

## CALIFICACIÓN:

Séptima Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	marzo 2023

## DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

Conforme el Artículo 3, Sección 1, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y demás documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA	sep-2021	GlobalRatings
AAA	mar-2022	GlobalRatings
AAA	sep-2022	GlobalRatings
AAA	mar-2023	GlobalRatings

## CONTACTO

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Séptima Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A. en comité No.232-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 21 de septiembre de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021-2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte julio de 2022 y julio de 2023. (Aprobado mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2021-00009168 por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 25 de octubre de 2021 por un monto de hasta USD 6.000.000).

## FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La industria siderúrgica ecuatoriana es un sector importante para la economía nacional, debido a que su producción es el insumo clave para otras industrias como el de la construcción. En 2022, la baja inversión en capital y obra pública del Gobierno Nacional afectó directamente al sector de la construcción. Así mismo, en el año 2022 se observa el primer aumento del número de empresas y empleados en el sector siderúrgico, luego de que en los 3 años previos experimentara disminuciones. La evolución del sector constructor ecuatoriano y la situación del sector inmobiliario en China, tendrán un impacto sobre el sector siderúrgico durante 2023. A pesar de la escasa diferenciación en los productos y la alta competencia en la industria del acero, DIPAC MANTA S.A. mantiene un buen posicionamiento en el mercado, ubicándose dentro del top 5 de empresas por nivel de ingresos.
- La amplia trayectoria y experiencia de DIPAC MANTA S.A. en el mercado han contribuido al desarrollo de una administración transparente y objetiva liderada por la Junta General de Accionistas y por el Directorio no estatuario. La compañía cuenta con varias políticas y procesos definidos para asegurar el registro continuo y la gestión objetiva de la compañía, así como un personal capacitado y con experiencia en el sector. Esto le ha permitido contar con 23 centros de ventas ubicados en las principales ciudades del país, conformando la mayor red comercial de acero en el Ecuador, consolidándose como un referente en el medio.
- Los ingresos de DIPAC MANTA S.A. provienen principalmente de la comercialización de productos de acero realizada directamente al consumidor final, para 2022 estas representaron un 58,73% del total de las ventas, por lo que se obtiene un mayor margen, diversificación de clientes y contribuye de forma importante a la generación de flujo de efectivo a través de actividades de operación. Se destaca la alta rentabilidad financiera que se compara de manera favorable frente a inversiones de riesgo similar. Los activos de la empresa han estado concentrados principalmente en inventarios denotando una adecuada gestión de aprovisionamiento, lo que le permitió a la empresa mantener la tendencia creciente en ventas y un ROE 20% para 2022 que llegó a ser 35,06% durante julio de 2023.
- DIPAC MANTA S.A. muestra una estructura de financiamiento principalmente con obligaciones con el Mercado de Valores e instituciones financieras. El índice de apalancamiento en promedio se ha mantenido en valores cercanos a 1 o que puede ser considerado un apalancamiento financiero bajo. La deuda financiera adquirida por la empresa se ha destinado a la expansión del negocio y ha sido pagada mediante el flujo generado por DIPAC MANTA S.A. gracias a la gestión operativa eficiente, lo que a su vez le ha permitido la repartición constante de dividendos a los accionistas.
- Bajo un escenario conservador que considera el comportamiento pasado de la empresa y la economía del país en general, las proyecciones realizadas prevén resultados constantemente positivos lo que permitiría una cancelación oportuna de la deuda con costo de la compañía, esto incluye el instrumento analizado. El Flujo Libre de Efectivo se mantendría positivo durante todo el periodo proyectado consecuentemente la empresa mantendría una política de reparto de dividendos sin poner en riesgos los pagos de la emisión ni de las otras obligaciones.
- La compañía ha cumplido con las obligaciones de la presente emisión de obligaciones sin presentar retrasos en los pagos, cumpliendo lo estipulado en la Ley sobre garantía general y todos los resguardos correspondientes

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

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

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

Durante los últimos años, el costo de ventas de la empresa experimentó fluctuaciones considerando que el costo de materia prima del acero depende del precio de cotización en el mercado internacional. En el periodo 2020-2021, el costo de ventas representó 61,32% y 53,69% del total de ingresos respectivamente, mientras que en 2022 ascendió 72,90% debido a cambios en los costos de la materia prima a nivel internacional. Para julio de 2023 el costo de venta representó 72,79% (USD 37,47 millones) mientras que a julio de 2022 fue de 72,82% (USD 44,17 millones), lo que refleja una estabilidad en cuanto a la comparación interanual.

