

## CALIFICACIÓN:

Tercer Programa de Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	junio 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 I, Capítulo I, 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 de la Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato Privado de Emisión y demás documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA	dic-2022	GlobalRatings
AAA	jun-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 el Tercer Programa de Papel Comercial de DIPAC MANTA S.A. en comité No.328-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de diciembre 2023; 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 octubre de 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. CVS-IRQ-DRMV-2023-00000883 del 17 de enero de 2023 por un monto de hasta USD 4.000.000)

## FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- La industria siderúrgica ecuatoriana es un sector importante para la economía nacional, debido a que su producción es el insumo clave para otras industrias como 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 varias políticas y procesos definidos para asegurar el registro continuo y la gestión objetiva de la compañía, así como un personal capacitado y con experiencia en el sector. Esto le ha permitido contar con 23 centros de ventas ubicados en las principales ciudades del país, conformando la mayor red comercial de acero en el Ecuador, consolidándose como un referente en el medio.
- Los ingresos de DIPAC MANTA S.A. provienen principalmente de la comercialización de productos de acero realizada directamente al consumidor final y se han mostrado 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 la utilidad operativa, la utilidad neta y el ROE son consistentemente positivos y, en muchos casos, muestran tasas de rentabilidad saludables. Aunque la deuda neta ha experimentado variaciones, la empresa ha mantenido niveles de apalancamiento razonables en la mayoría de los años. Esto sugiere una gestión prudente de la deuda.
- DIPAC MANTA S.A. tiene una generación de caja a nivel operativo positiva en todos los ejercicios lo que ha permitido pagos de dividendo constantes, sin que esto altere su capacidad de hacer frente a las obligaciones derivadas de las acreencias de entidades financieras, Mercado de Valores y proveedores.
- Bajo un escenario conservador que considera el comportamiento pasado de la empresa y la economía del país en general, las proyecciones realizadas prevén resultados constantemente positivos lo que permitiría una cancelación oportuna de la deuda con costo, esto incluye el instrumento analizado. El Flujo Libre de Efectivo se mantendría positivo durante todo el periodo proyectado consecuentemente la empresa mantendría una política de reparto de dividendos sin poner en riesgos los pagos de la emisión ni de las otras obligaciones.
- La compañía ha cumplido con las obligaciones del presente programa de papel comercial sin presentar retrasos en los pagos, cumpliendo lo estipulado en la Ley sobre garantía general, límite de endeudamiento 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 principalmente al consumidor final por medio de sus centros de venta. Para 2020 las ventas realizadas al consumidor final alcanzaron USD 37,83 millones, una participación de 61,90%. Para 2021 la concentración se mantuvo con un 61,44% y para 2022 una participación de 58,73%. El total de ingresos para ese año evidenciaron un incremento de 10,46% en comparación con 2021, principalmente por el crecimiento de un 39,77% (+USD 4,06 millones) en ventas del segmento de estructurales. A octubre de 2023 los ingresos estuvieron alrededor de USD 75 millones, monto que evidencia un decrecimiento cercano al 15% frente a los ingresos de octubre 2022 que fueron aproximadamente USD 88 millones.

Durante los últimos años, el costo de ventas de la empresa experimentó fluctuaciones considerando que el costo de la materia prima, el acero, depende del precio de cotización en el mercado internacional. En 2020 y 2021, el costo de ventas representó 61,32% y 53,69% del total de ingresos respectivamente, mientras que en 2022 ascendió 72,90%. Para octubre de 2023 el costo de ventas representó 73,28% (USD 55,18 millones) mientras que a octubre de 2022 fue de 74,53% (USD 66,17 millones), lo que refleja estabilidad en cuanto a la comparación interanual.

La utilidad operativa en diciembre de 2022 representó 10,79% de las ventas totales, lo que representa una disminución de 56,75% en términos monetarios con respecto al mismo período del año anterior. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el año 2021 fue un año atípico para la empresa. En comparación con 2020, la utilidad operativa de 2022 experimentó un aumento de 8,88%. Para octubre de 2023, la utilidad operativa mantuvo una participación de 11,52% (USD 8,68 millones) sobre las ventas, similar a la reflejada a octubre de 2022 (USD 9,94 millones) cuando alcanzó una participación de 11,19%.

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

Los activos de DIPAC MANTA S.A. pasaron de USD 50,19 millones en 2020 a USD 67,91 millones en 2021, un incremento de 35,29% 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.

