, lo cual permite clasificarla en CLASE - 1, lo que indica que la empresa no muestra evidencias que su administración o características de su propiedad afecten su capacidad de pago.

5.10. Asignación de la Calificación Preliminar

Considerando que la Categoría Corregida no difiere en más de una posición a la Categoría Básica de Riesgo, la Calificadora de Riesgo propone al Comité de Calificación para la Sexta Emisión de Obligaciones de **Dipac Manta S.A.** la Calificación Preliminar de "**AAA-**".

6. Calificación Final

6.1. Garantía y Resguardos

La Sexta emisión de obligaciones, objeto de calificación, fue estructurada con Garantía General en los términos señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus Reglamentos, la cual establece, que es la totalidad de los activos libres de gravamen menos las deducciones descritas en el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtitulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, sobre el saldo obtenido se calcula el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir. *Basados en el Certificado de Activos Libres de Gravamen proporcionado por Dipac Manta S.A., a Agosto de 2020 cumpliría, con la garantía general establecida en la LMV.*

Así también, la estructura de la Sexta emisión de obligaciones los resguardos previstos en el Art. 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los cuales fueron reformados y publicados en el Registro Oficial Nº 109 del 27 de Diciembre de 2019, por lo cual Dipac Manta S.A. deberá:

1. 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.
2. No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones;
3. 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. y,
4. Mantener la relación de obligaciones en circulación sobre los activos libres de gravamen.

Respecto a estos resguardos es importante indicar, en su orden: a) La Compañía Dipac Manta S.A. históricamente ha mantenido la relación activos reales versus pasivos se obtuvo que la Entidad de acuerdo a sus cifras al corte de Agosto 2020 se encuentra dentro del límite establecido. La razón activos depurados sobre obligaciones en circulación se cumple. Paralelamente, como se expresó en el primer párrafo de esta sección, la Calificadora constató que la Empresa se encuentra dentro de lo establecido en cuanto a los Activos Libres de Gravamen.

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respalda la sexta emisión de obligaciones mencionadas y su capacidad de ser liquidados a la que hace referencia el numeral 1.8 y 1.9 del Art. 18, Sección IV Calificación de riesgo, Capítulo III, Subtitulo IV de la Codificación de Resoluciones, se han realizado conforme a información proporcionada por Dipac Manta S.A., entre éstas los Estados Financieros Auditados por la firma Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda. con registro No. 019, por parte del ente de control, y se exponen a continuación:

- Los activos totales de Dipac Manta S.A. al corte de Agosto del 2020 ascendieron a US$50.1 millones, de los cuales, los Activos Libres de Gravamen al mismo corte financiero sumaron US$35.6 millones aproximadamente, de los cuales podemos informar que:
  - US$7.2 millones corresponden a activos de alta liquidez (Caja y Bancos) que se encuentran en las principales entidades financieras locales.
  - US$223.628 mil son Cuentas por Cobrar Comerciales, adicional US$132,631 mil de cuentas por cobrar tarjetas de crédito; considerando el total de la cartera por cobrar a clientes, el 45.6% de la misma es corriente y se estima que se encuentran dentro de los plazos establecidos y tiene una elevada capacidad de recuperación debido a que aquellos Clientes que no realizan compras dentro de 6 meses se inactiva el cupo crédito y la cartera vencida por más de 10 días genera intereses; el 54.4% restante está vencida, de este porcentaje el 87.4% se encuentra vencida por más de 90 días, es decir el 47.6% de la cartera total.
  - Sus principales clientes son empresas privadas que se dedican a la comercialización de materiales de construcción, compañías constructoras y manufactureras; no obstante los consumidores finales en conjunto con las ventas al contado alcanzaron una participación del 61.3% al corte de Agosto de 2020, destacándose este como principal segmento en el que incursiona Dipac Manta S.A. y donde su producto tiene una alta aceptación.
  - El total del rubro Inventario suma US$21.1 millones, del que un gran porcentaje corresponde a productos terminados considerados de alta liquidez ya que el sector de la construcción se encuentra en continuo demanda de los mismos.
  - El total de las Propiedades, Planta y Equipos es de US$18.2 millones, de los cuales US$8.8 millones se encuentran gravados y corresponden a inmuebles y terrenos;
  - US$20,547.86 mil corresponden a Seguros anticipados, los cuales se devengaran paulatinamente acorde al plazo establecido.
  - US$1.3 millones corresponden a Anticipos a Proveedores y Acreedores, los cuales fueron concedidos acordes a las negociaciones para la importación de la materia prima.

Dada la información mencionada, los miembros del Comité de Calificación consideraron que tanto las garantías como los resguardos de Ley, de los títulos valores objeto de calificación, se presentan conforme los términos de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias.