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

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

Históricamente DIPAC MANTA S.A. ha mantenido la concentración del activo en el corto plazo representando en promedio 67,31% en 2020 y 2021. Para 2022 esta participación aumentó a 72,79% del total del activo, año en el cual en el corto plazo se registraron cuentas significativas como inventarios con 45,64% de participación y efectivo y equivalente con 21,23% de participación y cuentas con menor peso como: anticipo a proveedores (2,76%) y documentos por cobrar comerciales vigentes (2,09%). En el largo plazo la empresa mantiene propiedad, planta y equipo; que para 2022 representó 26,32% del activo, tomando en cuenta terrenos, construcciones en curso y la respectiva depreciación y derechos de uso (1,43%). Para julio de 2023 la tendencia de concentración de activos se mantiene en el corto plazo con una participación de 67,20% del total de activos manteniendo una distribución similar a la previamente mencionada.

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

Durante 2022 la principal fuente de financiamiento con costo fueron las obligaciones mantenidas con el Mercado de Valores, tanto de corto como de largo plazo, representando 34,83% del pasivo. Para julio de 2023 la estructura de pasivos se concentró en deuda con entidades financieras de corto plazo (35,31%), y las obligaciones con el Mercado de Valores, de corto y largo plazo, mantuvieron la participación en 32,27%:

El patrimonio presentó un incremento durante el periodo analizado; en 2020 tomó valores de USD 16,91 millones, mientras que para 2021 el patrimonio cerró el año con un valor de USD 27,09 millones, principalmente por la ganancia netas del periodo que fueron 196% mayores que las del año pasado. El capital suscrito y pagado de la compañía al 31 de diciembre de 2021 y 2020 comprende 580.800 acciones ordinarias de valor nominal de USD 1 dólar cada una, el cual está suscrito y totalmente pagado. De la misma manera, durante el 2021 la compañía declaró y pagó dividendos a sus accionistas por USD 8,21 millones (2020: USD 3,86 millones dividendos declarados). Para 2022 el patrimonio de la empresa incremento 25,54% por las ganancias acumuladas, tomando el valor de USD 34,02 millones lo que ocasionó que el patrimonio llegue a financiera 49,85% de los activos.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	JULIO 2022	JULIO 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
	Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	61.821	95.944	105.982	100.683	103.703	106.814	60.676
Utilidad operativa (miles USD)	10.500	26.436	11.432	9.984	10.402	11.368	7.723	6.045
Utilidad neta (miles USD)	6.213	18.397	6.920	4.935	4.722	5.297	4.937	3.244
EBITDA (miles USD)	11.635	27.601	12.833	11.385	11.802	12.769	8.388	6.670
Deuda neta (miles USD)	13.989	15.930	8.411	27.267	28.568	28.005	16.418	27.718
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	16.228	7.485	8.943	5.255	3.907	5.995	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.819	15.677	23.002	23.111	24.990	25.532	31.261	29.380
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	18.175	12.990	(2.552)	14.167	20.776	20.707	10.458	9.758
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,64	2,12	-5,03	0,80	0,57	0,62	0,80	0,68
Capital de trabajo (miles USD)	6.429	19.110	28.386	10.984	12.680	13.505	27.985	7.768
ROE	36,74%	67,89%	20,34%	30,28%	28,24%	30,24%	26,42%	35,06%
Apalancamiento	1,97	1,51	1,01	2,67	2,68	2,56	1,00	2,77

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

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. Estas proyecciones podrían variar en función del comportamiento real de la compañía durante los próximos años, pero proporcionan un escenario conservador del desenvolvimiento esperado para periodos futuros.

Es importante mencionar que las ventas de la empresa están ligadas a la fluctuación del precio del acero, tomando en cuenta el comportamiento histórico en cuanto al precio del *commodity* y el comportamiento real de la empresa hasta julio de 2023 se estima que para finales del año las ventas disminuyan 5% y se establezcan en el futuro con un crecimiento de aproximadamente 3% hasta 2025.