Históricamente la concentración del activo ha sido en el corto plazo representando en promedio 67,31% en 2020 y 2021. Para 2022 esta participación aumento a 72,79%, año en el cual se registraron cuentas significativas como inventarios con 45,64% de participación y efectivo y equivalente con 21,23% de participación y cuentas con menor peso como: anticipo a proveedores (2,76%) y documentos por cobrar comerciales vigentes (2,09%). En el largo plazo la empresa mantiene propiedad, planta y equipo; que para 2022 representó 26,32% del activo, tomando en cuenta terrenos, construcciones en curso y la respectiva depreciación y derechos de uso (1,43%). Para octubre de 2023 la tendencia de concentración de activos se mantiene en el corto plazo con una participación de 63,90% del total de activos manteniendo una distribución similar a la previamente mencionada.

Durante todo el periodo analizado, DIPAC MANTA S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a uno, debido a los niveles adecuados 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 y en 2022 aumentó a 2,33 principalmente debido al incremento en el equivalente de efectivo que se utilizaría para pagar dividendos a los accionistas. Es importante destacar que la empresa mantendría un índice de liquidez superior a uno incluso sin considerar la caja.

Dado el giro de negocio de DIPAC MANTA S.A., los inventarios de materia prima, producto terminado, e importaciones en tránsito, son rubros representativos que mantuvieron un comportamiento creciente, atado a la evolución de las ventas durante el periodo. Para 2021 representaron 66,69% del total de los activos tomando un valor de USD 45,29 millones, evidenciando un crecimiento de 78,98% en comparación con el mismo periodo del año 2020, principalmente por el incremento en mercancías en tránsito, es importante

mencionar que durante este periodo la empresa adquirió inventario como estrategia de abastecimiento con mejores costos y para evitar el desabastecimiento antes los problemas logísticos de los contenedores. Para 2021 no se determinó la necesidad de constituir una provisión para inventario de lento movimiento u obsoleto. Para 2022 los inventarios decrecieron 31,24% en comparación con 2021, totalizando un valor de USD 31,14 millones. La Compañía mantiene inventarios en fideicomisos por USD 2,50 millones como garantía específica de la Sexta Emisión de Obligaciones.

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.

La compañía mantiene un adecuado calce de flujos denotado en la presencia de mayores días de pago que días de cobro, fortaleciendo la posición de liquidez y la generación de flujo operativo, así también financiando operaciones mediante proveedores. Para 2021 los días de pago fueron 81, lo que se compara favorablemente con los días de cartera que fueron 4, para 2022 se mantuvo la tendencia, los días de pago fueron de 18 mientras que los días de cartera fueron 5.

El patrimonio presentó un incremento durante el periodo analizado; en 2020 fue de USD 16,91 millones, mientras que para 2021 cerró en USD 27,09 millones, principalmente por las ganancias netas del periodo que fueron 196% mayores que las del año pasado. El capital suscrito y pagado de la compañía al 31 de diciembre de 2021 y 2020 comprendió 580.800 acciones ordinarias de valor nominal de USD 1 cada una, el cual está suscrito y totalmente pagado. De la misma manera, durante el 2021 la compañía declaró y pagó dividendos a sus accionistas por USD 8,21 millones (2020: USD 3,86 millones dividendos declarados). Para 2022 el patrimonio de la empresa incremento 25,54% por las ganancias acumuladas, ubicándose en USD 34,02 millones lo que ocasionó que el patrimonio llegue a financiar 49,85% de los activos. En el primer semestre de 2023 se pagó dividendos por alrededor de USD 16 millones, lo que llevó a un patrimonio de USD 15 millones a octubre de 2023, debido a la disminución de la cuenta ganancias acumuladas.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	OCTUBRE 2022	OCTUBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	61.821	95.944	105.982	90.085	94.589	99.318	88.775	75.304
Utilidad operativa (miles USD)	10.500	26.436	11.432	10.061	10.563	11.091	9.936	8.675
Utilidad neta (miles USD)	6.213	18.397	6.920	6.225	6.053	6.413	6.234	4.748
EBITDA (miles USD)	11.635	27.601	12.833	11.462	11.963	12.492	10.880	9.583
Deuda neta (miles USD)	13.989	15.930	8.392	25.560	24.194	22.695	9.641	26.536
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	16.228	7.485	8.943	8.255	5.915	6.562	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	4.819	15.677	23.002	23.572	23.785	24.974	30.144	27.801
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	18.175	12.990	(2.552)	14.202	22.208	19.413	(4.505)	15.216
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,64	2,12	-5,03	0,81	0,54	0,64	-2,42	0,63
Capital de trabajo (miles USD)	6.429	19.110	28.386	6.427	13.161	11.967	28.542	6.377
ROE	36,74%	67,89%	20,34%	36,78%	31,27%	28,94%	22,45%	36,89%
Apalancamiento	1,97	1,51	1,01	2,36	2,05	1,67	1,24	2,57

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020 – 2022 y Estados Financieros Internos octubre 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, en el comportamiento histórico de los principales índices financieros y las proyecciones del emisor que se analizan en un escenario conservador.

