

**ACTUALIZACION DE LA CALIFICACIÓN DE
RIESGO DE LA TERCERA EMISIÓN DE
OBLIGACIONES DE
DIPAC MANTA S.A.**



OCTUBRE DE 2018

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE DIPAC MANTA S.A.	
Monto aprobado de la emisión:	Hasta por US\$ 4,000,000
Saldo:	US\$1,500,000
Plazo:	1,440 días (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 Específica	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 financieros bancarios de la compañía.

CALIFICACIÓN ASIGNADA A LA TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

AAA

El Comité de Calificación de nuestra institución, en sesión del 22 de Octubre de 2018, 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 2017, el corte interno al 31 de Agosto de 2018 (no auditado), además del detalle de los activos libres de gravamen, ha resuelto asignar a la Tercera 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.

PRESENCIA BURSÁTIL

Es importante indicar que el Emisor actualmente participa con los siguientes instrumentos: 1) Tercera Emisión de Obligaciones por US\$4.0 millones con un saldo de US\$1.5 millones; c) Cuarta Emisión de Obligaciones por US\$4.0 millones con saldo de US\$3.0 millones. La tercera emisión de obligaciones fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores mediante resolución No. SCVS.INMV.DNAR.15.0004909; la cuarta emisión de obligaciones con resolución No. SCVS.INMV.DNAR-2017-00003408 emitida el 16 de agosto de 2012.

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACION OCTUBRE 2018	
AAA	

FUNDAMENTACIÓN

Habiendo alcanzado un tamaño máximo de \$6.893 millones en el año 2014, el sector de la construcción ha experimentado una continua reducción hasta un monto de \$6.160 millones en el año 2017 debido principalmente a

¹Conforme 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.

la contracción de la contratación pública toda vez que el gobierno central tuvo menos recursos por la caída del petróleo en los mercados internacionales. En el presente año sin embargo, se observa una reversión en la tendencia señalada evidenciada en un tamaño registrado de \$3.112 millones en el primer semestre, la misma que podrá sostenerse con mayor inversión pública si el precio del petróleo logra mantenerse en niveles de \$70 en los mercados internacionales, y la actual administración gubernamental consigue refinanciar su estructura de deuda.

La recuperación experimentada por la economía del país en los últimos semestres ha permitido a la empresa emisora volver a retomar una tendencia creciente en sus ingresos. De este modo, el total de ventas que en el año 2016 descendió a \$62.2 millones, al pasado año 2017 logró recuperarse a un monto de \$70.1 millones, y continuar ascendiendo en el presente año hasta acumular un monto de \$51.1 millones al mes de agosto. Con un promedio de toneladas producidas de 5.757 por mes que están siendo vendidas a un precio de \$1.11 por kilogramo, se estima que al cierre del ejercicio el emisor pueda registrar ingresos cercanos a \$75.0 millones.

Mientras el año anterior el margen bruto alcanzado por la empresa ascendió a \$25.3 millones, en los ocho primeros meses del año suman \$16.9 millones, mientras que el margen operacional de los doce meses anteriores fue de \$12.8 millones, y el acumulado a agosto llegó a \$8.2 millones. Con un nivel de gastos de administración y gastos de ventas que se mantienen en un promedio de 17.5% de los ingresos, el flujo de efectivo generado por la normal operación del negocio fue de \$13.8 millones en el 2017, y en el año actual suma \$8.5 millones.

Al momento del presente ejercicio de calificación, el capital invertido en la empresa asciende a \$20.8 millones de los cuales el 34.3% proviene de endeudamiento con costo de largo plazo, y 65.7% de inversión accionarial de renta variable. El capital se ha aplicado a financiar un monto de activos inmovilizados de \$13.9 millones con lo cual el emisor ha dispuesto de un fondo de maniobra de \$6.9 millones que ha sido aplicado a cubrir en parte, los requerimientos de capital de trabajo que llegaron a ser de \$24.5 millones.

Las necesidades adicionales de fondos han sido cubiertas con endeudamiento de corto plazo por un monto de \$17.6 millones. La tasa de contratación del endeudamiento señalado reporta un promedio de 10.1% en el año anterior y 7.1% en el presente ejercicio. La liquidez de la empresa en este mismo periodo ha disminuido de 1.55 a 1.18 debido a que el ciclo de efectivo ha aumentado de 164 a 170 días, dado por el aumento del número de días de pago de los compradores. A su vez, el indicador de la capacidad de generación de ingresos de los activos se ha mantenido en un rango entre 2.17 y 1.99.

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 tercera emisión de obligaciones, fue estructurada con garantía general, cumpliendo con los activos libres de gravamen de la Empresa y Resguardos de Ley; garantía específica: 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.

A pesar de las condiciones del sector en que compite, la posición de liderazgo que tiene dentro de su industria le permite a la empresa emisora lograr alcanzar una mayor capacidad de generación de efectivo, en base a la cual logra mantener una muy buena holgura de pago de sus obligaciones financieras, incluyendo entre éstas a la derivada de los títulos sujetos al proceso de calificación.

El Comité de Calificación una vez analizados los factores de riesgo expuestos en el ejercicio de calificación preliminar, y habiendo revisado el cumplimiento de las características propias del instrumento, se pronuncia por asignar a la actualización de calificación de la Tercera 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 4 de Julio de dos mil quince se resolvió aprobar por unanimidad la tercera 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\$1,000. 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 Valoraciones Tecnicas VALORATEC S.A.. La presente emisión no contempla contrato de underwriting. El destino de los recursos será destinado 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, 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: Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1.00) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de valores; Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener 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 Tercera 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 2017 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 2018 (no auditado) preparado bajo NIIF, detalle de activos libres de Gravámenes, entre otra información cualitativa y cuantitativa.

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).

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.

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.

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 2018.

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 (US\$)					
	2014	2015	2016	2017	Agosto 2018
Activos Promedio	43,392	40,094	35,156	39,287	46,520
Flujo Depurado Ejer.	16,398	10,478	11,388	13,579	8,787
%Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	37.79%	26.13%	32.39%	34.56%	28.33%
Monto de Deuda					24,780
Gastos Financieros					1,571
Cobertura Histórica de Gastos Financieros: Pasivos Exigibles / EBITDA:					8.99
					1.28

3.2. Evaluación de los Riesgos de la Industria

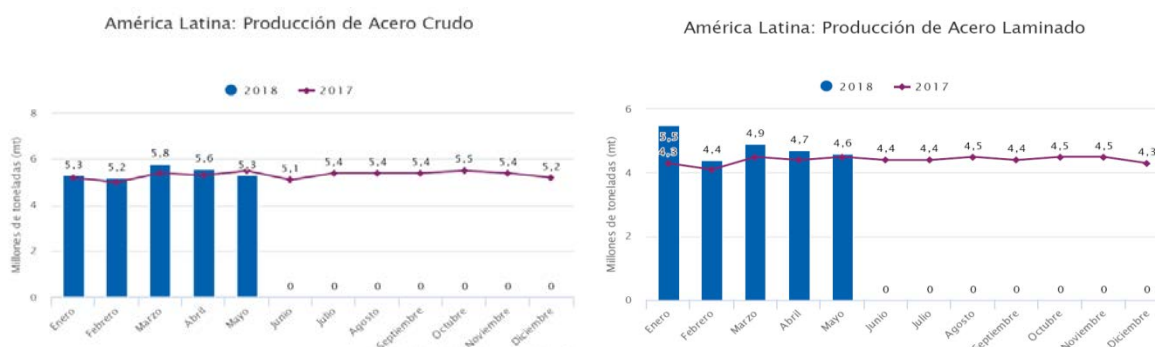
Considerando el origen del flujo de fondos de la empresa emisora, el análisis del riesgo industrial presentado a continuación se ha sustentado primordialmente en la situación actual de los productores de las materias primas (básicamente el mercado internacional) y debido al encadenamiento productivo 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.