La participación del costo de ventas no ha presentado una tendencia definida debido a que depende de la fluctuación del precio del acero. Para el 2023 se estima que la participación sobre las ventas se estabilizará alrededor de 73,5% similar al 72,80% de julio de 2023. Para los años posteriores el costo de venta mantendría un comportamiento ligeramente cambiante, tomando en cuenta las fluctuaciones del precio de la materia prima.

El estimado del crecimiento en ingresos permite prever que los gastos de ventas en el futuro mantendrán un comportamiento similar con la previsible influencia del fenómeno inflacionario por lo que se proyecta un aumento de aproximadamente 1%. Para los años posteriores de vigencia de la emisión se prevé que los gastos de ventas representen 9% de las ventas y los gastos de ventas alrededor de 7%. Por otro lado, los gastos financieros obedecen a la proyección de la estructura de pasivos y se prevé ingresos no operacionales similares a los mantenidos en años previos, sin embargo, cabe mencionar que dichos ingresos no son representativos.

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

En cuanto a los inventarios, la compañía mantiene un stock importante de existencias como eje estratégico de su gestión comercial. En este sentido, la proyección analiza en su conjunto el valor del inventario y de mercaderías en tránsito, monto que a diciembre de 2022 tenía un valor combinado de USD 31,14 millones.

Por otro lado, para 2023 dicho valor alcanzaría los USD 33 millones, siempre manteniéndose alrededor de los 165 días de inventario, por debajo de los 317 días de 2021 y superior a los 145 días de 2022.

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

La empresa mantendría una estructura de financiamiento similar a la del año 2022, con deuda con el Mercado de Valores en el largo plazo y obligaciones con entidades financieras de corto plazo. Con este esquema se estima que la empresa adquiriría nuevas emisiones de obligaciones en el periodo de vigencia de la presente emisión. Por efecto de lo mencionado, la deuda se mantendría en valores cercanos a los USD 30 millones, similar a los USD 29,73 millones de julio de 2023.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como la máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Dependencia en exportaciones de *commodities* y los ingresos estatales ligadas al petróleo, hacen a la economía ecuatoriana vulnerable a las fluctuaciones de precios de las materias primas, al igual que a las tasas de cambio entre divisas.
- La inestabilidad política afecta la inversión extranjera directa y el establecimiento de nuevas empresas. Además, ante mayor incertidumbre política, las arcas fiscales también resultan afectadas puesto que se incrementa los costos de financiamiento en el exterior.
- La concentración de exportaciones en pocos países expone a Ecuador a riesgos, ya que la dependencia de mercados específicos puede afectar negativamente la economía en caso de cambios en la coyuntura internacional.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador, como altos déficits presupuestarios y creciente deuda pública, pueden limitar la inversión pública y afectar la estabilidad económica.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector, incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores, lo que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de DIPAC MANTA S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de ventas con consumidores finales, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo mediante políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.
- La fluctuación significativa en el precio del acero puede afectar la estructura de costos de la empresa y, por lo tanto, su rentabilidad. Además, una disminución en el precio del acero puede generar una caída en la demanda de productos de la compañía, lo que podría afectar su posición en el mercado y su capacidad para generar flujo de efectivo suficiente para cumplir con sus compromisos financieros. Es importante mencionar que la compañía ha implementado estrategias para reducir este riesgo,

como la diversificación de sus proveedores de acero y la implementación de contratos de largo plazo que les permiten mitigar el riesgo de fluctuaciones a corto plazo.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsible de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respalda la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos con las aseguradoras Liberty Seguros S.A, CHUBB Seguros S.A y Ecuatoriano Suiza S.A.

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

## INSTRUMENTO

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES					
Características	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	6.000.000	1.800	7,00%	Trimestral	Trimestral
Saldo en circulación (julio 2023)	USD 4.200.000				
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	No aplica				
Estructurador financiero	Albión Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Albión Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Gonzalo Córdova Abogados Cía. Ltda.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación. En una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>				
Límite de endeudamiento	Mientras se encuentre vigente la emisión de obligaciones, DIPAC MANTA S.A. se compromete a mantener una relación de pasivos con costos sobre activos totales menor o igual a setenta y cinco por ciento; dicho indicador será estimado de forma anual.				

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

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

Atentamente,

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.**  
 Presidente Ejecutivo