

**CALIFICACIÓN:**

Sexta Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	septiembre 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 en forma significativa 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 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 de más documentos habilitantes.

HISTORIAL CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA	mar-2023	GlobalRatings
AAA	sept-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 Sexta Emisión de Obligaciones de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA en comité No. 302-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 24 de noviembre de 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 septiembre 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No SCVS-INMV-DNAR-2023-00038284, emitida el 16 de mayo de 2023 por un monto de hasta USD 1.150.000.)

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- En 2022, la industria manufacturera aportó anualmente con más de USD 8.000 millones al PIB real de la economía ecuatoriana, lo que implicó una participación de 11,6%, convirtiéndola en una de las más representativas en cuanto a la producción de bienes y servicios. A pesar de que el sector presentó una variación anual positiva de 0,65% en el segundo trimestre de 2023, el BCE no previó un crecimiento significativo hasta cerrar el año, considerando que el aumento de la inflación en 2022 tuvo un impacto directo en el sector puesto que elevó los costes de producción.
- ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA es el único fabricante de aditivos alimenticios para nutrición animal especializados para animales en primeras edades en Ecuador y cuenta con una trayectoria de más de 20 años, con un reconocido prestigio en el mercado nacional e internacional al exportar sus productos a varios países en diferentes continentes. La empresa cuenta con un directorio no estatutario que es el pilar principal en la toma de decisiones, planificación de las acciones y lineamientos de gobierno corporativo.
- La compañía ha presentado mayor optimización y eficiencia en cuanto a los costos de ventas y gastos en el último año, que, junto con una gran expansión en ventas durante 2022, ha llevado a los márgenes más altos desde 2020. La utilidad neta cerró en 2022 siendo la más alta del periodo analizado, sumando USD 517 mil. El índice de liquidez se ha mantenido positivo y en torno a 1,4 en todo el periodo, proyectándose incremental para años futuros. La cartera vencida tiene una disminución desde 2021 ya que la compañía recuperó cartera vencida desde la pandemia. En lo que respecta a la solvencia, se destaca una generación de EBITDA, que llegó a su nivel más alto en 2022, que permitió una cobertura adecuada de gastos financieros por encima de 2,6 veces en 2022 y 2,1 veces a septiembre de 2023.
- Los niveles de deuda neta muestran un aumento a lo largo de los años llegando a su máximo en septiembre de 2023, que ha permitido la financiación de la compra de inventarios, el pago a proveedores e inversiones en activo fijo. La eficiencia reflejó 189 días de inventario. Los días de cartera fueron mayores a los días de pago, por lo que la empresa recurrió a fuentes de fondeo externas como bancos y Mercado de Valores, ocasionado un flujo de financiamiento positivo en todos los años. La rentabilidad se mantuvo incremental en 2022, el ROE alcanzó un valor de 8%, parámetro que se compara favorablemente con inversiones de similar riesgo.
- Las proyecciones hacia 2025, bajo un escenario conservador, muestran niveles de venta al alza y flujos de caja operacional positivos. Los niveles de deuda neta históricamente crecientes empezarían a decrecer progresivamente. La proyección arroja como resultado adecuados indicadores financieros, con un capital de trabajo en constante ascenso y un apalancamiento decreciente. En consecuencia, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA estaría en condiciones de cumplir con sus obligaciones financieras de corto y largo plazo.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, incluido el límite de endeudamiento, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con los compromisos financieros puntualmente sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA provienen de la venta de aditivos alimenticios para nutrición animal, así como de mezclas para la línea de vitaminas y minerales. La compañía presentó ventas crecientes durante el periodo analizado (2020 – 2022) con una presencia progresiva en los mercados a los que atiende. Entre 2020 y 2022 la compañía creció 31% en ventas. En el caso del análisis interanual, a septiembre de 2023 la compañía experimentó una disminución en ventas de 8,89% frente a septiembre 2022 al pasar de USD 15,29 millones a USD 13,93 millones, lo que responde a un menor precio de venta (acorde a lo histórico) en varios productos ante la estabilidad inflacionaria en el país.

La empresa ha presentado una constante optimización del costo de ventas. A pesar de que en el período analizado el costo de ventas incrementó en valor monetario, coherente con mayores ventas, éste presentó estabilidad en participación frente a las ventas totales. Esto se debe a una adecuada gestión de costos por parte de la administración, así como una estrategia de expandir el nivel de inventarios de materias primas utilizadas para contrarrestar los efectos de la inflación en precios internacionales. En promedio, el coste de ventas representó 64% de las ventas entre 2020 y 2022. Cabe notar que, a septiembre 2023, la compañía mantiene la participación de costos de ventas más baja, en 60,31%.