Mercado Internacional de Materias Primas

Análisis del Acero

Australia y Brasil son los principales oferentes de hierro, concentrando alrededor del 40% y el 20% de la producción mundial respectivamente, lo cual responde a las reservas geológicas en sus territorios. Dicha producción en su mayor parte es exportada a China. Desde el 2013, China se ha posicionado como el principal consumidor mundial de mineral de hierro, llegando a consumir alrededor del 55% de la oferta mundial, el que emplea fundamentalmente para la producción de acero, mercado al que provee cerca del 50% de la producción total, equivalente a unas 1.628 millones de TM en 2016.

El consumo per cápita de acero de un país o una región, es una métrica adecuada de su nivel de vida y desarrollo. Así, las sociedades más avanzadas, son a la vez las que más cantidad de acero consumen. Actualmente, el consumo promedio mundial per cápita anual de acero es de 225 kg., América Latina todavía se encuentra por debajo de dicho promedio, aproximadamente 112 kg/año por habitante.



De acuerdo a Asociación Latinoamericana de Acero ALACERO, América Latina produce alrededor del 5% del acero del mundo equivalente a una producción de 16,4 millones de toneladas (Mt) de *acero crudo* en enero-marzo 2018, 5% superior a lo registrado en el mismo período de 2017 (15,6 Mt), siendo Brasil, el principal productor con un aporte del 53% del total regional (8,6 Mt), el cual aumento 5% en relación al primer trimestre del 2017. Por su parte, la región produjo 13,8 Mt de *acero laminado*, 7% más que en enero-marzo de 2017; en este segmento, los principales productores son Brasil 5,8 Mt (42% del total latinoamericano) y México con 4,9 Mt (35% del total latinoamericano). En el mismo periodo, la región registró un *consumo de acero laminado* de 16,8 Mt, 3% mayor que en mismo período 2017 (16,4 Mt). Los principales países que incrementaron su consumo, tanto en términos

absolutos como porcentuales fueron:

- Brasil, creció en 439 mil toneladas adicionales, equivalente a crecer 10%
- Argentina, creció en 351 mil toneladas adicionales, equivalente a crecer 33%; y
- Panamá, creció en 34 mil toneladas adicionales, equivalente a 42%.

Contrariamente, en el mismo período Uruguay, Venezuela y Guatemala registraron caídas de 34%, 17%, y 13% respectivamente. Del total latinoamericano, 57% corresponde a productos planos (9,5 Mt), 42% a productos largos (7,1 Mt) y 1% a tubos sin costura (224 mil toneladas), relacionados con la industria que se desarrolla en dichos países.

Se estima que la industria del acero emplea a casi 225,000 personas en forma directa, en más de 160 plantas productivas distribuidas a lo largo de todo el continente. Sin embargo, hay que resaltar que los avances tecnológicos también han permitido que el proceso de fabricación de acero se haya vuelto más intensivo en capital que en trabajo en las últimas décadas.

El año 2016 fue complicado para América Latina, lleno de obstáculos que provocaron la producción de acero crudo más baja desde 2009, a pesar de ello, se evidencian condiciones más favorables desde el 2017, con un alza moderada en los precios del mercado del acero. Lo anterior evidencia en parte, las medidas para enfrentar la sobrecapacidad instalada de China. Como se puede estimar, China, es el epicentro de los profundos cambios en el sector del acero, impactando al resto del mundo su comportamiento en pagos, el exceso de capacidad, la baja demanda, la presión sobre los precios y los altos costos de producción, según el último estudio difundido por Crédito y Caución. Por esta razón, Estados Unidos impuso aranceles a las importaciones de acero y aluminio y ha elaborado acuerdo con ciertos productores.

A nivel internacional, el precio del acero es cotizado en la Bolsa de Metales de Londres, donde luego de la caída del año 2009 se observó un repunte hasta el segundo semestre de 2011 (con un pico de US\$700 por TM aproximadamente para el precio promedio del año), a partir de lo cual se mostró una tendencia a la baja (precio por tonelada a finales del 2012 y 2013 fue de US\$300 aproximadamente, mientras que el promedio del año 2014 llegaba a US\$658). Ya para el 2016, los precios internacionales del acero mostraron crecimiento, desencadenando la transferencia de esos mayores precios a los costos de los productos finales como vehículos, electrodomésticos, herramientas, entre otros, el incremento del precio de la chatarra y aumentos a otros productos, siendo el único camino para mantenerse en el mercado, es ser más eficientes en los procesos.

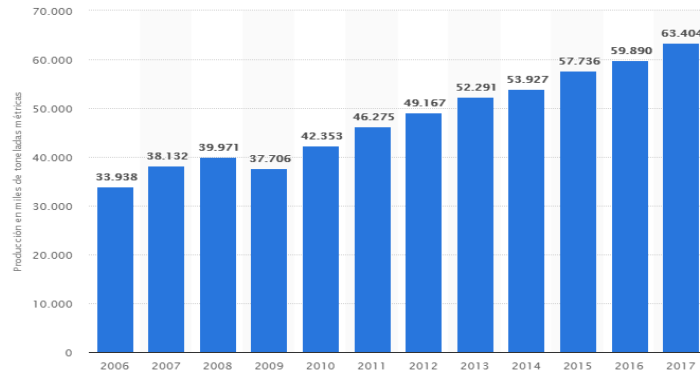
Para el 2018, y sustentándose en los precios pactados por China en el mercado internacional, la desaceleración de ese país y en parte por las restricciones medio ambientales que le impongan, el Banco Mundial estima que los precios experimentarán una caída en torno al 10%, esto también puede verse afectado por las limitaciones a las exportaciones de Australia, principal productor de hierro, que pueden pasar a 872 millones de toneladas en el 2018 y de 895 millones de toneladas en el 2019, contribuyendo a la desaceleración de los precios.

Análisis del Aluminio²

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 45% del consumo industrial), 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.

