

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN  
DE RIESGO A LA  
QUINTA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL  
DE DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y  
PAPELERÍA  
“DILIPA” CÍA. LTDA.**



**A FEBRERO DE 2018**

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE LA QUINTA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DE DILIPA DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA CIA. LTDA.**

<b>Monto de la emisión:</b>	Hasta por US\$3,000,000.00
<b>Plazo del programa:</b>	Hasta 720 días
<b>Amortización de capital:</b>	Al vencimiento
<b>Garantías y Resguardos:</b>	Garantía General, Resguardos de Ley, más resguardos adicionales
<b>Destino de la emisión:</b>	Para capital de trabajo en un 100% (consistirán en actividades destinadas a financiar más plazo para los clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pagos de insumos.

**CALIFICACIÓN ASIGNADA**

Emisión de Papel Comercial AA+

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 28 de Febrero de 2018, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada histórica proporcionada por el Emisor cortada hasta Diciembre del 2016 y el corte interno a Diciembre de 2017, detalle de activos libres de gravamen, entre otra información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto asignar a la Quinta Emisión de Papel Comercial de DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA DILIPA CIA. LTDA. la categoría de riesgo de "AA+", definida como:

**AA+**

Corresponde a los valores cuyos Emisores y Garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. El signo (+) indica la posibilidad de que la categoría asignada podría descender hacia su inmediata inferior.

**PRESENCIA BURSÁTIL**

El emisor mantiene vigente en mercado de valores la emisión de papel comercial objeto de calificación, aprobada mediante resolución SCV.IRQ.DRMV.2016.2965. El emisor participó además con una Primera, Segunda Tercera y Cuarta Emisión de Papel comercial, los cuales ya no se encuentran en circulación; además cabe indicar que mantiene vigente la primera emisión de obligaciones con fecha de aprobación SCVS.IRQ.DRMV.2015.0336.

	CALIFICACIÓN	ACTUALIZACIÓN AGOSTO. 2017
QUINTA EMISIÓN	AAA	AAA

**FUNDAMENTACIÓN**

La recuperación del precio del petróleo en los mercados internacionales a niveles de \$60 por barril, en el último trimestre del pasado año, sumado a la consecución de nuevo financiamiento de la banca internacional, ha permitido a la economía ecuatoriana recuperar la tendencia creciente mostrada hasta el año 2015. Las estimaciones de las agencias internacionales proyectan un crecimiento para el país superior a 2.0% en el presente año, lo cual conduce a establecer que para el ejercicio 2018, la mayoría de sectores operarán en un entorno de estabilidad.

Luego de haber registrado en el año 2015 ingresos de \$29.6 millones, las ventas totales de la empresa mostraron en el año 2016 una reducción a \$25.9 millones, para posteriormente en el pasado ejercicio volver a incrementarse hasta un monto de \$27.4 millones al cierre del mes de diciembre. Por su parte, el margen de ventas que dos años atrás fue de \$8.2 millones, en los dos últimos periodos se mantuvo en \$7.0 millones, mientras que el margen operativo registrado disminuyó en los tres años primero de \$1.7 a \$1.4 millones, y finalmente a \$973 mil. Los ingresos que hasta el año 2016 se originaban en 92.0% de las ventas línea de papelería y 8.0% en la de artículos de bazar, cristalería y libros, al momento ha cambiado su composición a 87.0% y 13.0%, respectivamente.

Los resultados mostrados reflejan un incremento en los últimos tres años, del costo de los productos vendidos

de 72.3% de los ingresos a 74.1% en el 2017, al tiempo que los gastos de administración y ventas se han incrementado de 21.9% a 22.4%, con lo cual el margen operativo ha disminuido de 5.8% a 3.6% de las ventas, mientras que el margen Ebitda ha descendido de 7.6% a 5.3% y en valor nominal de \$2.2 a \$1.4 millones.

El capital invertido en el negocio se ha ubicado en el periodo señalado, entre \$8.7 y \$9.2 millones, toda vez que el monto de deuda financiera pasó de \$2.4 a \$2.7 millones, y la inversión patrimonial de \$6.3 a \$6.5 millones, lo cual muestra que en los tres últimos ejercicios la empresa ha mantenido un nivel de endeudamiento debajo del 30% del total del capital empleado.

El financiamiento disponible permitió a la empresa incrementar la inversión en activos inmovilizados los mismos que subieron a partir del 2015, de \$3.6 a \$5.0 millones, luego de lo cual tuvo a su disposición un fondo de maniobra entre \$5.1 y \$4.2 millones, para cubrir en gran medida, las necesidades operativas de capital de trabajo que estuvieron en un rango entre \$5.5 y \$5.1 millones. Las demandas adicionales de fondos fueron cubiertas con endeudamiento financiero de corto plazo que en todo momento se mantuvo inferior a \$1.0 millón.

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 "AA+".

Las emisión de obligaciones ha sido estructurada con garantía general, es decir que está respalda con los activos libres de gravamen de la empresa y los resguardos exigidos por la Ley de Mercado de Valores, su reglamento y las resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

A pesar de la disminución en el monto de flujo de efectivo generado en los último periodos, el bajo nivel de pasivos con costo que mantiene dentro de su estructura de capital, le permite a la empresa continuar registrando una buena holgura de pago de sus obligaciones financieras, entre ellas los títulos valores sujetos al proceso de calificación.

Una vez analizados los factores de riesgo expuestos en el ejercicio de Calificación Preliminar, y luego de revisar las características propias de los instrumentos, los miembros del Comité se pronuncian por asignar a la Quinta Emisión de Papel Comercial de Distribuidora de Libros y Papelería "Dilipa" Cía. Ltda. por hasta US\$3 millones, en la categoría de riesgo "AA+".

#### **1. Calificación de la Información**

Para la presente calificación de riesgo, el Emisor ha proporcionado entre otros requerimientos de información de la Calificadora, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2013 al 2016 y los cortes internos al 31 de Diciembre de 2017 aplicados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs); detalle de activos libres de Gravámenes.

Los estados financieros al cierre de los ejercicios 2013-2014-2015, fueron auditados por Villavicencio & Asociados con registro SC-RNAE No. 342. cuyo dictamen por el periodo antes mencionado indica que los referidos estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la posición financiera de DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA DILIPA CIA. LTDA. al 31 de Diciembre de 2013 - 2014 -2015, el resultados de sus operaciones, cambio en el patrimonio y sus flujos de efectivo por los años terminados en esas fechas, de acuerdo con normas internacionales de información financiera - NIIF.

Los estados financieros al término del ejercicio 2016 fueron auditados por Auditricont Cía. Ltda. con registro RNAE S.C. No. 568. Cuya opinión por el periodo antes mencionado indica que los referidos estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la posición financiera de DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA DILIPA CIA. LTDA. al 31 de Diciembre de 2016, el resultados de sus operaciones, cambio en el patrimonio y sus flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de acuerdo con normas internacionales de información financiera - NIIF.

*Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Emisor 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.*

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; y que el emisor tiene capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación.

## 2. Análisis de la Capacidad de Pago Histórica

### 2.1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de la presente emisión se basó en información contenida en los estados financieros auditados mencionados anteriormente. La cobertura de gastos financieros se obtiene de confrontar el flujo de efectivo depurado, generado por los activos productivos de la Empresa con los gastos derivados de los pasivos con costo.

Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. La deuda financiera que mantiene la Empresa al momento de la calificación de riesgo fueron incluidos en el análisis con una tasa igual a la tasa vigente ponderada de dichos créditos, organizados por acreedor. El resultado obtenido nos reflejó que históricamente los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado de los ejercicios anteriores de manera suficiente.

