

**CALIFICACIÓN:**

Octava Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	julio 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 inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

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

Conforme el Artículo 3, Sección 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	ene-2022	GlobalRatings
AAA	jul-2022	GlobalRatings
AAA	ene-2023	GlobalRatings
AAA	jul-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 Octava Emisión de Obligaciones de DIPAC MANTA S.A. en comité No.004-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 11 de enero 2024; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte noviembre de 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2022-00001284 el 18 de febrero de 2022).

**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 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 al terminar 2023. A pesar de la escasa diferenciación en los productos y la alta competencia en la industria del acero, DIPAC MANTA S.A. mantiene 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 políticas y procesos definidos para asegurar el registro continuo y la gestión eficiente de la compañía, así como con 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 principalmente al consumidor final y han sido crecientes hasta 2022 lo que contribuye de forma importante a la generación de flujo de efectivo a través de actividades de operación. Los indicadores de rentabilidad, como el ROE y el ROA son consistentemente positivos y muestran altas tasas de rentabilidad, muy superiores a inversiones alternativas. Aunque la deuda neta se incrementó en 2023 por necesidades de inversiones de la empresa, el nivel de apalancamiento se ha mantenido bajo 3 y presenta una tendencia a la baja en una proyección bajo un escenario conservador. DIPAC MANTA S.A. tiene una generación de caja a nivel operativo positiva en todos los ejercicios situación que se mantiene en la proyección, lo que ha permitido pagos constantes de dividendos, sin que esto altere su capacidad de hacer frente a las obligaciones derivadas de las acreencias de entidades financieras, Mercado de Valores y proveedores.
- 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. En 2020 la venta realizada al consumidor final alcanzó un monto de USD 37,83 millones manteniendo una participación de 61,90%. Otras ventas fueron realizadas al sector industrial, metalmecánico, distribuidores y otros con lo que se totalizaron ventas totales por USD 61,8 millones. Para 2021 la concentración de ventas se mantuvo en la línea de comercialización directa con el cliente final con un 61,44% lo que le permite a la compañía mantener una diversificación adecuada de clientes y afrontar de mejor manera eventuales contracciones en el sector de la construcción a nivel nacional.

Durante los últimos años, el costo de ventas de la empresa experimentó fluctuaciones considerando que el costo de materia prima, acero, depende del precio de cotización en el mercado internacional. En los años 2020 y 2021, el costo de ventas representó 61,32% y 53,69% del total de ingresos, mientras que en 2022 ascendió 72,90% debido a cambios en los costos de la materia prima a nivel internacional. Para noviembre de 2023 el costo de venta representó 73,19% (USD 60,63 millones) mientras que a noviembre de 2022 fue de 74,94% (USD 73,43 millones), lo que refleja estabilidad en la comparación interanual.

Producto de lo anterior la utilidad operativa tuvo fluctuaciones que dependieron de la evolución de los gastos de venta. Es así como durante 2020 y 2021 la utilidad operativa pasó de USD 10,5 millones a USD 26,43 millones; creciendo en 1,52 veces. La utilidad operativa a diciembre de 2022 representó 10,79% de las ventas totales, lo que representa una disminución de 56,75% en términos monetarios con respecto a similar período del año anterior. En comparación con 2020, la utilidad operativa de 2022 experimentó un aumento de 8,88%. Para noviembre de 2023, la utilidad operativa mantuvo una participación de 11,57% (USD 9,58 millones) en las ventas, aunque mostró una disminución monetaria en comparación con noviembre de 2022, cuando alcanzó una participación de 10,73% (USD 10,51 millones).

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, lo que permitió una cobertura de 15,06 veces los gastos financieros, los años de pago con EBITDA fueron menores que uno. Para 2022, el EBITDA alcanzó el valor de USD 12,83 millones lo que cubrió el gasto financiero 6,17 veces y en noviembre 2023 tuvo un valor de USD 10,59 millones cubriendo 5,63 veces el gasto financiero.

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 adquisición de inventarios. 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.