²

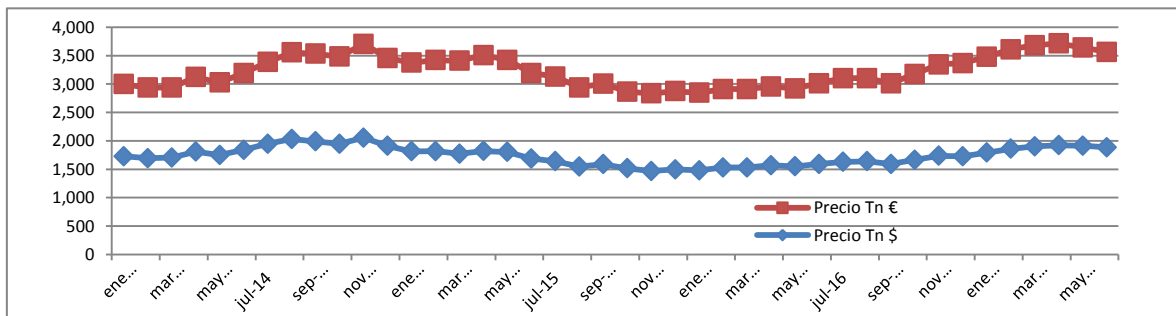
Información de International Aluminium Institute (<http://world-aluminium.org>) y Bolsa de Metales de Londres (<http://www.lme.com>)



La producción mundial de aluminio en refinerías desde el 2006 hasta el 2017, se muestra en el gráfico, siendo un pico de producción el año 2017, donde se produjeron cerca de 63 millones de toneladas métricas de aluminio. Luego de la caída del año 2009 producto de la recesión global, la producción mundial de aluminio primario evidenció una continua recuperación, entre el 2016 y el 2017, evidencio un crecimiento del 5.5% impulsado por la producción de China.

Por lo que ese país, China, se ubica como el primer país productor de aluminio, con aproximadamente 32,6 millones de toneladas métricas, por delante de Rusia y Canadá.

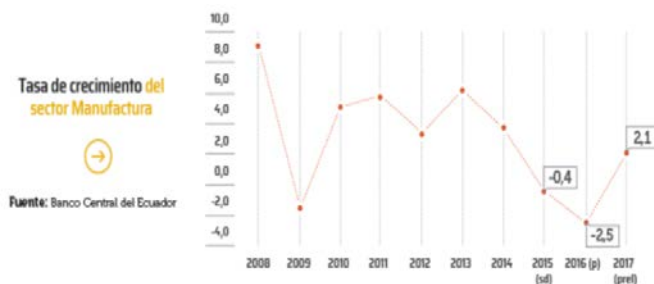
Según cifras referenciales de LME, el precio por TM de aluminio con un % de pureza mostro desde el 2014 hasta el 2017 la siguiente tendencia:



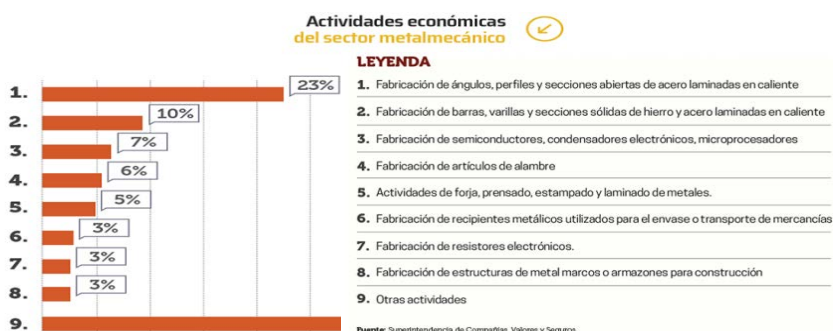
Fuente: Bolsa de Metales de Londres (LME, por sus siglas en inglés)

Mientras que los precios agrícolas y de la energía declinan en mercados con excedentes, eso no sucede con los principales seis metales (aluminio, cobre, zinc, oro, plata y níquel) utilizados a nivel mundial, principalmente debido a la promesa de China de usar su poder de control de los productores locales para limitar la oferta. "El precio ha reaccionado ante ese cambio de posición del gobierno chino en lo relativo al manejo de la producción de aluminio", dijo Eoin Dinsmore, un consultor de CRU. La demanda también contribuye, en especial al aumentar el uso en la industria automotriz de China, agregó.

Sector Metales - perspectivas para Ecuador



La industria manufacturera aporta con el 13% del PIB de la economía ecuatoriana, pese a que experimentó tendencia decreciente durante el 2015 (-0.4%) y 2016 (-2.5%), y se recupera en algo, al cierre del 2017, con un crecimiento del 2,1%, respondiendo a la interrelación de esa industria con otros sectores (farmacia, químicos, agroindustria, astilleros, electrodomésticos, maderera, minería, química, textil, transporte, entre otros) y a su capacidad de generación de valor agregado. Es importante resaltar, que a esta industria la compone principalmente el sector metalmeccánico que a su vez está constituido por el comercio de productos siderúrgicos, metalmeccánicos básicos y de transformación, generando materiales, insumos, bienes de capital, partes y servicios diversos. La manufactura representa el 10% del total del PIB manufacturero no petrolero, generando más de 80 mil plazas de trabajo y es una de las industrias más interrelacionadas sectorialmente en la economía. Sin embargo, toda la economía depende de la estabilidad económica, la generación de empleo y de las inversiones en las diferentes industrias como el de la construcción, cuya perspectiva es una fuerte desaceleración de acuerdo a publicaciones internacionales³.



El insumo principal de la manufactura ecuatoriana es importado, generando una balanza comercial sectorial negativa (US\$ 4,596 millones en 2017), pero con alto potencial de sustitución debido a su capacidad de producir bienes finales e insumos para otras industrias o sectores económicos. Según información proporcionada por Fedimetal, Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal, la industria podría sustituir un 80% de los bienes de capital importados, un 30% en productos derivados del metal, y, un 23% en los metales comunes importados.

Dentro de la industria metalmeccánica los principales productos son los relacionados a la fabricación de laminados en caliente, conformados planos y conformados largos, relacionadas a la fabricación de productos de hierro y acero, laminados metálicos, alambres, rejillas, redes, fabricación de semiconductores y resistores eléctricos y productos para la construcción como estructuras metálicas, marcos o armazones metálico.