Elementos adicionales
También cuenta con una Garantía Específica que consiste en un fideicomiso de garantía **"FIDEICOMISO DE GARANTÍA SEXTA EMISIÓN DIPAC",** al cual **DIPAC MANTA S.A**. aportará Inventario por un valor equivalente al 125% del monto de la emisión o su saldo en circulación (la suma de $5,000,00. (Cinco millones 00/100 dólares de los Estados Unidos de América, que corresponde al del coste total del Inventario menos el 10% de castigo. Los bienes muebles descritos en el detalle del inventario, son aportados al "fideicomiso de garantía Sexta emisión de obligaciones Dipac Manta" S.A., por la Compañía Dipac Manta S.A., en respaldo de la Sexta emisión de obligaciones de la referida compañía, siendo beneficiarlos de este fideicomiso los inversionistas. Actúa como fiduciaria la compañía administradora de fondos y fideicomisos Futura Futurfid S.A.

Parte de los criterios de calificación de riesgo relacionados con el análisis del Emisor y del Garante incorporado en el Art. 9 del Capítulo I, Subtitulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, informamos que el monto de las emisiones de obligaciones que mantiene Emisor ascienden a US$4.37 millones, aproximadamente, al corte de Agosto del 2020, cantidad que representa el 27.4% del patrimonio total de la Compañía; si la sexta emisión estuviera ya en circulación (US$8.4 millones lo que representa el 52.5% del patrimonio total de la Compañía, de tal forma que se encuentra dentro del límite establecido en el artículo mencionado (no superar el 200% de su patrimonio).

6.2. Asignación de Calificación Final

Los inesperados cambios en el entorno han afectado significativamente las condiciones de la economía del país, no obstante lo cual el emisor DIPAC gracias a la posición de liderazgo que logra mantener en la industria que participa, sumada a la eficiente gestión de sus operaciones evidenciada tanto por su capacidad de generación de efectivo como por el manejo de su estructura de capital, presenta una muy buena capacidad de pago de sus deudas financieras, incluida dentro de estas a los títulos valores de su nueva emisión de obligaciones sujetas al proceso de calificación inicial.

Los miembros del Comité de Calificación luego de analizar los argumentos expuestos en el ejercicio de Calificación Preliminar relativos tanto a los factores de riesgo de orden cualitativo como a los de orden cuantitativo, y una vez revisadas las características propias del instrumento, en particular el mecanismo de garantía específica que el presente título incluye, se pronuncian por asignar al presente proceso de calificación de la Sexta Emisión de Obligaciones de **Dipac Manta S.A.** por un monto de **hasta US$4.0 millones,** en la categoría de riesgo de **"AAA-".**

7. Hechos Posteriores

Entre el 31 de Agosto de 2020 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo, la Calificadora de Riesgos no ha sido informada de eventos que en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

8. Declaración de Independencia

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero), a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCRL S. A., y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incursos en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo.

Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a la Sexta Emisión de Obligaciones de Dipac Manta S.A. no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Danny Ortiz.
Presidente

SCR la
Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAM Fecha: sep/2020

DIPAC MANTA S.A.
(en miles de dólares)