	2012	2013	2014	2015	Dic.2016	Dic. 2017
<b>Activos Promedio</b>	15,473,828	15,696,313	15,183,337	14,712,116	14,630,558	15,344,572
<b>Flujo Depurado Ejer.</b>	1,809,141	1,914,719	1,317,868	2,089,164	1,775,470	1,395,467
<b>% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio</b>	11.69%	12.20%	8.68%	14.20%	12.14%	9.09%
<b>Monto de Deuda</b>						5,036,926
<b>Gastos Financieros</b>						229,864
<b>Cobertura Histórica de Gastos Financieros:</b>						7.09
<b>Pasivos Exigibles / EBITDA:</b>						1.76

### 2.2. 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 evaluación de las características de la actividad comercial y de la industria de Papel y Cartón; sectores a los que considerando conjuntamente los factores señalados a continuación se ha categorizado como de **Riesgo Bajo**.

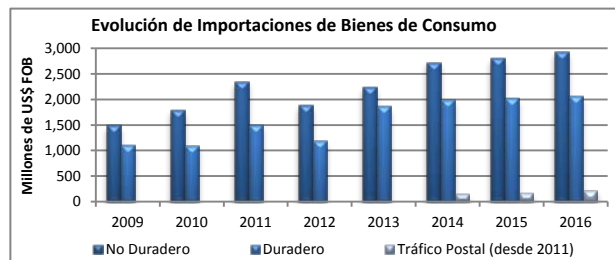
#### Sector Comercial

De acuerdo a las cifras preparadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), uno de los segmentos que mantiene una importancia vital dentro de la estructura económica del país es el de "Comercio", que contribuyó con 10.1% del Producto Interno Bruto (PIB) del país en el ejercicio 2012, y que ha presentado un comportamiento variable acorde al movimiento de la economía en general que resultó en un crecimiento promedio de 3.2% desde el año 2007, al tiempo que la economía en su conjunto registraba un crecimiento promedio de 4.3% en igual lapso. En el año 2010 el PIB del sector tuvo una variación real de 3.4%, mientras que en el año 2011 llegó a 6%, y al cierre del ejercicio 2012 la variación real anual fue de 3% (versus 5.1% para el total de la economía), mientras en los tres primeros trimestres de 2013 se registraba una expansión de 2.9% respecto a la producción del sector de los tres primeros trimestres del año previo (4.0% para el PIB total). Proyecciones oficiales preveían un crecimiento de 4.7% en el 2013 para el total de la economía y de 4.1% para el sector Comercio. Durante los siguientes años se registró variaciones; así como variaciones interanuales de -0,8% en el tercer trimestre del 2015 y de 2.0% en el cuarto trimestre del mismo año, en tanto en el 2016 la variación fue de -4,1% en el primer trimestre y de -2,2% en el segundo, las autoridades consideran que el país tendrá una recuperación muy importante para el 2017, gracias al aumento de las exportaciones, la recuperación del precio del petróleo y la firma del acuerdo comercial entre Ecuador y la Unión Europea.

En el año 2016, el Ecuador enfrentó un año de dificultades económicas por la caída de los precios del petróleo, su principal producto de exportación, y la apreciación del dólar, moneda que adoptó en el 2000. Además en abril del 2016 las localidades costeras del país fueron devastadas por un terremoto que dejó 673 muertos y pérdidas por USD 3.300 millones que impactaron en el resultado de PIB anual. Al 2017 las importaciones totales en valor FOB alcanzaron USD 2.716,1 millones, rubro superior en 9,40% en relación a las compras externas realizadas en

febrero 2016 (USD 2.482,70 millones). De acuerdo a la Clasificación de las Importaciones FOB por Uso o Destino Económico (CUODE), al comparar el total a febrero del 2016 y 2017, las importaciones de los siguientes grupos de productos, se incrementaron: combustibles y lubricantes en un 37,21%, materias primas en un 10,57%; bienes de consumo en 3,50%; productos diversos en 30,90%, mientras que los bienes de capital disminuyeron en 3,29%. durante enero y febrero de 2017 las exportaciones totales alcanzaron USD 3.140,16 millones, siendo mayores en 34,05% frente a lo arrojado en su similar periodo en el 2016 (2.342,50 millones).

Las exportaciones petroleras, en volumen, durante el periodo 2017, se incrementaron en 3,12% comparado con el resultado registrado en enero y febrero de 2016, al pasar de 13.248 millones de toneladas métricas a 13.661,32 millones de toneladas métricas. En valor FOB, las ventas externas petroleras experimentaron un aumento de 108,26% pasando de USD 503,70 millones a USD 1.049,03 millones. Las exportaciones totales no petroleras registradas a febrero de 2017 fueron de USD 5.509,66 millones, monto superior en 9,11%, respecto al total a febrero del año 2016, que fue de USD 5.049,6 millones.



Fuente: Banco Central del Ecuador

### **Industria de Papel y Cartón**

La industria papelera es un sector dinámico a nivel mundial, a pesar de las recesiones económicas se espera que el sector siga creciendo alrededor de 1,6% anual. Se estima que el consumo de papel ascienda a 500 millones de toneladas para el año 2025. La industria papelera desarrolla sus actividades dentro de la industria básica del Ecuador; la industria básica es aquella que tiene como fuente de materia prima a los recursos naturales<sup>36</sup>. El sector papelerero elabora una variada gama de productos provenientes de la pasta de celulosa como son el papel, papel para decorar, cartón, papel higiénico, entre otros. De acuerdo a la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU)<sup>37</sup>, la industria del papel comprende cuatro grupos sectoriales: papel y productos de papelería, envases y cajas de papel y cartón, imprentas e industrias conexas.

Los artículos provenientes de esta industria, que se producen en el Ecuador, comprenden un variado portafolio que va desde los destinados a uso de oficina y material escolar, hasta los de higiene personal. También se producen fundas y cartones de papel para envasar productos industriales entre los más importantes.

Actualmente, los insumos de papelería son demandados por los diferentes agentes económicos y sociales; lo cual genera más empleo y diversifica el sector. Sin embargo, en comparación con el mercado internacional, en Ecuador esta industria ha tenido un escaso nivel de crecimiento. Por esta razón, el país se ha convertido en importador de papel<sup>38</sup>, siendo sus principales socios comerciales Colombia, Chile, Estados Unidos, Perú y China. En vista de esto, el Gobierno se encuentra en proceso de un plan de Sustitución Estratégica de Importaciones. Como parte del cambio en la Matriz Productiva, el Gobierno busca estimular la producción interna de papel para lo cual se instalará una planta productora de celulosa a largo plazo.

De acuerdo al Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), la actividad económica de libros, periódicos y artículos de papelería posee una participación del 3,2% dentro del sector de comercio al por menor o minorista en el Ecuador.

La situación económica que vive el país también ha favorecido a la industria del papel al existir un mayor y estable ingreso familiar. Además, del apoyo e inversión que al momento realiza el Gobierno en cuanto a educación, incentiva a las distribuidoras de papelería a ser más competitivas.

En promedio un padre de familia puede llegar a gastar entre USD 25,00 y USD 400,00 en la adquisición de útiles escolares, por supuesto que ello depende de muchos factores, como la capacidad adquisitiva. Otros productos como mochilas, elementos tecnológicos, calculadoras, incrementan el nivel de ventas para los negocios que se dedican a este sector específicamente.

Según el Estudio básico de la industria de pulpa y papel realizado por el Instituto Nacional de Preinversión, se evalúa que existiría un crecimiento de la demanda de papeles para envolver, los de alta resistencia, así como los cartones. Prevé además que este incremento en la demanda es provocado por una mayor actividad económica a nivel mundial. Hasta el año 2017, no se alcanzará satisfacer la demanda, en países como India, será un fuerte demandante.