Durante el periodo analizado, DIPAC MANTA S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a uno, debido a los niveles de efectivo y a un mayor enfoque en las obligaciones con el Mercado de Valores en el largo plazo. El índice promedio de liquidez entre 2020 y 2021 se mantuvo en 1,45, lo que evidencia recursos de corto plazo destinados al capital de trabajo y al pago de las obligaciones con proveedores. En 2022, el índice de liquidez aumentó a 2,33 principalmente debido al incremento en efectivo, es importante destacar que la empresa mantendrá un índice de liquidez superior a uno incluso sin considerar la caja. El nivel de eficiencia en el uso de los activos creció gradualmente durante el periodo 2020-2022, favorecido por el abastecimiento de inventarios. Consecuentemente, el ROA durante el 2020 y 2021 fue de 12,38% y 27,09% denotando un crecimiento para el cierre de 2021 favorecido por la adquisición de inventario con precios favorables. Para 2022 el ROA decreció hasta llegar a 10,14%, índice que es considerado como positivo.

Históricamente los pasivos de la compañía han estado concentrados en el corto plazo, en promedio el pasivo corriente representó 74,10% del total de los pasivos entre el año 2020 y 2021. Para diciembre de 2022 el pasivo corriente representó 62,20% del total del pasivo, esta reducción fue ocasionada por un incremento en las obligaciones con entidades financieras de largo plazo. Las cuentas por pagar no relacionadas están compuestas en su mayoría por financiamiento con proveedores del exterior (52,64%) y proveedores locales (47,36%) con los que mantiene saldos pendientes de pago por compras de mercaderías. Al realizar las compras de materia prima a través de distribuidores e intermediarios, la composición de los proveedores es variable y no se aprecia concentración significativa.

Para 2020 la deuda neta, es decir la deuda de la empresa de carácter financiero menos el efectivo, tenía un valor de USD 13,98 millones, mientras que para 2021 fue de USD 15,93 millones, comportamiento que se atribuye a la restructuración de la deuda, a la amortización de los instrumentos que mantiene vigentes la compañía en el Mercado de Valores y al mayor apalancamiento con proveedores. La compañía cuenta con cinco instrumentos vigentes en el Mercado de Valores: Sexta Emisión de Obligaciones (2020), Séptima Emisión de Obligaciones (2021), Octava Emisión de Obligaciones (2022), Novena Emisión de Obligaciones (2023) y Tercer Programa de Papel Comercial (2023).

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. 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. En el primer semestre de 2023 se pagó dividendos por alrededor de USD 16 millones, lo que lleva a un patrimonio de USD 16 millones a noviembre de 2023.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	NOVIEMBRE 2022	NOVIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	61.821	95.944	105.982	90.085	94.589	99.318	97.987	82.834
Utilidad operativa (miles USD)	10.500	26.436	11.432	10.061	10.563	11.091	10.514	9.581
Utilidad neta (miles USD)	6.213	18.397	6.920	6.097	6.344	6.687	6.510	5.255
EBITDA (miles USD)	11.635	27.601	12.833	11.462	11.963	12.492	11.550	10.598
Deuda neta (miles USD)	13.989	15.930	8.392	25.004	23.218	21.399	6.392	24.324
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	16.228	7.485	8.943	9.248	6.214	6.857	8.814	7.617
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.819	15.677	23.002	23.028	23.214	24.374	26.830	25.927
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	18.175	12.990	(2.552)	13.817	21.843	12.751	(7.276)	13.055
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,64	2,12	-5,03	0,83	0,55	0,98	-1,59	0,81
Capital de trabajo (miles USD)	6.429	19.110	28.386	6.747	18.384	22.977	28.336	6.222
ROE	36,74%	67,89%	20,34%	36,30%	32,48%	29,61%	21,13%	35,93%
Apalancamiento	1,97	1,51	1,01	2,41	2,02	1,65	1,16	2,63

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

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se basan en premisas que consideran los resultados reales de la compañía, el comportamiento histórico de los principales índices financieros y las proyecciones del emisor que se analizan en un escenario conservador.