	*NIIF								
	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017*	2018	2019	2020-Ago
RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA									
Ingresos	83,334	84,819	82,379	69,854	62,188	70,136	77,946	78,599	36,285
Costo de Ventas	-56,983	-56,256	-56,355	-48,698	-39,883	-44,795	-53,298	-52,528	-24,258
Utilidad Bruta	**26,351**	**28,563**	**26,025**	**21,156**	**22,305**	**25,341**	**24,648**	**26,071**	**12,027**
Gastos Operacionales	-10,273	-10,412	-10,981	-11,552	-11,605	-12,494	-11,193	-14,078	-7,330
Utilidad Operativa	**16,077**	**18,151**	**15,044**	**9,604**	**10,700**	**12,847**	**13,455**	**11,992**	**4,697**
Gastos Financieros	-1,228	-1,281	-1,284	-1,524	-1,282	-1,553	-2,180	-2,766	-1,309
Otros Ingresos (Egresos) Netos	45	35	70	126	214	275	4	17	-166
Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.	**14,895**	**16,905**	**13,830**	**8,206**	**9,631**	**11,569**	**11,279**	**9,243**	**3,222**
Participación Empleados	-2,234	-2,536	-2,536	-2,075	-1,684	-2,042	-1,692	-1,386	-
Impuesto a la Renta	-2,998	-3,230	-2,613	-2,032	-2,304	-2,557	-2,430	-1,987	-841
Utilidad Neta	**9,663**	**11,139**	**8,682**	**4,099**	**5,644**	**6,971**	**7,157**	**5,869**	**2,380**
EBITDA	**16,792**	**18,833**	**15,776**	**10,501**	**11,615**	**13,843**	**14,375**	**13,303**	**5,283**
COGS/Ventas	68.38%	66.32%	68.41%	69.71%	64.13%	63.87%	68.38%	66.83%	66.85%
Margen Bruto	31.62%	33.68%	31.59%	30.29%	35.87%	36.13%	31.62%	33.17%	33.15%
Gastos Administrativos y Generales / Ventas	12.33%	12.28%	13.33%	16.54%	18.66%	17.81%	14.36%	17.91%	20.20%
Gastos de Venta / Ventas	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Gasto Operativos / Ventas	12.33%	12.28%	13.33%	16.54%	18.66%	17.81%	14.36%	17.91%	20.20%
Gasto Operativos / Margen Bruto	38.99%	36.45%	42.19%	54.60%	52.03%	49.30%	45.41%	54.00%	60.95%
Margen Operativo	19.29%	21.40%	18.26%	13.75%	17.21%	18.32%	17.26%	15.26%	12.94%
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	0.05%	0.04%	0.09%	0.18%	0.34%	0.39%	0.00%	0.02%	-0.46%
Margen Neto	11.60%	13.13%	10.54%	5.87%	9.08%	9.94%	9.18%	7.47%	6.56%
Margen EBITDA	20.15%	22.20%	19.15%	15.03%	18.68%	19.74%	18.44%	16.92%	14.56%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anua	66.22%	76.30%	58.50%	27.59%	36.53%	41.32%	42.64%	38.58%	15.60%
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA	22.85%	25.78%	21.75%	11.71%	14.43%	14.44%	14.04%	11.85%	#DIV/0!
ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL									
Caja y Equivalentes de Caja	1,923	1,841	2,034	1,046	761	1,016	922	819	7,295
Deudores	5,427	3,847	3,466	2,154	1,674	1,715	1,819	1,927	319
Existencias	19,620	23,612	23,479	19,531	16,416	25,797	31,023	27,863	21,122
Propiedades, Planta y Equipos	8,862	9,007	11,019	12,373	11,985	14,855	16,445	18,423	18,239
Otros Activos Corrientes	1,673	1,658	1,687	1,197	2,852	1,507	1,920	1,363	1,938
Otros Activos No Corrientes	37	38	165	11	11	19	90	1,157	1,234
ACTIVOS TOTALES	**37,541**	**40,002**	**41,851**	**36,313**	**33,699**	**44,909**	**52,219**	**51,551**	**50,147**
Pasivo Financiero C/P	10,318	12,828	13,623	11,164	6,616	15,038	20,848	18,947	22,145
Pasivo Financiero L/P	1,461	389	2,286	1,555	3,358	5,888	8,498	5,097	2,767
Pasivos con Proveedores	6,276	7,105	6,442	5,673	3,235	988	1,803	4,683	3,228
Otros Pasivos Corrientes	4,220	3,846	3,553	1,926	2,869	3,364	3,031	4,868	2,369
Otros Pasivos No Corrientes	904	996	1,105	1,121	1,595	1,921	2,183	3,387	3,688
PASIVOS TOTALES	**23,179**	**25,164**	**27,009**	**21,439**	**17,673**	**27,198**	**36,363**	**36,983**	**34,198**
PATRIMONIO	**14,362**	**14,838**	**14,842**	**14,873**	**16,026**	**17,711**	**15,856**	**14,568**	**15,949**
Capital de trabajo comercial	18,771	20,354	20,503	16,012	14,855	26,524	31,039	25,106	18,213
Capital de trabajo	18,146	20,006	20,671	16,330	15,599	25,684	30,850	22,420	25,076
Propiedades, Planta y Equipos	8,862	9,007	11,019	12,373	11,985	14,855	16,445	18,423	18,239
Otros Activos No Corrientes	37	38	165	11	11	19	90	1,157	1,234
Otros Pasivos No Corrientes	904	996	1,105	1,121	1,595	1,921	2,183	3,387	3,688
ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES	**26,141**	**28,055**	**30,751**	**27,593**	**26,001**	**38,637**	**45,202**	**38,612**	**40,861**
Deuda Bancaria C.P.	10,318	12,828	13,623	11,164	6,616	15,038	20,848	18,947	22,145
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción C	1,461	389	2,286	1,555	3,358	5,888	8,498	5,097	2,767
TOTAL PASIVOS CON COSTO	**11,779**	**13,216**	**15,909**	**12,719**	**9,974**	**20,925**	**29,346**	**24,044**	**24,912**
TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES	**14,362**	**14,838**	**14,842**	**14,873**	**16,026**	**17,711**	**15,856**	**14,568**	**15,949**
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	**26,141**	**28,055**	**30,751**	**27,593**	**26,001**	**38,637**	**45,202**	**38,612**	**40,861**
Deuda Financiera / Capital invertido	45.06%	47.11%	51.74%	46.10%	38.36%	54.16%	64.92%	62.27%	60.97%
Inversiones en acciones / Capital invertido	54.94%	52.89%	48.26%	53.90%	61.64%	45.84%	35.08%	37.73%	39.03%
Deuda Financiera / Inversiones en Acciones	0.82	0.89	1.07	0.86	0.62	1.18	1.85	1.65	1.56
Deuda Financiera / EBITDA	0.70	0.70	1.01	1.21	0.86	1.51	2.04	1.81	4.72
Pasivos C.P./Deuda Financiera	87.59%	97.06%	85.63%	87.77%	66.33%	71.86%	71.04%	78.80%	88.89%
Pasivos L.P./Deuda Financiera	12.41%	2.94%	14.37%	12.23%	33.67%	28.14%	28.96%	21.20%	11.11%
Deuda Financiera / Activos Ajustados	45.06%	47.11%	51.74%	46.10%	38.36%	54.16%	64.92%	62.27%	60.97%
Activos Ajustados / Ventas	0.31	0.33	0.37	0.40	0.42	0.55	0.58	0.49	1.13
Capital de trabajo comercial / Ventas	0.23	0.24	0.25	0.23	0.24	0.38	0.40	0.32	0.33
Ratio de liquidez	1.38	1.30	1.30	1.28	1.71	1.55	1.39	1.12	1.11
CxC días	23	20	16	15	11	9	8	9	7
Inv. Días	137	140	153	161	164	172	195	205	242
CxP días	44	43	44	45	41	17	10	23	39
Ciclo de efectivo (días)	116	117	125	130	135	164	193	191	211