La participación sobre las ventas de los gastos operativos incrementó de 30% en 2020 a 31% en 2021. Sin embargo, en 2022 disminuyó a 28%. Para septiembre de 2023 los gastos operacionales presentaron un incremento de USD 399 mil comparado a septiembre de 2022; únicamente los gastos administrativos incrementaron en el análisis interanual, y los gastos operacionales pasaron de representar 27% a 32%.

En 2021 ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA presentó pérdidas debido a que los gastos financieros, que responden directamente al nivel de deuda con costo de cada año, fueron superiores a la utilidad operativa. Sin embargo, el incremento de los ingresos en 2022, la optimización del costo de ventas y la eficiencia operativa permitieron que la utilidad neta se recupere en dicho año, llegando a su valor máximo de USD 517 mil, permitiendo un ROE de 7,48%.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	15.270	16.108	20.033	15.286	13.927
Utilidad operativa (miles USD)	964	698	1.769	1.476	1.045
Utilidad neta (miles USD)	219	(23)	517	922	331
EBITDA (miles USD)	1.340	1.132	2.228	2.005	1.600
Deuda neta (miles USD)	5.627	6.765	8.612	7.202	8.478
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(415)	(629)	(1.110)	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	6.329	6.710	8.820	7.833	8.767
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	2.956	4.559	5.258	4.806	6.117
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,45	0,25	0,42	0,42	0,26
Capital de trabajo (miles USD)	2.791	3.605	3.783	4.865	4.043
ROE	3,01%	-0,32%	7,84%	15,37%	7,46%
Apalancamiento	1,26	1,77	2,18	1,80	2,68

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020-2022 y Estados Financieros Internos septiembre 2022 y septiembre 2023

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a las instalaciones en donde se llevan a cabo las operaciones productivas, incluido un terreno (y tomando en cuenta la depreciación acumulada); los inventarios, fundamentalmente materia prima cuya rotación se basa en las características del producto y responde a la estrategia de producción de la compañía; y las cuentas por cobrar comerciales que responden directamente a los niveles de venta, a los tipos de clientes y a las políticas de crédito. A 2022, un 87,77% del activo total se condensó en estos tres rubros, participación que se mantiene estable a septiembre de 2023.

Coherente con el aumento de ingresos a lo largo del periodo, las cuentas por cobrar también han mantenido una tendencia creciente. De la misma manera, como estrategia de aprovisionamiento ante fluctuaciones de precio en materia prima, la compañía incrementó su nivel de inventarios, reflejado en días de existencia cercanos a 200 en 2022 y en lo que va de 2023.

Históricamente, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA ha financiado las operaciones mediante tres fuentes principales: el crédito de proveedores en la compra de materia prima e insumos y otros bienes utilizados en las actividades productivas y comerciales, créditos otorgados por varias entidades financieras y el Mercado de Valores. Justamente, dentro de la estructura del pasivo, los rubros más representativos son: el crédito con instituciones financieras, las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores y las cuentas por pagar con

compañías no relacionadas. Estos rubros representan 81,68% del pasivo total en 2022 y 80,79% a septiembre de 2023.

Durante todo el periodo histórico, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA mantuvo un flujo de actividades de operación negativo ante los incrementos en cartera. Esto significó que la compañía tuvo que buscar financiamiento externo para su crecimiento en inventarios y las inversiones realizadas en activos fijos (el flujo de inversiones también fue negativo), evidenciado en el flujo de financiamiento positivo y la deuda creciente en el periodo.

La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros presentó una cobertura adecuada para cubrir todos los gastos financieros incurridos. A septiembre de 2023 la cobertura fue de 2,14. Por otro lado, a lo largo del periodo, el índice de liquidez se mantuvo siempre por encima de la unidad.

A pesar de que las ganancias del periodo crecieron en 2022 impulsado por los resultados de ese año, el patrimonio neto disminuyó frente a los niveles históricos. Esto se debe a que el 07 de noviembre de 2022, la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas resolvió la distribución de USD 1 millón en concepto de dividendos, reduciendo así la cuenta de ganancias acumuladas y contrarrestando el efecto creciente que hubieran tenido las ganancias netas del periodo. Lo mismo ocurre a septiembre de 2023 con un nuevo reparto de USD 1 millón en dividendos, lo que disminuyó el patrimonio a USD 5,92 millones.