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: la necesidad de economías de escala, la necesidad de fuertes inversiones de capital en laboratorios, maquinaria, tecnología, etc., licenciamiento ambiental, el acceso a proveedores que son mayormente internacionales, altas necesidades de capital de trabajo para la materia prima y para los inventarios de maquinaria, la experiencia en el sector y el Know how necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad, gran cantidad de regulaciones laborales, que suponen un alto coste para la empresa, compromisos de largo plazo con clientes o proveedores, por los cuales la empresa debe permanecer más tiempo en el sector.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, materia prima, aranceles, entre otros.

De forma general, la industria se ha mantenido estable y ha presentado una tendencia creciente, así como una constante evolución, situación que se espera continúe. Las empresas nacionales se han visto favorecidas por las políticas económicas adoptadas por el Gobierno, sobre todo por el impulso y apoyo que está brindando a la producción nacional. El cambio en la matriz productiva representa un foco de oportunidades para la industria en mención.

Actualmente el país puede ser altamente competitivo dado sus condiciones climáticas, ventajas logísticas por las distancias menores de las posibles zonas de cultivo al polo industrial y al puerto; por lo que estaría orientado a dirigir sus actividades de fabricación de pulpa y cartón para exportaciones.

Por su parte, DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERÍA, CIA. LTDA., muestra una postura positiva respecto a la situación del mercado, generando más inversión y mejoras en su negocio. Así como también, ampliando su portafolio y presentando al consumidor una amplia variedad de productos no solo de papelería, sino también tecnológicos y de hogar.

### 2.3. Asignación de la Categoría Histórica Básica de Riesgo

En función de una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 7.09 y un Riesgo Industrial **Bajo** se asigna a DILIPA la **Categoría Básica de Riesgo de "AA+"**.

## 3. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

### 3.1. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor

Para analizar la capacidad de pago futura de la empresa, se ha construido un modelo proyectado en base a los parámetros que inciden sobre las principales variables de resultados de la empresa, los mismos que se detallan a continuación:

- 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 ha construido para un periodo de 10 semestres, en el caso de la emisión de obligaciones, y de 10 trimestres, en el caso de la emisión de papel comercial. Ambos periodos abarcan el plazo de vigencia de los proceso de emisión de los títulos valores sujetos al proceso de calificación.
- Los ingresos proyectados en los modelos mencionados, se los obtiene a partir de los resultados alcanzado por la empresa en las línea de papelería, principal negocio de la empresa, y en menor medida de la línea de



productos de bazar, librería y otros, a lo largo del periodo histórico considerado.

- Los egresos correspondientes al costo ponderado de los productos vendidos, y al de los gastos de administración y ventas, guardan relación con el comportamiento observado en las señaladas cuentas en los estados financieros auditados en los años considerados, además del corte interno de los últimos 60 días entregado por la empresa.
- El modelo se construye a partir de la estructura de capital señalada en los estados financieros internos recibidos. Los montos de pasivos y patrimonios considerados en cada periodo de tiempo, se emplean para financiar la inversión de la empresa en capital de trabajo, activos fijos y otros, a lo largo de los ejercicios proyectados.
- Los pasivos con costo que componen la estructura de capital originan gastos que se calculan a partir de las condiciones vigentes para cada una de las operaciones en cuanto respecta a la a la tasa de interés vigente, y el plazo de amortización de cada una de ellas.
- A fin de analizar la estabilidad de la capacidad de pago, el modelo inicial ha sido sometido a ejercicios de estrés afectando negativamente las principales variables de ingresos y egresos empleadas originalmente.

### 3.2. Análisis de Sensibilidad

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:

Evento	Esc. Base	Esc. N° 1	Esc. N° 2
Crecimiento Línea Papelería	2.00%	1.50%	1.00%
Crecimiento Línea Bazar, Cristalería, Librería	2.00%	1.50%	1.00%
Margen de Ventas	26.43%	25.77%	25.11%
Crecimiento Gastos Administrativos	0.25%	0.38%	0.50%
Relación Gastos de Ventas/ Ingresos	17.74%	18.18%	18.63%
Cobertura	7.03	5.42	4.03

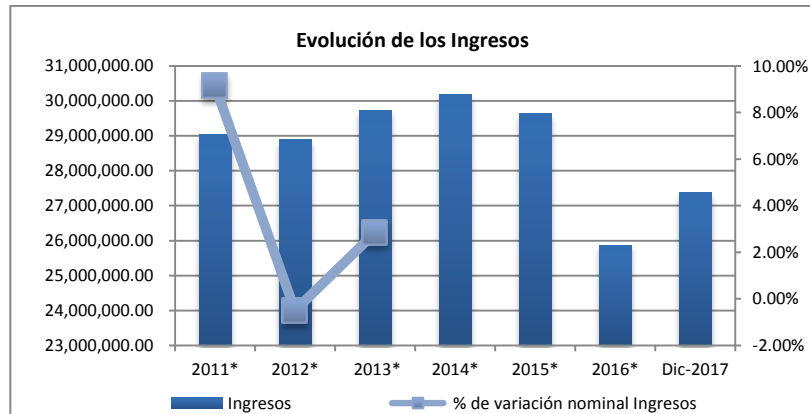
### 3.3. Asignación de la Categoría Básica Proyectada de Riesgo

En función del análisis de los indicadores financieros adicionales, factores adicionales de riesgo cualitativo, con una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 7.03 para la emisión del programa de papel comercial, la sensibilización de escenarios, se asigna al quinto programa de papel comercial de Dilipa Distribuidora de Libros y Papelería Cía. Ltda. la categoría de "AA+".

## 4. Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor.

### 4.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Dilipa Cía. Ltda. al 31 de diciembre del 2016, generó ingresos correspondientes a la venta de sus diversas líneas de negocio (Papelería, y Bazar y Cristalería) por US\$25.87 millones, reflejando una reducción de 12.71% respecto al periodo previo (US\$29.64 millones), contracción que se presenta mayor a la del año 2012 la cual de acuerdo a la empresa fue parte de la coyuntura política del plan educacional; mientras que la reducción en sus ingresos reflejada al cierre del 2016 está dada por la contracción experimentada en la economía del país y agudizada por los impuestos y salvaguardias que hacen que los productos colombianos se presenten más competitivos por sus precios más bajos. Al corte de Diciembre de 2017 los ingresos ascienden a US\$27.37 millones lo que representa un incremento de 5.8% de los ingresos al cierre del 2016; los mismos que se originan de la comercialización de productos de sus líneas de papelería, y de bazar y cristalería, siendo importante indicar que la línea de papelería a pesar de mantenerse como la primera línea de ingreso del Emisor al cierre del 2017 presenta reducción en la participación al pasar de (92.0% en el 2016) a 87.1% en relación al año anterior, pero presentándose menor a la participación reflejada al (2012: 95.7%), disminución originada por el cambio de comercialización de las fábricas quienes entregan su producción directamente a las papelerías pequeñas; por otro lado la línea de bazar y cristalería presentan una mayor participación al cierre de 12.0% siendo superior a la reflejada los últimos años, y reflejando un incremento en relación a la presentada al 2012 (3.6%).