SCR la
Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA									
Activos Ajustados Promedio	42,318	42,293	43,205	39,922	35,004	39,118	48,269	50,961	49,515
Flujo Depurado Histórico del Ejercicio	18,536	20,260	16,328	10,433	11,339	13,521	14,282	13,213	5,449
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	43.80%	47.90%	37.79%	26.13%	32.39%	34.56%	29.59%	25.93%	16.51%
Deuda Financiera				24,912.03				24,912.03	24,912.03
Gastos Financieros				1,852.00				1,852.00	1,852.00
Flujo Depurado Ajustado				10,505.97				10,505.97	10,505.97
Cobertura Financiera Histórica				5.67				5.67	5.67
D.P.D.				1.66				1.66	1.66

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA										
	SEM 01	SEM 02	SEM 03	SEM 04	SEM 05	SEM 06	SEM 07	SEM 08	SEM 09	SEM 10
Flujo Depurado Proyectado	5,601	5,859	6,075	6,300	6,475	6,655	6,777	6,901	6,962	7,024
Activos Promedio	50,331	51,346	53,958	57,292	60,992	64,787	68,650	72,446	76,219	80,814
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	11.13%	11.41%	11.26%	11.00%	10.62%	10.27%	9.87%	9.53%	9.13%	8.69%
Deuda Financiera Proyectada	22,566	21,469	22,175	22,295	23,538	23,677	24,914	24,802	25,910	27,443
Cobertura Financiera Proyectada	7.49									
D.P.D. Proyectado	1.38									

ESCENARIO PROYECTADO 1

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA										
	SEM 01	SEM 02	SEM 03	SEM 04	SEM 05	SEM 06	SEM 07	SEM 08	SEM 09	SEM 10
Flujo Depurado Proyectado	5,266	5,261	5,403	5,398	5,494	5,489	5,535	5,530	5,525	5,520
Activos Promedio	50,195	50,817	52,858	55,483	58,343	61,208	64,050	66,780	69,433	72,815
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	10.49%	10.35%	10.22%	9.73%	9.42%	8.97%	8.64%	8.28%	7.96%	7.58%
Deuda Financiera Proyectada	22,566	21,354	21,841	21,730	22,657	22,516	23,390	23,005	23,741	24,862
Cobertura Financiera Proyectada	6.40									
D.P.D. Proyectado	1.61									

ESCENARIO PROYECTADO 2

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA										
	SEM 01	SEM 02	SEM 03	SEM 04	SEM 05	SEM 06	SEM 07	SEM 08	SEM 09	SEM 10
Flujo Depurado Proyectado	4,949	4,943	5,030	5,025	5,066	5,061	5,056	5,051	4,998	4,993
Activos Promedio	50,066	50,404	52,106	54,368	56,845	59,321	61,763	64,093	66,339	69,275
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	9.89%	9.81%	9.65%	9.24%	8.91%	8.53%	8.19%	7.88%	7.53%	7.21%
Deuda Financiera Proyectada	22,566	21,244	21,600	21,355	22,139	21,878	22,612	22,130	22,735	23,702
Cobertura Financiera Proyectada	5.76									
D.P.D. Proyectado	1.59									