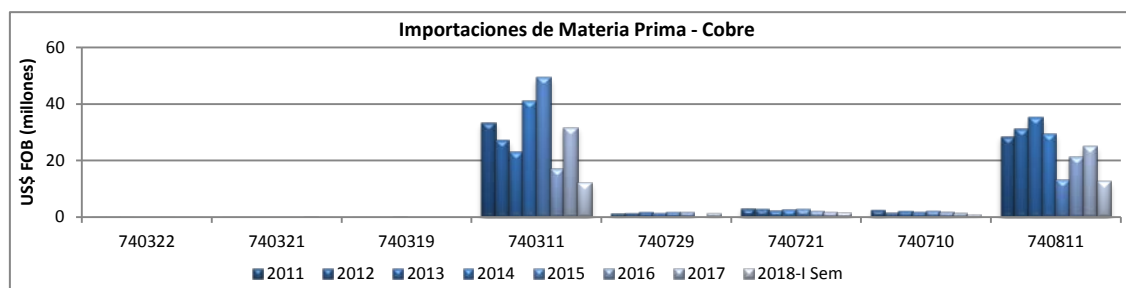
La industria ha contribuido con el desarrollo de la economía con la ejecución de proyectos de construcción pública y privada, permitiendo la provisión de insumos necesarios para las hidroeléctricas, infraestructura civil, petrolera y telecomunicaciones. Básicamente contamos con capacidad instalada en el sector metalmeccánico utilizada al 51%

³ El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador crezca el 2,5% este año y 2,2% en 2019, de acuerdo al informe "Perspectivas Económicas Mundiales", presentado en abril, mientras que la CEPAL estima un 2%.

de su capacidad potencial

Mientras no se concrete la producción a nivel local, la provisión de ambas materias primas (metales como acero y aluminio) para la industria manufacturera se sigue dependiendo de las importaciones y por ende su precio y producción se establecen 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:

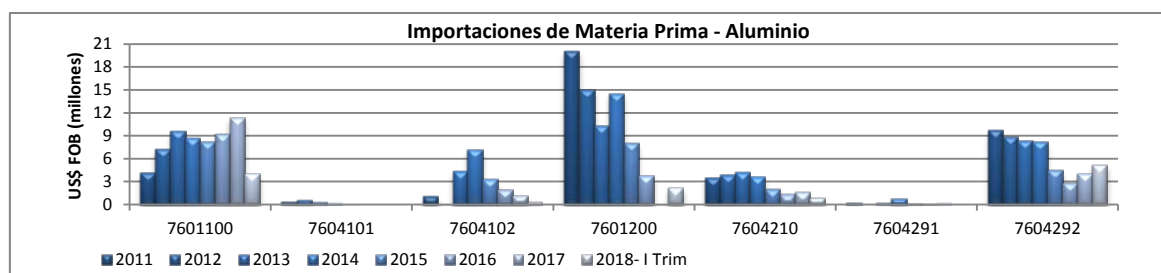
En el caso del cobre, los valores importados en US\$ FOB de las principales partidas arancelarias (740322: aleaciones a base de cobre-estaño, bronce; 740321: aleaciones a base de cobre-zinc, latón; 740319: cobre refinado en bruto, excepto en cátodos, barras p/alambrón y tochos; 740311: cátodos y secciones 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: Banco Central del Ecuador

De las partidas relacionadas a las importaciones de cobre, el rubro 740311 "Cátodos y secciones de cátodos de cobre refinado" capta el 53% del monto importado en el 2017, total que sumó US\$60.3 millones cuya procedencia es Perú en prácticamente su totalidad. En cuanto a precio FOB promedio por tonelada entre el 2015 y 2017 fue de US\$5,792, mientras que durante el 1º semestre del 2018 se ubicó en US\$7,155.52. En cuanto al volumen importado en TM, entre el 2015 y el 2017, ingresan al país 16,690.5 toneladas con un promedio por año de 5,563.5. Otro rubro importante fue el denominado bajo la partida arancelaria 740811 "Alambre de cobre refinado con la mayor dimensión de la sección transversal superior a 6 mm", que provienen de Brazil, Chile y Perú en porciones prácticamente similares, las importaciones de este rubro aportó con el 41.7% del total mencionado. El precio FOB promedio por tonelada entre el 2015 y el 2017 fue de US\$5,833.97 sin embargo, al primer semestre del 2018 sube a US\$7,215.52. En términos de volumen, ingresaron al país bajo esta partida 10,342.2 toneladas entre el 2015 y el 2017. Los demás rubros cubren menos del 3% individualmente.

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



Fuente: Banco Central del Ecuador

Durante el periodo 2016 - 2017, la partida más importante fue 7601100000 denominada "Aluminio Sin Alear" el cual captó cerca del 62% del total importado relacionado con aluminio, que sumó al 2016 US\$19.2 millones y al 2017, US\$18.5 millones. Es importante resaltar que de manera histórica el rubro que denotaba mayor importaciones era la partida 7601200, que correspondía a "Aleaciones de aluminio". La procedencia de este aluminio sin alear fue la India principalmente. Durante el primer semestre del 2018 el precio promedio por tonelada ingresada al país llegó a US\$2,247.7, que mostro un crecimiento del 13.6% en relación al cierre del 2017.

Como todo bien que ingrese al país desde que el Estado busca fomentar los desarrollos dentro del propio país, varios rubros de importaciones se vieron afectados por aranceles, este es el caso del aluminio, que a la fecha del presente informe su ingreso paga los siguientes porcentajes de aranceles:

CODIGO	DESIGNACION DE LA MERCANCIA	IMPUESTO AD VALOREM
7604.10.20.00	---Perfiles, incluso huecos (incluye 45 ítems)	5%
7604.21.00.00	---Perfiles huecos (incluye 17 ítems)	5%
7604.29.10.00	---Barras (incluye 4 ítems)	5%
7604.29.20.00	---Los demás perfiles (incluye 58 ítems)	5%
7608.10.90.00	---Los demás (incluye 23 ítems)	5%
7608.20.00.00	---De aleaciones de Aluminio (incluye 52 ítems)	5%

Es importante anotar que solo constan las partidas relacionadas con las importaciones vinculadas con la actividad comercial del Emisor y en lo relacionado al cobre, hay aranceles 0% a la fecha del presente informe.

3.3. Asignación de la Categoría Histórica Básica de Riesgo

En función de la Cobertura Histórica de Gastos Financieros del Emisor de 8.99 y un Riesgo Industrial Medio se asigna a la Tercera 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

Para evaluar la capacidad de pago de la firma emisora respecto del monto colocado, se ha partido del análisis de un modelo preparado tomando en consideración los parámetros que se presentan en los párrafos siguientes, y cuyo horizonte de tiempo abarca el periodo de vigencia de los títulos colocados:

- 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.
- El estado de resultados proyectado se lo ha elaborado partiendo de considerar que los ingresos de la empresa son función de dos variables fundamentales; una, el volumen de producto final procesado vendido, 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.
- El capital inicial aplicado en el modelo corresponde al encontrado en los estados financieros internos cortados al mes de agosto último entregados por el emisor. La estructura empleada a lo largo del periodo proyectado, guarda relación con el análisis histórico hecho de este indicador.
- Los egresos correspondientes a los gastos derivados de los pasivos con costo que componen la estructura de capital, se obtienen en función de los tasas vigentes para cada una de las operaciones y el plazo por amortizar remanente de las deudas
- La estabilidad de la capacidad de pago del emisor ante la ocurrencia de eventos adversos, se la evalúa sometiendo al modelo inicial a un ejercicio de estrés afectando negativamente las principales variables de ingreso y egreso consideradas.