Es importante mencionar que las ventas de la empresa están ligadas a la fluctuación del precio del acero, tomando en cuenta el comportamiento histórico en cuanto al precio del *commodity* y el comportamiento real de la empresa hasta octubre de 2023 se estima que para finales del año las ventas disminuyan un 15% y en el futuro un crecimiento de aproximadamente 5% hasta 2025.

La participación del costo de ventas no ha presentado una tendencia definida debido a que depende de la fluctuación del precio del acero. Para el 2023 se estima que la participación sobre las ventas se estabilizará

alrededor de 73% similar a octubre de 2023. Para los años posteriores el costo de venta mantendría un comportamiento ligeramente cambiante, tomando en cuenta las fluctuaciones del precio de la materia prima.

El estimado del crecimiento en ingresos permite prever que los gastos de ventas en el futuro mantendrían un comportamiento similar con la previsible influencia del fenómeno inflacionario por lo que 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 no operacionales similares a los mantenidos en años previos, sin embargo, cabe mencionar que dichos ingresos no son representativos.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que los días de cartera se ubicarían en valores en torno a los 6 días, al compararse con la proyección de días de pago, superiores a los 25 días en los próximos años, revelan una situación de flujos muy favorable. En inventarios, la compañía mantiene un stock importante de existencias como eje estratégico de su gestión comercial, en este sentido, la proyección analiza en su conjunto el valor del inventario y de mercaderías en tránsito, monto que a diciembre de 2022 tenía un valor combinado de USD 31,14 millones, por lo que para 2023 dicho valor alcanzaría USD 30 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 importantes. Esta cantidad de recursos permite financiar un incremento en inversiones, cancelar deuda con entidades financiera y pagar dividendos. La política de dividendos podría indicar un reparto aún mayor lo que tendría como consecuencia una cancelación más extendida en el tiempo de las obligaciones con costo.

La empresa mantendría una estructura de financiamiento similar a la del año 2022, con deuda con el Mercado de Valores en el largo plazo y obligaciones con entidades financieras de corto plazo. Con este esquema se estima que la empresa adquiriría nuevas emisiones de obligaciones, por lo que, la deuda se mantendría en valores cercanos a USD 26 millones, similar a los USD 27 millones de octubre 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 previsibles en el futuro, tales como la 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 rebrote 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.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de DIPAC MANTA S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de ventas con consumidores finales, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo mediante políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

- La fluctuación significativa en el precio del acero puede afectar la estructura de costos de la empresa y, por lo tanto, su rentabilidad. Además, una disminución en el precio del acero puede generar una caída en la demanda de productos de la compañía, lo que podría afectar su posición en el mercado y su capacidad para generar flujo de efectivo suficiente para cumplir con sus compromisos financieros. Es importante mencionar que la compañía ha implementado estrategias para reducir este riesgo, como la diversificación de sus proveedores de acero y la implementación de contratos de largo plazo que les permiten mitigar el riesgo de fluctuaciones a corto plazo.

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 Liberty Seguros S.A, CHUBB Seguros S.A y Ecuatoriano Suiza S.A.

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

## INSTRUMENTO

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD) 4.000.000	PLAZO DEL PROGRAMA Hasta 720 días	PLAZO DEL VALOR Hasta 359 días	TASA FIJA ANUAL Cero cupón	PAGO DE CAPITAL Al vencimiento
Saldo vigente (octubre 2023)	USD 4.000.000				
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.				
Garantía específica	No aplica				
Destino de los recursos	Capital de trabajo requerido para su operación.				
Estructurador financiero	Albión Casa de Valores S.A.				
Agente colocador	Albión Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Representantes de obligacionistas	Gonzalo Córdova Abogados Cía. Ltda.				
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>				
Límite de endeudamiento	Mientras se encuentre vigente el Programa de Papel Comercial DIPAC MANTA S.A. se compromete a mantener una relación de pasivos con costos sobre activos totales menor o igual a setenta y cinco por ciento; dicho indicador será estimado de forma anual.				

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Tercer Programa de Papel Comercial de DIPAC MANTA S.A. 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