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

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 noviembre de 2023 se estima que para finales del año las ventas disminuyan 15% respecto de 2022 y se establezcan en el futuro con un crecimiento de 5% hasta 2025. La participación del costo de ventas no ha presentado una tendencia definida debido a que depende de las variaciones en el precio del acero. Para el 2023 se estima que la participación sobre las ventas se estabilizará alrededor de 73,5% similar al 73,19% de noviembre de 2023. Para los años posteriores el costo de venta mantendría un comportamiento estable.

El estimado del crecimiento en ingresos permite prever que los gastos de ventas en el futuro mantendrían un comportamiento similar. Para los años posteriores se prevé que los gastos de ventas representen 12,5% de las ventas y los gastos de administración alrededor de 3%. Por otro lado, los gastos financieros obedecen a la proyección de la estructura de pasivos y se prevé ingresos operacionales marginales similares a los registrados en años previos.

Con las premisas anotadas la utilidad operativa se situaría en valores cercanos a los USD 10 millones en los años siguientes, valores menores a los USD 26,43 millones de 2021 debido a la mayor participación del costo de ventas ya señalada. La utilidad neta alcanzaría valores cercanos a los USD 6 millones lo que configuraría un ROE superior a 35% en 2023, valor que se mantendría en el orden de 30% en el futuro. Este valor de retorno sobre patrimonio compara muy favorablemente con inversiones alternativas. Los valores de EBITDA proyectados cubrirían holgadamente los gastos financieros y permitirían pagar la deuda con costo en un plazo inferior a tres años en el periodo proyectado.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estimó que los días de cartera se ubicarían en valores en torno a los 8 días, lo que compararía favorablemente con la proyección de días de pago de 30 días en los próximos años, valores muy parecidos a los registrados en los últimos periodos.

En cuanto a los inventarios, se consideró que 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 31 millones, siempre manteniéndose alrededor de los 145 días de inventario, por debajo de los 183 días de 2021 y superior a los 118 días de 2022.

El esquema de activos proyectado junto a las utilidades estimadas y los gastos que no requieren desembolso permitirían alcanzar niveles de flujos de efectivo provenientes de actividades operativas superiores a USD 9 millones. Esta cantidad de recursos permitiría financiar un incremento en inversiones, cancelar deuda con entidades financieras y pagar dividendos en los años posteriores. Los dividendos pagados en 2023 fueron cancelados en mayo de este año. 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.

DIPAC MANTA S.A. históricamente ha tenido un capital de trabajo positivo el que a la luz de las proyecciones podría alcanzar valores superiores a los USD 6 millones de 2023 manteniéndose incremental en el futuro lo que demuestra un nivel de liquidez más que suficiente para cubrir sus obligaciones de corto plazo en el caso de requerirlo. Para 2023 el índice de liquidez llegaría a 1,21 para 2023 de y sería de aproximadamente 1,9 para los próximos años. 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 y la deuda se mantendría en valores cercanos a los USD 25 millones, por debajo de los USD 27,7 millones de noviembre de 2023.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tiene la capacidad de generar flujos positivos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado, por lo que se estima cumplimiento oportuno de todas las obligaciones que mantiene DIPAC MANTA S.A.

## FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.

- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de commodities duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de commodities y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

Se debe indicar que los activos que respaldan la emisión de acuerdo con la Declaración Juramentada son inventarios. Los activos 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 pólizas de seguros que la compañía mantiene sobre los activos con las aseguradoras Zurich Seguros Ecuador 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

OCTAVA EMISIÓN DE OBLIGACIONES					
Características	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	6.000.000	1.800	6,50%	Trimestral	Trimestral
Saldo vigente (noviembre 2023)	USD 4.200.000				
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	N/A				
Destino de los recursos	El 100% de los fondos que recaudó DIPAC MANTA S.A. se destinaron para sustituir pasivos financieros bancarios de la compañía y para capital de trabajo requerido para la operación.				
Estructurador financiero	Albion Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Albion Casa de Valores S.A.				

**OCTAVA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abogados Cía. Ltda.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"><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>

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Octava 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