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. N° 1	Esc. N° 2
Crecimiento PIB real anual	0.75%	0.63%	0.50%
Crecimiento del Sector	0.74%	0.61%	0.49%
Kilogramos Vendidos	35,144,643	35,101,842	35,059,041
Margen de Ventas por Kilogramo	37.28%	36.35%	35.42%
Relación Gastos de Operación/Margen	50.96%	52.24%	53.51%
Cobertura de Gastos Financieros Proyectada Promedio	7.91	6.64	6.08

4.3. Asignación de la Categoría Básica Proyectada de Riesgo

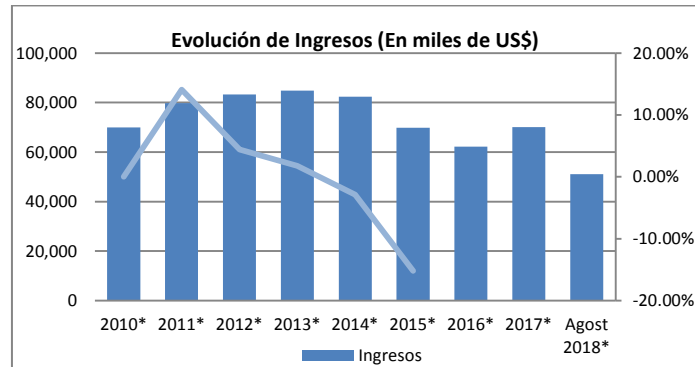
En función del análisis de la solvencia proyectada del Emisor que dio una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 7.91, el análisis de sensibilización de escenarios y un Riesgo Industrial medio se asigna a la Tercera Emisión de Obligaciones de **DIPAC MANTA S.A.** la Categoría Proyectada de Riesgo de "AAA-".

5. Análisis de la Calificación Preliminar

5.1. Análisis de Indicadores Financieros y Adicionales.

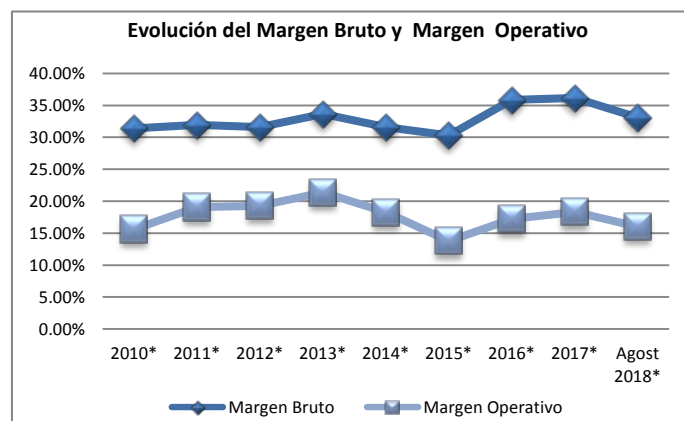
5.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

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 continúa 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 Agosto de 2018 los ingresos alcanzaron los US\$51.1 millones, monto que representa el 72.8% de los ingresos al 2017, la empresa proyecta generar ingreso sobre los US\$75.0 millones al cierre del 2018, incremento que se verá apoyado con la operación de las dos nuevas maquinarias adquiridas, una para la elaboración de tuberías (operando actualmente a un 30%) y la otra para perfiles que aún no entra en operación. De acuerdo a su mix de productos presentado al corte de Agosto de 2018, el 21.6% de los ingresos corresponde a la clasificación de Laminados y Laminados Calientes y Fríos, seguido por Perfiles con el 18.5% de participación, Tubos y Galvalum con el 16.7% y 9.7% respectivamente, Galvanizado el 5.1% y la diferencia del 28.5% 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 68.4%; 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 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\$9.1 millones en el periodo de los años 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 generó una utilidad bruta de US\$25.3 millones con un margen bruto de 36.13%; al corte de 31 de Agosto de 2018 el costo de ventas ascendió a US\$34.1 millones que versus los ingresos equivale a 66.9% de los ingresos, con un margen bruto de 33.1% respecto a ingresos, le permite cubrir gastos operacionales por 17.1%, dando una utilidad operativa de 16.03% del total de ingresos.

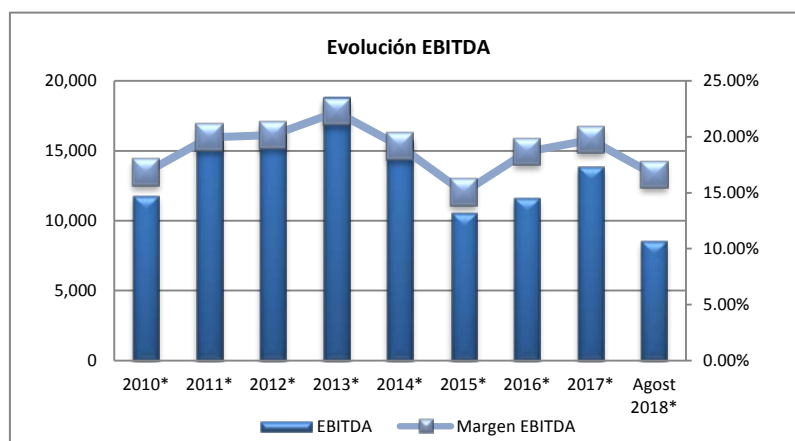


(*) Datos bajo NIIF

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 corte de Agosto de 2018 el margen bruto es de 33.1%, con un nivel de gastos operativos de 17.1% y un margen operativo de 16.03% sobre ingreso.

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 pasó 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 31 de Agosto de 2018 el EBITDA alcanzó los US\$8.5 millones y su relación frente a los ingresos fue de 16.6%.



(*) 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 Agosto de 2018 sus activos totales sumaron US\$48.1 millones, presentando un incremento de 7.13% en relación al año 2017, de los cuales el activo corriente representó el 66.5% y la diferencia del 34.1% lo constituyó el activo no corriente; los principales rubros del activo corriente continúan siendo los Inventarios con el 71.0% de participación, llegando a un monto de US\$25.3 millones, que en relación con el año 2017 disminuyeron en 1.9%; las cuentas por cobrar comerciales que constituyeron el 5.8% del activo corriente al corte de Agosto de 2018, alcanzaron un monto de US\$1.9 millones que en relación con el año 2017 crecieron en 8.6%. Las Propiedades, Planta y Equipos representaron el 100% del activo no corriente con un monto de US\$16.1 millones.