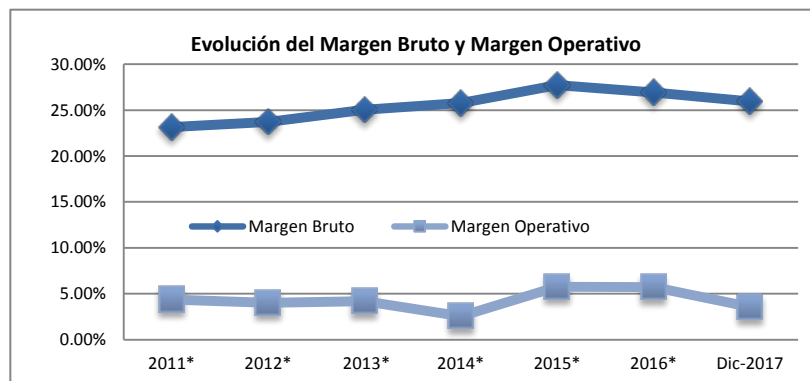
(\*) Datos bajo NIIF

El costo de venta al 2016 ascendió a US\$18.91 millones reflejando una reducción de 11.7% respecto al periodo anterior (2015: US\$21.42 millones) afectando ligeramente su contribución sobre ventas por la reducción de sus ingresos (2016: 73.09%; 2015: 72.29%). Dando como resultado una utilidad bruta de US\$6.96 millones en el 2016 siendo menor que la presentada al 2015 (US\$8.21 millones), representando márgenes de 26.9% y 27.7% respectivamente.

Al 31 de Diciembre de 2017 el costo de ventas es de US\$20.27 millones, lo que representa un 74.1% de las ventas; generando una utilidad bruta de US\$7.10 millones con un margen bruto de 25.9%; los gastos operativos alcanzaron un monto de US\$6.13 millones (2016: US\$5.48 millones), que representó el 22.4% del total de ingresos (2016: 21.2%), relación que había venido decreciendo desde el 2014 producto de una mayor eficiencia en el manejo del gasto administrativo y de ventas y que al cierre del 2017 presenta incremento (la mayor participación en años anteriores se da por la apertura de los nuevos locales en su mayoría)

El resultado operacional del Emisor al 2016 fue de US\$1.48 millones, disminuyendo respecto a los valores obtenidos el año anterior (2015: US\$1.71 millones). No obstante a pesar de la reducción, la utilidad operacional resultó suficiente para cubrir los egresos por gastos financieros, y que luego de sumar los otros ingresos se obtuvo un resultado neto de US\$599 mil (2015: US\$951 mil). Al 31 de Diciembre de 2017 la utilidad operativa es de US\$973 mil con un margen operativo de 3.7% mucho menor que el presentado al cierre anterior (2016: 5.7%), reflejando una utilidad antes de impuesto de y participación de US\$904 mil.

Como se observa en el siguiente gráfico el margen bruto presenta un comportamiento creciente a partir del año 2012 manteniendo un promedio de 26.79% para los años (2014, 2015 y 2016), por otro lado el margen operativo ha presentado una notable reducción en los años 2013-2014 producto del crecimiento de los gastos operacionales, incrementándose al 2015 y manteniéndose al cierre del 2016; al 31 de Diciembre de 2017 el margen bruto es de 25.9% reflejando reducción en relación al cierre anterior, mientras que el margen operativo es de 3.56% menor al del cierre del 2016 y 2015.

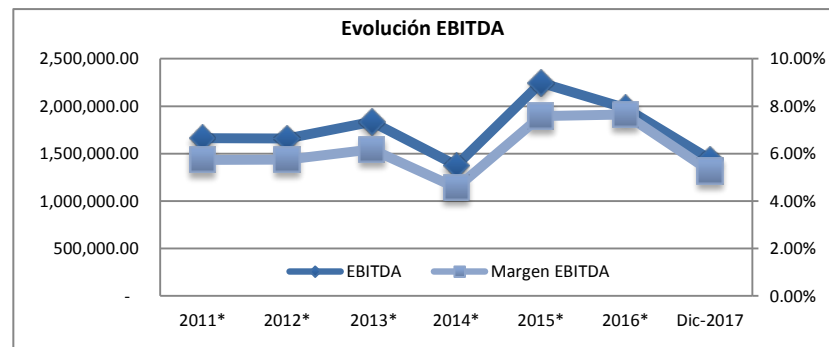


(\*) Datos bajo NIIF

Por su parte el EBITDA al 2016 refleja una reducción en montos al pasar de US\$2.25 millones en el 2015 a US\$1.98



millones en el 2016, no obstante su margen sobre ventas presenta un ligero incremento pasando de 7.6% en el 2015 a 7.7% en el 2016, a pesar de la reducción reflejada ha resultado suficiente para cubrir el pago de los gastos financieros generados por las emisiones de obligaciones y otros pasivos con costo. Al cierre del 2017 de el EBITDA asciende a US\$1.44 millones menor que el de los últimos dos años y con un margen EBITDA de 5.26%.



(\*) Datos bajo NIIF

#### 4.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial.

##### Estructura de Activos

Al cierre del ejercicio económico 2016, Dilipa Cía. Ltda., registraba activos por un monto de US\$14.62 millones reflejando una ligera reducción de 0.81% en relación al año 2015 (US\$14.74 millones), principalmente por el efecto neto dado en una reducción de sus activos corrientes. Cabe acotar que a partir del año 2012 se observa un crecimiento originado principalmente en activos fijos en relación a los activos no corrientes y por el lado de los activos corrientes las cuentas de mayor movimiento y crecimiento son las Cuentas por Cobrar a Clientes y en el stock del inventario. A la fecha de análisis Diciembre 2017, los activos ascienden a US\$16.22 millones presentando un incremento de 10.9% y están conformados principalmente de Activos Corrientes (62.8%) y de activos no corrientes (37.2%), de los cuales el 36.9% son propiedad, planta y equipos, lo cual es acorde al tipo de negocio en el que se desenvuelve el Emisor.

Los Activos Corrientes de la Empresa ascienden a US\$10.19 millones mientras que al 2016 fueron de US\$9.86 millones. Entre las principales cuentas del activo corriente tenemos las cuentas por cobrar con un monto de US\$1.39 millones, reflejando reducción respecto al 2016 en 1.24% (2016; US\$1.41 millones), este rubro representa el 8.61% del total de activos (9.7% al 2016). El stock de existencias pasó de US\$6.70 millones a US\$7.56 millones entre Diciembre del 2016 y Diciembre 2017, respectivamente, lo que determina un incremento de 12.78%. Es importante indicar que el Emisor registra crecimientos importantes en el nivel de inventarios y en sus cuentas por cobrar clientes de acuerdo al inicio de las clases, tanto de la región Sierra como de la región Costa.

Dado que la principal actividad es la comercialización de suministros de oficina y papelería, los activos no corrientes representan el 26.68% de los activos totales, lo cual corresponde principalmente a propiedades y equipos. La propiedad, plantas y equipos ascienden a US\$5.99 millones evidenciando un crecimiento de 28.53% respecto al año 2016 (US\$4.66 millones).

##### Estructura de Financiamiento

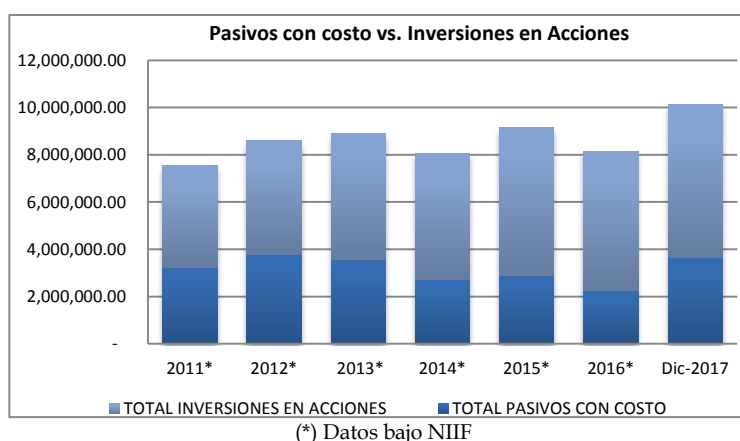
Al 31 de Diciembre del 2016, los pasivos totales fueron de US\$8.74 millones presentando un incremento de 3.3% respecto al año 2015 (US\$8.46 millones). El financiamiento con costo pasó de US\$2.88 millones en el 2015 a US\$2.27 millones en el 2016, y corresponde principalmente a la participación del emisor en mercado de valores, siendo importante indicar que a partir del 2010 el incremento de los pasivos se da principalmente por esa razón. Las cuentas por pagar comerciales representan el 44.6% del total de pasivos y ascendieron a US\$3.89 millones, monto superior al periodo anterior en 35.8% (US\$2.87 millones). Al corte de Diciembre de 2017 el total de pasivos asciende a US\$9.74 millones que representa un incremento del 11.48% en relación al 2016, está compuesto por US\$7.89 millones de pasivos corrientes y US\$1.85 de pasivos no corrientes; la principal cuenta del pasivo corriente es la cuenta proveedores con una participación de 39.23% del total de pasivos y un monto de US\$3.82 millones y mientras que en los pasivos no corrientes tenemos como principal cuenta la de obligaciones financieras de largo plazo con un monto de US\$795 mil y una participación de 8.17%.

El Patrimonio del Emisor creció en 10.16% pasando de US\$5.88 millones en diciembre del 2016 a US\$6.48

millones en Diciembre de 2017, debido al registro de las utilidades del ejercicio.

A Diciembre de 2016, los activos ajustados fueron de US\$8.15 millones, está compuesto por un 49.4% de capital de trabajo que requiere la compañía y un 57.2% por propiedad, planta y equipo el saldo está dado por la diferencia de otros activos y pasivos no corrientes. Los niveles de capital de trabajo se presentan menores a los del ejercicio anterior, de manera contraria la propiedad, planta y equipos resultan crecientes durante el periodo analizado. El capital de trabajo comercial fue de US\$4.03 millones (2015: US\$5.55 millones). Los activos ajustados a Diciembre de 2016 están financiados en un 27.9% de pasivos con costo y 72.1% de capital propio. Al cierre del 2017 los activos ajustados ascienden a US\$10.11 millones compuesto por 50.83% de capital de trabajo y un 59.25% de propiedad, plata y equipo el saldo está dado por la diferencia de otros activos y pasivos no corrientes; el capital de trabajo se presenta superior al del ejercicio anterior US\$5.13 millones (2016:US\$4.03 millones), de igual manera la propiedad planta y equipo presenta incremento en relación al 2016. Los activos ajustados a Diciembre de 2017 están financiados en un 35.92% de pasivos con costo y 64.08% de capital propio relación superior a la del ejercicio anterior en relación al capital propio.

La estructura de capital de la Empresa al 2016 está compuesta por US\$2.27 millones de deuda financiera y US\$5.88 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 0.39 entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos con costo financian el 15.5% del monto total de activos y el 98.4% son de largo plazo. Al cierre del 2017 la estructura de capital la compone un 35.92% de pasivos afectos al pago de intereses (US\$3.63 millones), y un 64.08% de inversión accionarial (US\$6.48 millones), señalando una relación de 0.56 entre ambas fuentes de fondos; los pasivos con costo financian el 22.4% del total de activos de los cuales el 75.13% son de largo plazo. El emisor dispone de activos líquidos que por su estructura de financiamiento cubren a la fecha los vencimientos corrientes de los pasivos con costo.

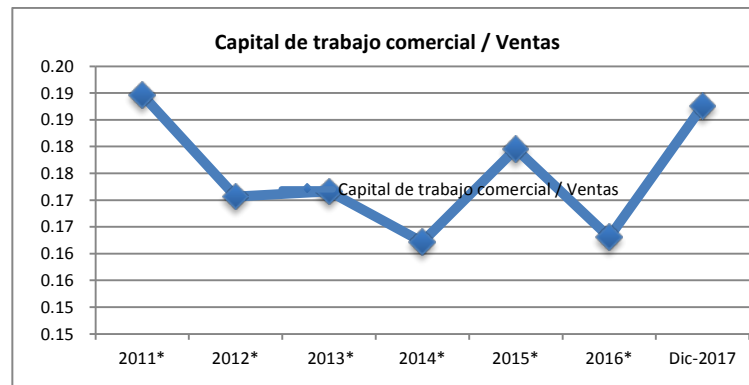


### Liquidez

La Empresa concentra gran parte de sus activos corrientes en los rubros de Inventarios y Cuentas por Cobrar Comerciales, tal como se lo había mencionado en los párrafos anteriores. Para el 2016 el índice muestra que puede cubrir sus pasivos corrientes con sus activos corrientes en 1.35 veces incluyendo el inventario; al 31 de Diciembre de 2017 el índice de liquidez es de 1.29 veces donde se incluyen los inventarios y sin este rubro su relación es de 0.33 veces, observándose una importante dependencia de la realización de inventarios. La empresa presenta un índice de liquidez promedio de los últimos seis meses de 1.42 veces.

La relación ventas versus los activos ajustados representó el 2.71 veces al cierre del 2017 (2016: 3.17 veces), resultando inferior al ratio del año anterior, esto refleja que el emisor genera ingresos de 2.71 dólares por cada dólar invertido (2016: 3.17 dólares por cada dólar invertido)

La empresa al cierre del 2017 requiere de un capital de trabajo comercial de 0.19 veces de sus ingresos, es decir que el Emisor puede manejar su operación comercial con el 19% del monto total de sus ingresos.

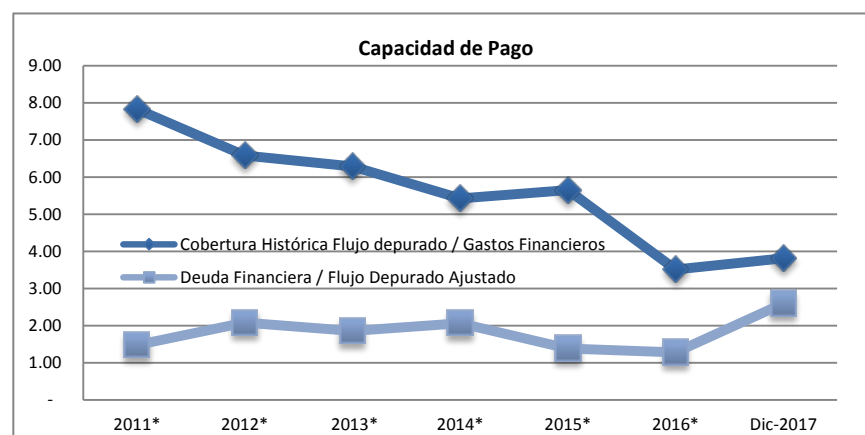


(\*) Datos bajo NIIF

Por su parte el ciclo de efectivo fue de 86 días mientras que al 2016 fue de 74 días, producto de una recuperación de cartera 19 días y una rotación de inventarios de 136 días, respecto al plazo de pago a proveedores de 69 días.

#### 4.3. Capacidad de Generación de Flujo y Cobertura

A Diciembre de 2016, el emisor registró un índice de cobertura histórica de 3.53 la misma que resulta inferior a la presentada en el año anterior (5.68), lo cual es producto de un mayor crecimiento de sus gastos financieros respecto a la generación de flujo depurado. La reducción de los pasivos con costo se evidencian en una menor relación deuda financiera / flujo depurado pasando de 1.37 veces en el 2015 a 1.27 en el 2016, es decir que la deuda podría ser cubierta en 1.15 años a partir de los flujos generados, plazo menor al evidenciado en el histórico. Al cierre del 2017 registró un índice de cobertura histórica de 3.82, y una relación deuda financiera / flujo depurado de 2.60.