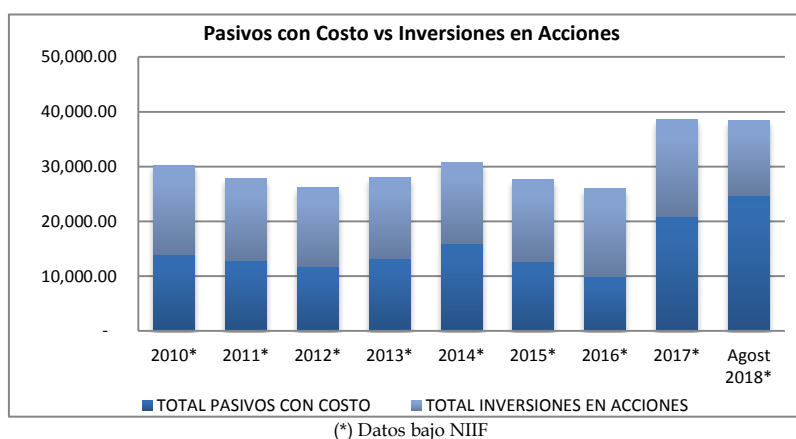
El pasivo total a Diciembre de 2017, se incrementó en 53.9% pasando de US\$17.7 millones a US\$27.2 millones; y está compuesto por el 71.3% de pasivo corriente y 28.7% de pasivo no corriente, el primero se concentra en Obligaciones Financieras de corto plazo que tuvieron una participación del 77.6% del 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.

Al corte interno al 31 de Agosto de 2018, el pasivo total aumento en 26.6% en relación con el año 2017, pasando a

US\$34.4 millones, y está compuesto por 78.7% de pasivo corrientes y 12.5% de pasivos no corriente, siendo su rubro principal las Obligaciones de Corto y Largo Plazo y Proveedores, el primero tuvo una participación del 65.1% del pasivo corriente, con un monto de US\$17.6 millones, que en relación con el año 2017 aumento en 17.3%; los Proveedores constituyeron el 14.7% del pasivo corriente, a la misma fecha, alcanzando un monto de US\$3.9 millones que en relación con el año 2017 aumentaron en 304.2%.

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. A Agosto de 2018, este rubro pasó a US\$13.7 millones que comparados con el año 2017 género una disminución del 22.8%, debido al pago de dividendos.

Ajustando⁴ 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. Al corte de Agosto de 2018 los activos ajustados ascienden a US\$38.5 millones que con relación al 2017 representan una reducción de 0.5% y está compuesto por un 63.8% de Capital de trabajo que requiere la empresa y un 41.9% por propiedades, plantas y equipos netos, más el resultado de los otros activos y pasivos no corrientes. El capital de trabajo comercial es de 23.2 millones y representa el 60.2% de los activos ajustados es decir que utiliza casi la totalidad de sus activos corrientes para la operación de la empresa.

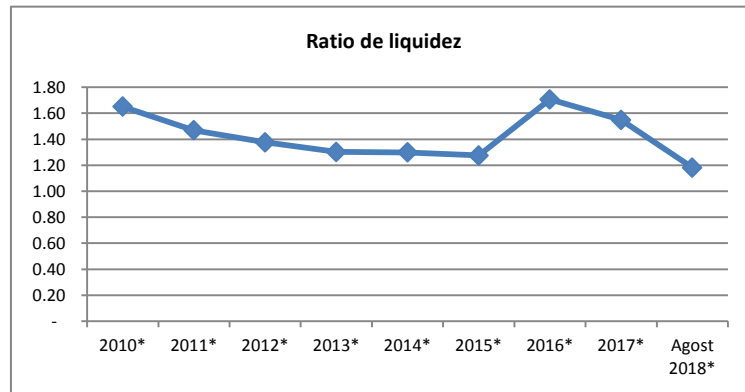


La estructura de capital de Dipac Manta S.A., a Agosto de 2018, está compuesta por US\$24.8 millones de deuda financiera y US\$13.7 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 1.8 veces entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos afectos al pago de intereses financian el 51.5% del monto total de activos, de los cuales el 71.2% son de corto 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 0.55 veces en el último año lo que muestra un incremento con respecto al año anterior que fue de 0.42 veces, esto refleja que por cada dólar invertido en activos la Compañía tiene la capacidad de generar ventas por 55 centavos de dólar (a Agosto de 2018 0.75 veces).

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 2017 este indicador fue 1.6 veces, al corte de Agosto de 2018 la liquidez es de 1.2 veces con una liquidez promedio de los últimos seis meses de 1.21 veces.

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



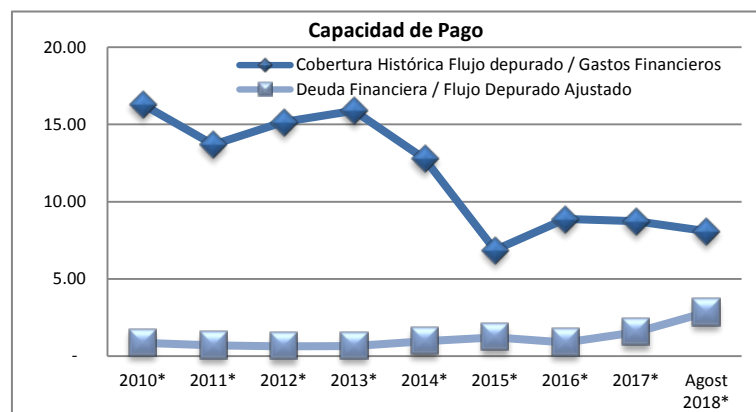
(*) Datos bajo NIIF

También podemos observar que requiere de un capital de trabajo comercial de 0.38 veces de sus ingresos (0.45 veces a Agosto de 2018), es decir que Dipac Manta S.A. puede manejar su operación comercial con el 38% del monto total de sus ingresos.

A Diciembre de 2017, Dipac Manta S.A. manejó un ciclo de efectivo de 164 días que comprende una rotación promedio de cuentas por cobrar de 9 días, inventario de 172 días y de cuentas por pagar de 17 días. Al año 2016 el ciclo de efectivo fue de 135 días. Al corte de Agosto de 2018 el ciclo de efectivo fue de 170 días que comprende una rotación promedio de cuentas por cobrar de 8.4 días, inventario de 179 días y de cuentas por pagar de 17 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.



(*) 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 abrió 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 11,147 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 19 centros de venta ubicados en las principales ciudades del país: Quito (3 sucursales), Guayaquil (2 sucursales), Manta, Ibarra, Ambato, Santo Domingo, Quevedo, Riobamba, Machala, Milagro, Cuenca, Portoviejo, Loja, El Coca, Lago Agrio y el Puyo; durante el año 2018 tienen proyectado la apertura de un nuevo local en 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 Año 2016	% Participación sobre Ventas Año 2017
Perfiles	19.0%	18.4%
Laminados	11.7%	10.7%
Tubos	14.4%	13.8%
Galvalum	11.5%	11.3%
Laminado Caliente	5.9%	8.1%

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

Adicionalmente se ha iniciado el proceso de implementar ISO 9001:2015 la misma que se aplicará para certificación en Enero 2019.