(\*) Datos bajo NIIF

## 5. Análisis de Factores Cualitativos de la Empresa

### 5.1. Posición de la Empresa en su industria

El origen de Dilipa Cía. Ltda. se remonta hace ya casi 30 años en que se dio la incursión en el mercado paplero de sus fundadores -Ángel y Otto Segura-, oriundos de la provincia de Bolívar, vendiendo al inicio solo textos y posteriormente comercializando la línea de papelería. El Sr. Segura inició su actividad laboral como agente vendedor de libros educativos en la Costa ecuatoriana y posteriormente se trasladó a la región Sierra, ya que éste constituía su principal mercado. Posteriormente se asoció con su hermano y adquirieron un pequeño local, el mismo que sigue siendo uno de los principales de la ciudad de Quito; la dedicación al trabajo junto a sus años de experiencia, lograron formar lo que hoy es Dilipa.

El Emisor provee una importante selección de productos y marcas disponibles en el mercado, especializándose en la distribución de papelería, suministros de oficina y útiles escolares, al por mayor y menor, en oficinas, colegios, papelerías y empresas con el mejor surtido y entrega inmediata.

Dentro de los principales proveedores se encuentran: RexPlastics S.A., 3M Ecuador C.A., Expocsa S.A., Industrias Unidas Cia. Ltda. entre otros.

Las principales líneas de negocio en que se distribuye su actividad son: 1) Papelería, 2) Librería, 3) Bazar, y, 4) Cristalería. El 97% de sus ventas corresponden a la línea de papelería y librería que abarca los útiles escolares, suministros de oficina y papelería en general; las demás líneas son complementarias.

Dilipa Distribuidora de Libros y Papelería Cía. Ltda. posee dos canales de distribución, el primero es el canal retail por medio de sus locales propios; y en las provincias que no cuenta con locales, llega a través de una importante fuerza de venta, que cubren casi todo el territorio nacional.

Para su primer canal de distribución posee una cadena de sucursales distribuidas a nivel nacional; su objetivo es seguir creciendo a nivel nacional y facilitar la compra de productos en tiendas de autoservicio y almacenes tradicionales. En Quito cuenta con 7 locales repartidos en toda la ciudad, tiene 1 en Ibarra, 3 en Santo Domingo, 1 en Portoviejo 1 en Cuenca y 1 en Ambato; todos estos locales cuentan con amplia variedad de productos y las mejores marcas del mercado.

Su canal mayorista alcanza una amplia cobertura a nivel nacional, lo cual es gestionado a través de su fuerza de ventas y la extensa capacidad de almacenamiento, garantizando un stock permanente, haciéndolo líder en el mercado de distribución de papel. Sus vendedores llegan a las provincias de Carchí, Imbabura, Pichincha, Cotopaxi, Tungurahua, Bolívar, Chimborazo, Pastaza, Sucumbíos, Napo, Francisco de Orellana, Cañar, Azuay, El Oro, Loja, Zamora Chinchipe, Esmeraldas (San Lorenzo, Quinindé y La Concordia), Manabí (Chone, Portoviejo), Los Ríos (Quevedo y La Maná) y Santo Domingo.

La empresa posee un amplio portafolio de clientes, son los convenios que realiza con instituciones o empresas. En la actualidad cuenta con 200 convenios, mediante los cuales, confiere créditos de hasta 3 meses a los empleados, para que sean descontados a través del rol de pagos. Asimismo se debe destacar que al presentar un diverso portafolio de clientes, la compañía mitiga un riesgo por concentración de cartera. La política de cuentas por cobrar, maneja tiempos de crédito normal y crédito de temporada. El crédito normal, para la sierra, es aplicado en los meses de enero a mayo y luego de octubre a diciembre. En la costa, por el contrario, este tipo de crédito es aplicado de enero a febrero y de junio a diciembre. Los clientes obtienen el crédito normal con un plazo de 30 días; mientras que, el crédito de temporada es aplicado en la sierra, en los meses de junio a septiembre y en la costa de marzo a junio, y contempla un plazo de 120 días.

DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA DILIPA CIA. LTDA., cuenta con proveedores locales y del exterior, al corte de Junio de 2017 la compañía registró una amplia gama de proveedores en sus diferentes líneas de productos, siendo los proveedores nacionales los que tienen mayor participación. Entre los principales proveedores se encuentran BIC ECUADOR ECUABIC S.A. y PAPELESA C. LTDA.,

La Empresa mantiene una política de cuentas por pagar diferenciada por temporada, es así que el crédito en temporada normal contempla un plazo de 60 días en promedio, mientras que el crédito de temporada escolar que corresponde a la compra de mercadería para el inicio de clases, oscila entre 120 días a 180 días de acuerdo al proveedor y monto de compra. En lo que respecta a créditos de importación los mismos que son pocos, el plazo establecido es de 90 días y con carta de crédito. El crédito que en su mayoría se maneja comprende un plazo de 90 a 120 días con transferencia directa al proveedor. La empresa tiene muy buena aceptación con sus proveedores, por lo que ha desarrollado una capacidad de negociación con ellos.

En cuanto a la política de precios, debido a la gran cantidad de productos con los que cuenta la compañía, maneja una lista de precios bastante amplia que va acorde al producto y mercado. Es preciso mencionar que, la estrategia de precios bajos implementada por la compañía le ha permitido en los últimos años ir ganando participación en el mercado y situarse en mejor posición que sus competidores.

El posicionamiento de la compañía se debe al trabajo realizado durante los últimos 31 años, brindando un servicio de alta calidad y ofreciendo la mejor selección en marcas y productos. Dilipa Distribuidora de Libros y Papelería Cía. Ltda., se caracteriza por ofertar productos de excelente calidad, mantener precios competitivos y brindar un servicio personalizado. Al 2017, Dilipa Distribuidora de Libros y Papelería Cía. Ltda., tiene una participación de mercado minorista del 21%, siendo sus principales competidores PACO S.A. (27%), COMSUCRE (18%), Juan Marcet Cia. Ltda. (12%), Importadora Regalado (8%) y Otros con porcentajes

minoritarios que en su total alcanzan el 14% de participación.

#### Estructura Accionarial

El capital social del Emisor, asciende a US\$1,020,400, íntegramente pagado; constituido por 102,040 participaciones iguales, acumulativas e indivisibles de un valor nominal de US\$10 cada una. Su accionariado se conforma de la siguiente manera:

Accionista	% de Participación
Segura Briones Christian	3.30%
Segura Briones Cynthia	5.50%
Segura Briones Eduardo	4.40%
Segura Carrera Angel	2.75%
Segura Carrera Karla	2.75%
Segura Montenegro Angel	36.30%
Segura Montenegro Lilian	1.00%
Segura Montenegro Otto	19.00%
Segura Toapanta Alan	5.00%
Segura Toapanta Alberto	5.00%
Segura Toapanta Nina	5.00%
Segura Toapanta Otto	5.00%
Segura Toapanta Priscila	5.00%

Distribuidora de Libros y Papelería "Dilipa" Cía. Ltda. está vinculada por gestión de Administradores con:

Compañía	Nombre
Editorial Edinacho S.A.	Segura Otto - Segura Ángel
Corporación Segura, SCia. Ltda.	Segura Ángel - Segura Otto
PlastiazulCía. Ltda.	Segura Ángel - Segura Dario

La compañía es dirigida y gobernada por la Junta General de Socios y administrada por el Presidente y Gerente, en el organigrama se puede observar que adicionalmente, cuenta con 7 jefaturas, un administrador para ventas y atención al cliente, un responsable de seguridad industrial y una coordinadora de procesos, las mismas que le permiten una adecuada administración y están acorde a las necesidades de la compañía.

El Emisor se compromete a no repartir dividendos, mientras existan obligaciones en mora, durante el periodo de vigencia de la emisión.

## 6. Asignación de Calificación Preliminar

La Calificación preliminar corresponde al análisis de la capacidad de pago esperada en escenarios desfavorables e independientes, los cuales dieron como resultado que no difieren en ningún caso en más de una categoría de la encontrada en el análisis de la categoría básica de riesgo, por lo que la Calificadora de Riesgo propone al Comité de Calificación para el quinto programa de papel comercial de Dilipa Distribuidora de Libros y Papelería Cía. Ltda. la categoría de "AA+".

## 7. Calificación Final

### 7.1. Garantía y Resguardos

#### Garantías

La emisión ha sido estructurada con Garantía General acorde a los términos señalados en la normativa legal vigente, esto es en los términos señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos, la cual establece que el valor de los activos 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, debe ser superior en por lo menos 125% al monto por emitir. *Al 31 de Diciembre de 2017, de acuerdo a información proporcionada por el emisor, cumple con la garantía general establecida en la LMV.*

#### Resguardos

La emisión presenta los resguardos previstos en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I del Título III de la codificación del Consejo Nacional de Valores consistentes en: a) Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: 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.

b) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora, c) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, de acuerdo a lo indicado en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I del Título III de la codificación del Consejo Nacional de Valores, he indicado en el párrafo anterior.

El emisor presenta un indicador de liquidez de 1.3 veces a Diciembre de 2017 y un indicador de liquidez promedio de los últimos seis meses de 1.4 veces.

La Entidad cumple con los resguardos estipulados en la resolución del Consejo Nacional de Valores que son: i) Tomar todas las medidas necesarias orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de sus actividades; ii) No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones y iii) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación.

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 y sus normas complementarias.

#### **Elementos adicionales**

- Mantener en la cuenta patrimonial de Utilidades Retenidas de Ejercicios de años anteriores, un monto de al menos USD 2.500.000,00.
- Limitar el reparto de dividendos al 25% de la utilidad neta generada en el ejercicio económico inmediato anterior.
- Mantener una relación deuda financiera (Bancos + Mercado de Valores + Pasivos con Costo) sobre EBITDA no mayor a 4,00 veces. (EBITDA es igual a Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, y será anualizado para el semestre de junio de cada año)
- Dilipa Distribuidora de Libros y Papelería Cía. Ltda., cumple con los elementos adicionales al corte de Diciembre de 2017.

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respaldan la emisión de obligaciones y su capacidad de ser liquidados a la que hace referencia el numeral 1.8 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 el Emisor - entre éstas los Estados Financieros al cierre del ejercicio 2016 que fueron auditados por Auditorcont Cía. Ltda. con registro RNAE S.C. No. 568., Estados Financieros internos al corte de Diciembre de 2017 - y se exponen a continuación:

- Los activos totales del Emisor al corte de Diciembre de 2017 ascendieron a US\$16.2 millones, de los cuales el Emisor indica que US\$2.01 millones se encuentran gravados. Sobre el total de dichos activos podemos informar que:
  - US\$719 mil corresponden a activos de alta liquidez (Caja y Bancos).
  - US\$1.4 millones son Cuentas por Cobrar Comerciales, y corresponde a clientes locales.
  - US\$7.5 millones corresponden a Inventario.
  - US\$518 mil corresponde a Otros Activos Corrientes.
  - US\$5.9 millones corresponden a Propiedad, Planta y Equipos.

De igual manera se informa que el conjunto de los valores en circulación de los procesos de obligaciones vigente del Emisor, no es superior al 200% de su patrimonio; con los saldos a Diciembre de 2017 llega al 56.7%.

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 y sus normas complementarias.

#### **7.2. Calificación Final**

A pesar de la disminución en el monto de flujo de efectivo generado en los último periodos, el bajo nivel de pasivos con costo que mantiene dentro de su estructura de capital, le permite a la empresa continuar registrando una buena holgura de pago de sus obligaciones financieras, entre ellas los títulos valores sujetos al proceso de calificación.



Una vez analizados los factores de riesgo expuestos en el ejercicio de Calificación Preliminar, y luego de revisar las características propias de los instrumentos, los miembros del Comité se pronuncian por asignar a la Quinta Emisión de Papel Comercial de Distribuidora de Libros y Papelería "Dilipa" Cía. Ltda. por hasta US\$3 millones, en la categoría de riesgo "AA+".

#### 8. Hechos Posteriores

Entre el 31 de Diciembre de 2017 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo no se produjeron eventos que, en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

#### Declaración de Independencia

*Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana 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 Papel Comercial de Distribuidora de Libros y Papelería "Dilipa" Cía. Ltda. 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.*