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 metalmeccánico que le representó el 5.9% de sus ingresos a diciembre de 2017 (7.92% Agosto 2018), industrial con el 8.2% (10.9% Agosto. 2018), estructuro el 11.3% (16.8% Agosto. 2018); la diferencia del 57.0% (40.2% a Agosto 2018), 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-fechaados 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, Condukt Kubiec, entre otras, que apuntan a clientes más grandes. La empresa cuenta con un Departamento de Marketing, con el que se promueve 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.

Para el año 2018 Dipac Manta S.A., amplía la cobertura geográfica con la apertura de dos nuevos locales, el primero ubicado al Sur de Quito (abierto desde mayo) y el segundo en Durán (en construcción).

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 2018 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:

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

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

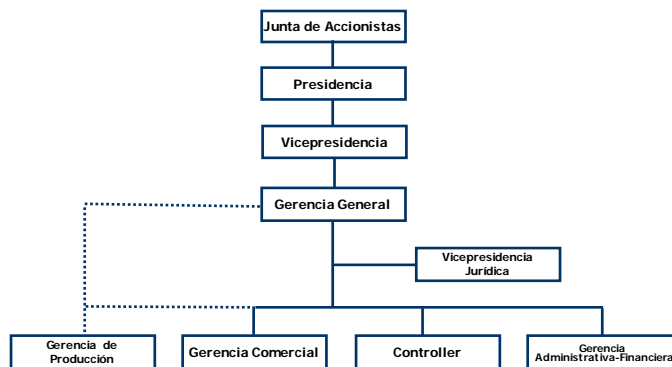
comodidad en la atención.

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 2018 los pasivos fueron USD 34.4 millones y se conformaron en un 72.0% por deuda con costo, misma que estuvo constituida por préstamos bancarios y valores que mantiene vigente en el Mercado de Valores. Adicionalmente se ha iniciado el proceso de implementar ISO 9001:2015 la misma que se aplicará para certificación en Enero 2019; 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 Molina Gerente General

Al 31 de Agosto del 2018, DIPAC MANTA S.A. posee un total de 389 empleados, los mismos que laboran en distintos departamentos de la compañía: Área Comercial (229 empleados), Área de Producción (99 empleados) y Área de Administración (61 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. no mantiene procesos laborales en su contra; por lo tanto no representan 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 tercera Emisión de Obligaciones de **Dipac Manta S.A.** la Calificación Preliminar de “AAA”.

6. Calificación Final

6.1. Garantía y Resguardos

La Tercera 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, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, 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 2018 cumpliría, con la garantía general establecida en la LMV.*

Así también, la estructura de la tercera emisión de obligaciones los resguardos previstos en el Art. 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, los cuales fueron reformados y publicados en el Registro Oficial N° 85 del 14 de Noviembre de 2013, por lo cual Dipac Manta S.A. deberá:

1. a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) 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; y,
3. 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 índices de liquidez por encima de la unidad, al corte del 31 de Agosto de 2018 el índice es de 1.2 veces con una liquidez promedio de los últimos seis meses de 1.21; b) De la relación activos reales versus pasivos se obtuvo que la Entidad de acuerdo a sus cifras al corte de Agosto 2018 se encuentra dentro del límite establecido. 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 tercera 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, Subtítulo 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 BDO Ecuador. con número RNAE No. 193. por parte del ente de control, y se exponen a continuación:

- Los activos totales de Dipac Manta S.A. al corte de Agosto del 2018 ascendieron a US\$48.1 millones, de los cuales, los Activos Libres de Gravamen al mismo corte financiero sumaron US\$34.9 millones aproximadamente, de los cuales podemos informar que:
 - US\$1.9 millones corresponden a activos de alta liquidez (Caja y Bancos) que se encuentran en las principales entidades financieras locales.
 - US\$1.9 millones son Cuentas por Cobrar Comerciales, que incluye US\$126,455 mil de cuentas por cobrar tarjetas de crédito; considerando el total de la cartera por cobrar a clientes, el 85.1% 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 14.9% restante está vencida, de este porcentaje el 53.3% se encuentra vencida por más de 90 días, es decir el 8.0% 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 75.4% al corte de Agosto de 2018, 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\$25.3 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\$16.1 millones, de los cuales US\$8.5 millones se encuentran gravados y corresponden a inmuebles y terrenos;
 - US\$200 mil corresponden a Seguros e Impuestos anticipados, los cuales se devengarán 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 TERCERA 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, al corte de Agosto de 2018 presenta (la suma de \$ 1,877,117), según informe de verificación de inventario presentado el 5 de Septiembre por AUDITING & TAXES. Los bienes muebles descritos en el detalle del inventario, son aportados al "fideicomiso de garantía tercera emisión de obligaciones Dipac Manta" S.A., por la Compañía Dipac Manta S.A., en respaldo de la tercera 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, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, informamos que el monto de las emisiones de obligaciones que mantiene Emisor ascienden a US\$4.75 millones, aproximadamente, al corte de Agosto del 2018, cantidad que representa el 76.8% 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

A pesar de las condiciones del sector en que compite, la posición de liderazgo que tiene dentro de su industria le permite a la empresa emisora lograr alcanzar una mayor capacidad de generación de efectivo, en base a la cual logra mantener una muy buena holgura de pago de sus obligaciones financieras, incluyendo entre éstas a la derivada de los títulos sujetos al proceso de calificación.

El Comité de Calificación una vez analizados los factores de riesgo expuestos en el ejercicio de calificación preliminar, y habiendo revisado el cumplimiento de las características propias del instrumento, se pronuncia por asignar a la actualización de calificación de la Tercera 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 2018 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 incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo.

Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a la Tercera 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.
Gerente General