**Ing. Danny Ortiz**  
Gerente General

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRLA S.A. feb/2018						
DILIPA Cia. Ltda.						
En miles de dólares						
	NIIF					
	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	Dic-2017
<b>RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA</b>						
Ingresos	28,896,041.00	29,718,724.00	30,187,770.00	29,642,531.00	25,875,763.77	27,376,599.63
Costo de Ventas	-22,045,696.00	-22,281,428.00	-22,412,252.00	-21,428,035.00	-18,913,390.27	-20,271,779.36
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>6,850,345.00</b>	<b>7,437,296.00</b>	<b>7,775,518.00</b>	<b>8,214,496.00</b>	<b>6,962,373.50</b>	<b>7,104,820.27</b>
Gastos Administrativos y Generales	-2,570,338.00	-2,721,237.00	-3,049,441.00	-2,995,263.00	-2,178,257.41	-1,274,513.25
Gastos de Venta	-3,121,694.00	-3,472,887.00	-3,953,628.00	-3,507,279.00	-3,302,833.19	-4,856,955.29
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>1,158,313.00</b>	<b>1,243,172.00</b>	<b>772,449.00</b>	<b>1,711,954.00</b>	<b>1,481,282.90</b>	<b>973,351.73</b>
Gastos Financieros	-274,740.00	-304,217.00	-242,917.00	-369,430.00	-505,194.51	-365,458.54
Otros Ingresos (Egresos) Netos	-6,512.00	-85,774.00	-130,418.00	186,467.00	-1,774.91	296,724.04
<b>Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.</b>	<b>877,061.00</b>	<b>853,181.00</b>	<b>399,114.00</b>	<b>1,528,991.00</b>	<b>974,313.48</b>	<b>904,617.23</b>
Participación Empleados	-131,559.00	-127,977.00	-59,867.00	-229,349.00	-146,147.02	-135,692.58
Impuesto a la Renta	-207,614.00	-195,153.00	-237,046.00	-348,063.00	-228,562.07	-180,136.32
<b>Utilidad Neta</b>	<b>537,888.00</b>	<b>530,051.00</b>	<b>102,201.00</b>	<b>951,579.00</b>	<b>599,604.39</b>	<b>588,788.33</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,660,710.38</b>	<b>1,835,836.00</b>	<b>1,375,063.00</b>	<b>2,247,185.95</b>	<b>1,979,027.70</b>	<b>1,440,114.81</b>
% de variación nominal Ingresos	-0.49%	2.85%	1.58%	-1.81%	-12.71%	5.80%
% de variación real Ingresos	-3.75%	1.71%	1.78%	-1.81%	-12.71%	5.80%
COGS	-1.19%	1.07%	0.59%	-4.39%	-11.74%	7.18%
COGS/Ventas	76.29%	74.97%	74.24%	72.29%	73.09%	74.05%
Margen Bruto	23.71%	25.03%	25.76%	27.71%	26.91%	25.95%
Gastos Administrativos y Generales / Ventas	8.90%	9.16%	10.10%	10.10%	8.42%	4.66%
Gastos de Venta / Ventas	10.80%	11.69%	13.10%	11.83%	12.76%	17.74%
Gasto Operativos / Ventas	19.70%	20.84%	23.20%	21.94%	21.18%	22.40%
Margen Operativo	4.01%	4.18%	2.56%	5.78%	5.72%	3.56%
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	-0.02%	-0.29%	-0.43%	0.63%	-0.01%	1.08%
Margen Neto	1.86%	1.78%	0.34%	3.21%	2.32%	2.15%
Margen EBITDA	5.75%	6.18%	4.56%	7.58%	7.65%	5.26%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	11.82%	10.46%	1.92%	16.39%	9.86%	9.52%
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA) Anual	3.48%	3.38%	0.67%	6.47%	4.10%	3.84%
<b>ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL</b>						
Caja y Equivalentes de Caja	912,975.00	951,331.00	876,453.00	1,009,998.00	1,395,327.43	719,514.93
Deudores	1,686,454.00	1,772,005.00	1,636,400.00	1,565,307.00	1,414,318.15	1,396,785.26
Existencias	6,941,766.00	6,627,324.00	6,718,245.00	6,627,606.00	6,704,646.77	7,561,175.15
Activo Fijo	3,989,935.00	4,528,143.00	4,293,302.00	4,360,349.00	4,663,049.42	5,993,584.79
Otros Activos Corrientes	592,516.00	641,092.00	529,534.00	1,064,427.00	350,896.55	518,903.00
Otros Activos No Corrientes	-	-	-	117,954.00	97,295.05	36,766.26
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>14,123,646.00</b>	<b>14,519,895.00</b>	<b>14,053,934.00</b>	<b>14,745,641.00</b>	<b>14,625,533.37</b>	<b>16,226,729.39</b>
Pasivo Financiero C/P	1,100,000.00	900,000.00	2,400,000.00	500,000.00	35,399.67	903,592.72
Pasivo Financiero L/P (incluye Porción Corriente)	2,677,675.00	2,657,675.00	328,528.00	2,387,500.00	2,237,500.00	2,730,354.67
Pasivos con Proveedores	3,697,155.00	3,298,395.00	3,459,011.00	2,870,734.00	3,899,626.63	3,822,652.80
Otros Pasivos Corrientes	1,455,787.00	1,879,164.00	1,998,000.00	1,838,319.00	1,931,753.28	1,231,291.98
Otros Pasivos No Corrientes	379,015.00	460,342.00	540,026.00	867,818.21	636,658.93	1,056,595.37
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>9,309,632.00</b>	<b>9,195,576.00</b>	<b>8,725,565.00</b>	<b>8,464,371.21</b>	<b>8,740,938.51</b>	<b>9,744,487.54</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>4,814,014.00</b>	<b>5,324,319.00</b>	<b>5,328,369.00</b>	<b>6,281,269.78</b>	<b>5,884,594.86</b>	<b>6,482,241.85</b>
Capital de trabajo comercial	4,931,065.00	5,100,934.00	4,895,634.00	5,322,179.00	4,219,338.29	5,135,307.61
Capital de trabajo	4,980,769.00	4,814,193.00	4,303,621.00	5,558,285.00	4,033,808.99	5,142,433.56
Activo Fijo	3,989,935.00	4,528,143.00	4,293,302.00	4,360,349.00	4,663,049.42	5,993,584.79
Otros Activos y Pasivos no corrientes	-379,015.00	-460,342.00	-540,026.00	-749,864.21	-539,363.88	-1,019,829.11
<b>ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES</b>	<b>8,591,689.00</b>	<b>8,881,994.00</b>	<b>8,056,897.00</b>	<b>9,168,769.79</b>	<b>8,157,494.53</b>	<b>10,116,189.24</b>
Deuda Bancaria C.P.	1,100,000.00	900,000.00	2,400,000.00	500,000.00	35,399.67	903,592.72
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción Corriente)	2,677,675.00	2,657,675.00	328,528.00	2,387,500.00	2,237,500.00	2,730,354.67
<b>TOTAL PASIVOS CON COSTO</b>	<b>3,777,675.00</b>	<b>3,557,675.00</b>	<b>2,728,528.00</b>	<b>2,887,500.00</b>	<b>2,272,899.67</b>	<b>3,633,947.39</b>
<b>TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES</b>	<b>4,814,014.00</b>	<b>5,324,319.00</b>	<b>5,328,369.00</b>	<b>6,281,269.78</b>	<b>5,884,594.86</b>	<b>6,482,241.85</b>
<b>TOTAL CAPITAL INVERTIDO</b>	<b>8,591,689.00</b>	<b>8,881,994.00</b>	<b>8,056,897.00</b>	<b>9,168,769.78</b>	<b>8,157,494.53</b>	<b>10,116,189.24</b>
Deuda Financiera / Capital invertido	43.97%	40.05%	33.87%	31.49%	27.86%	35.92%
Inversiones en acciones / Capital invertido	56.03%	59.95%	66.13%	68.51%	72.14%	64.08%
Deuda Financiera / Patrimonio	0.78	0.67	0.51	0.46	0.39	0.56
Deuda Financiera / EBITDA	2.27	1.94	1.98	1.28	1.15	2.52
Pasivos C.P./Deuda Financiera	29.12%	25.30%	87.96%	17.32%	1.56%	24.87%
Pasivos L.P./Deuda Financiera	70.88%	74.70%	12.04%	82.68%	98.44%	75.13%
Deuda Financiera / Activos	26.75%	24.50%	19.41%	19.58%	15.54%	22.39%
Deuda Financiera / Activos Ajustados	43.97%	40.05%	33.87%	31.49%	27.86%	35.92%
Capital de trabajo comercial / Ventas	0.17	0.17	0.16	0.18	0.16	0.19
Ventas / Activos Ajustados	3.36	3.35	3.75	3.23	3.17	2.71
Ratio de liquidez	1.18	1.19	1.24	1.61	1.35	1.3
CxC días	21	22	20	19	20	19
Inv. Días	115	109	109	113	129	136
CxP días	61	54	56	49	75	69
Ciclo de efectivo (días)	75	76	73	83	74	86

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA HISTÓRICA							
	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	Dic-2017
Flujo Depurado Ajustado	2,198,527	1,809,141	1,914,719	1,317,868	2,089,164	1,775,470	1,395,467
Activos Promedio Ajustados	14,260,325	14,759,865	15,473,828	15,696,313	15,183,337	14,712,116	14,630,558
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	14.90%	11.69%	12.20%	8.68%	14.20%	12.14%	9.09%

Rentabilidad Histórica Promedio	10.61%
Activos bajo NIIF a Junio 30, 2017 (\$):	15,344,572
Flujo Depurado Histórico	1,628,793
Deuda Financiera (incluyendo nueva emisión)	5,036,926
Cobertura Financiera Histórica	7.09
D.P.D.	1.76

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA										
	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 5	Trim 6	Trim 7	Trim 8	Trim 9	Trim 10
Flujo Depurado Proyectado	406,487	409,697	412,961	416,279	415,217	414,169	413,135	412,113	412,444	412,794
Activos Promedio	16,320,429	16,515,128	16,721,053	16,933,175	17,147,744	17,362,445	17,576,507	17,789,689	18,002,784	18,216,297
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	2.49%	2.48%	2.47%	2.46%	2.42%	2.39%	2.35%	2.32%	2.29%	2.27%
Deuda Financiera Proyectada	5,030,286	5,088,380	5,151,000	5,216,053	5,282,515	5,349,086	5,415,630	5,481,805	5,547,803	5,613,924
Cobertura Financiera Proyectada	7.03									
D.P.D. Proyectado	1.74									