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINO							Fecha:	oct/2018
DIPAC MANTA S.A. (en miles de dólares)								
		*NIIF						
	2013*	2014*	2015*	2016*	2017*	Agost 2018*		
RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA								
Ingresos	84,819	82,379	69,854	62,188	70,136	51,094		
Costo de Ventas	-56,256	-56,355	-48,698	-39,883	-44,795	-34,181		
Utilidad Bruta	28,563	26,025	21,156	22,305	25,341	16,912		
Gastos Operacionales	-10,412	-10,981	-11,552	-11,605	-12,494	-8,720		
Utilidad Operativa	18,151	15,044	9,604	10,700	12,847	8,193		
Gastos Financieros	-1,281	-1,284	-1,524	-1,282	-1,553	-1,085		
Otros Ingresos (Egresos) Netos	35	70	126	214	275	-296		
Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.	16,905	13,830	8,206	9,631	11,569	6,812		
Participación Empleados	-2,536	-2,536	-2,075	-1,684	-2,042	-		
Impuesto a la Renta	-3,230	-2,613	-2,032	-2,304	-2,557	-1,829		
Utilidad Neta	11,139	8,682	4,099	5,644	6,971	4,982		
EBITDA	18,833	15,776	10,501	11,615	13,843	8,491		
% de variación nominal Ingresos	1.78%	-2.88%	-15.21%	-10.97%	12.78%	-27.15%		
% de variación real Ingresos	-0.89%	-6.31%	-17.98%	-11.96%	13.01%	-27.21%		
COGS	-1.28%	0.18%	-13.59%	-18.10%	12.32%	-23.69%		
COGS/Ventas	66.32%	68.41%	69.71%	64.13%	63.87%	66.90%		
Margen Bruto	33.68%	31.59%	30.29%	35.87%	36.13%	33.10%		
Gastos Administrativos y Generales / Ventas	12.28%	13.33%	16.54%	18.66%	17.81%	17.07%		
Gastos de Venta / Ventas	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
Gasto Operativos / Ventas	12.28%	13.33%	16.54%	18.66%	17.81%	17.07%		
Gasto Operativos / Margen Bruto	36.45%	42.19%	54.60%	52.03%	49.30%	51.56%		
Margen Operativo	21.40%	18.26%	13.75%	17.21%	18.32%	16.03%		
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	0.04%	0.09%	0.18%	0.34%	0.39%	-0.58%		
Margen Neto	13.13%	10.54%	5.87%	9.08%	9.94%	9.75%		
Margen EBITDA	22.20%	19.15%	15.03%	18.68%	19.74%	16.62%		
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	76.30%	58.50%	27.59%	36.53%	41.32%	31.74%		
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA) Anual	26.23%	20.01%	10.22%	16.05%	17.74%	10.71%		
ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL								
Caja y Equivalentes de Caja	1,841	2,034	1,046	761	1,016	1,971		
Deudores	3,847	3,466	2,154	1,674	1,715	1,862		
Existencias	23,612	23,479	19,531	16,416	25,797	25,300		
Propiedades, Planta y Equipos	9,007	11,019	12,373	11,985	14,855	16,100		
Otros Activos Corrientes	1,658	1,687	1,197	2,852	1,507	2,881		
Otros Activos No Corrientes	38	165	11	11	19	-		
ACTIVOS TOTALES	40,002	41,851	36,313	33,699	44,909	48,113		
Pasivo Financiero C/P	12,828	13,623	11,164	6,616	15,038	19,632		
Pasivo Financiero L/P	389	2,286	1,555	3,358	5,888	5,149		
Pasivos con Proveedores	7,105	6,442	5,673	3,235	988	3,993		
Otros Pasivos Corrientes	3,846	3,553	1,926	2,869	3,364	3,478		
Otros Pasivos No Corrientes	996	1,105	1,121	1,595	1,921	2,181		
PASIVOS TOTALES	25,164	27,009	21,439	17,673	27,198	34,432		
PATRIMONIO	14,838	14,842	14,873	16,026	17,711	13,682		
Capital de trabajo comercial	20,354	20,503	16,012	14,855	26,524	23,169		
Capital de trabajo	20,006	20,671	16,330	15,599	25,684	24,543		
Propiedades, Planta y Equipos	9,007	11,019	12,373	11,985	14,855	16,100		
Otros Activos No Corrientes	38	165	11	11	19	-		
Otros Pasivos No Corrientes	996	1,105	1,121	1,595	1,921	2,181		
ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES	28,055	30,751	27,593	26,001	38,637	38,462		
Deuda Bancaria C.P.	12,828	13,623	11,164	6,616	15,038	19,632		
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción Corriente)	389	2,286	1,555	3,358	5,888	5,149		
TOTAL PASIVOS CON COSTO	13,216	15,909	12,719	9,974	20,925	24,780		
TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES	14,838	14,842	14,873	16,026	17,711	13,682		
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	28,055	30,751	27,593	26,001	38,637	38,462		
Deuda Financiera / Capital invertido	47.11%	51.74%	46.10%	38.36%	54.16%	64.43%		
Inversiones en acciones / Capital invertido	52.89%	48.26%	53.90%	61.64%	45.84%	35.57%		
Deuda Financiera / Inversiones en Acciones	0.89	1.07	0.86	0.62	1.18	1.81		
Deuda Financiera / EBITDA	0.70	1.01	1.21	0.86	1.51	2.92		
Pasivos C.P./Deuda Financiera	97.06%	85.63%	87.77%	66.33%	71.86%	79.22%		
Pasivos L.P./Deuda Financiera	2.94%	14.37%	12.23%	33.67%	28.14%	20.78%		
Deuda Financiera / Activos Ajustados	47.11%	51.74%	46.10%	38.36%	54.16%	64.43%		
Activos Ajustados / Ventas	0.33	0.37	0.40	0.42	0.55	0.75		
Capital de trabajo comercial / Ventas	0.24	0.25	0.23	0.24	0.38	0.45		
Ratio de liquidez	1.30	1.30	1.28	1.71	1.55	1.18		
CxC días	20	16	15	11	9	8.40		
Inv. Días	140	153	161	164	172	179.38		
CxP días	43	44	45	41	17	17.48		
Ciclo de efectivo (días)	117	125	130	135	164	170		

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA						
Activos Ajustados Promedio	37,959	45,226	44,087	42,476	43,392	40,094
Flujo Depurado Histórico del Ejercicio	16,240	18,348	18,616	20,347	16,398	10,478
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	42.78%	40.57%	42.23%	47.90%	37.79%	26.13%
Deuda Financiera						24,780.39
Gastos Financieros						1,570.59
Flujo Depurado Ajustado						14,121.54
Cobertura Financiera Histórica						8.99
D.P.D.						1.28

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	6,418	6,415	6,520	6,517	6,624	6,621	6,730	6,727	6,838	6,836
Activos Promedio	49,187	52,315	55,638	60,412	65,668	69,740	72,939	75,745	80,084	85,035
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	13.05%	12.26%	11.72%	10.79%	10.09%	9.49%	9.23%	8.88%	8.54%	8.04%
Deuda Financiera Proyectada	24,062	25,125	24,471	28,447	28,769	30,333	28,830	29,521	31,075	32,993
Cobertura Financiera Proyectada	7.91									
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	6,094	6,091	6,183	6,180	6,273	6,270	6,366	6,363	6,460	6,457
Activos Promedio	50,311	54,774	57,999	60,598	64,243	68,360	70,970	73,137	77,002	81,541
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	12.11%	11.12%	10.66%	10.20%	9.76%	9.17%	8.97%	8.70%	8.39%	7.92%
Deuda Financiera Proyectada	26,634	28,391	27,387	27,811	28,870	30,234	28,194	28,582	29,928	31,674
Cobertura Financiera Proyectada	6.64									
D.P.D. Proyectado	1.45									

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	5,778	5,775	5,855	5,852	5,933	5,930	6,013	6,010	6,094	6,092
Activos Promedio	50,181	54,347	57,239	59,496	62,780	66,526	68,812	70,681	74,214	78,406
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	11.51%	10.63%	10.23%	9.84%	9.45%	8.91%	8.74%	8.50%	8.21%	7.77%
Deuda Financiera Proyectada	26,634	28,262	27,120	27,395	28,294	29,493	27,386	27,663	28,882	30,490
Cobertura Financiera Proyectada	6.08									
D.P.D. Proyectado	1.42									