El nivel de apalancamiento operativo mantuvo un comportamiento creciente durante el periodo, coherente con el aumento del pasivo y la disminución del patrimonio, con un alza de 1,26 en 2020 hasta 2,18 en 2022.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA para el periodo 2023 - 2025 se basan en los resultados reales de la compañía y en un escenario conservador para el futuro. Por lo tanto, para 2023 se proyecta una disminución de las ventas respecto de 2022 de 2,5%, llegando a un valor cercano a USD 19,5 millones. En 2024 y 2025, el crecimiento sería de 3%. En lo que respecta al costo de ventas, este comportamiento obedece a las condiciones del mercado, pero también corresponde, en gran parte, a una adecuada gestión por parte de la compañía, por lo que se proyecta una optimización en el costo de ventas para periodos futuros de 61%.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el Mercado de Valores, de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	19.533	20.118	20.722
Utilidad operativa (miles USD)	1.712	1.763	1.816
Utilidad neta (miles USD)	471	540	568
EBITDA (miles USD)	2.217	2.278	2.341
Deuda neta (miles USD)	8.364	8.056	7.745
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.835	810	824
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	8.676	8.936	9.204
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	6.300	5.936	5.661
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,35	0,38	0,41
Capital de trabajo (miles USD)	3.945	4.000	4.611
ROE	7,77%	8,18%	7,93%
Apalancamiento	2,48	2,22	2,05

Fuente: GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

En el escenario descrito, la utilidad neta presentaría una tendencia creciente entre 2023 y 2025, con resultados aceptables con un retorno sobre el patrimonio que alcanzaría un 8%. Los índices financieros presentarían resultados positivos, con un índice de liquidez siempre superior a la unidad, un capital de trabajo positivo y en constante ascenso, un apalancamiento decreciente y una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros superior a 2.

En lo que respecta al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera se mantendría en proporciones similares de ventas que alcanzó en 2022. Incrementará en valor debido al plan de expansión de la empresa, pero en proporción con las ventas seguirá muy parecido al comportamiento histórico. Tampoco se estima un deterioro mayor al histórico en porcentaje.

Los inventarios fluctuarían consistentemente con las ventas, considerando que el plan estratégico ha sido abastecerse en materia prima para contrarrestar efectos de la inflación mundial. En cuanto al activo fijo, crecerá cada año coherente con el plan de inversión y mantenimiento de equipos para poder mantener el crecimiento en ventas. De producirse dicha utilización, el total del activo no variaría mayormente de año a año, pero la tendencia sería creciente.

Se estima que la estructura del pasivo mantendría un comportamiento similar al histórico, con una participación creciente del apalancamiento con proveedores y con una deuda neta que podría disminuir paulatinamente en los años siguientes en relación con las estrategias que adopte la empresa a pesar de renovaciones de deuda con instituciones financieras. Además, la deuda financiera, es decir aquella con costo, va disminuyendo su porcentaje frente al total de pasivos de forma paulatina.

El flujo de actividades de operación tomaría un valor positivo en 2023, situación que se mantendría en todos los años proyectados y que permitiría el pago de deuda, tanto con instituciones financieras como con el Mercado de Valores.

## FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago se incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real producto de la pandemia, fenómeno que ha cedido de manera importante. Por otra parte, la inestabilidad política es otro factor para considerar. La compañía mitiga el riesgo porque en su gran mayoría cadenas de comercialización importantes en el país.
- 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 ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA 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 gran parte de sus negocios con compañías privadas y de éstas, un porcentaje significativo son compañías del extranjero, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma, se incrementan los precios de los bienes importados. El riesgo se mitiga considerando que la política económica general del gobierno actual se ha demostrado contraria a la fijación de precios y ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA mantiene una adecuada estructura productiva que le permitiría adecuarse al no probable caso de una política más restrictiva.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información. La compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de y aplicaciones de *software* contra fallas que puedan ocurrir y facilitar su recuperación.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son cuentas por cobrar comerciales, inventarios, propiedad, planta y equipo, y efectivo y equivalentes de efectivo. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito. La situación actual del entorno económico, fuertemente condicionado por la pandemia es evidentemente un escenario económico adverso que afectará la capacidad de pago de los clientes. La mitigación generada a través de las medidas gubernamentales anunciadas por efecto de la situación sanitaria y la consecuente cuarentena puede mitigar parcialmente la situación existente.

- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa considera que toda su cartera es recuperable dentro de los plazos pactados y para mitigar el riesgo le da un seguimiento continuo y cercano.
- Al ser 31,96% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios, evitando de esta forma pérdidas y daños. Además, mantiene pólizas de seguros sobre inventarios contratadas con MAPFRE Atlas Compañía de Seguros S.A. y Chubb Seguros S.A.
- 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 a la compañía. El riesgo se mitiga con pólizas de seguros que mantiene sobre los activos contratada con MAPFRE Atlas Compañía de Seguros S.A. y Chubb Seguros S.A. que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo edificios, instalaciones, adecuaciones, etc.
- El riesgo asociado con la cuenta contable de efectivo puede variar según las circunstancias y las prácticas de gestión financiera de la empresa. En este sentido, la empresa implementa prácticas sólidas de control interno, como auditorías regulares, políticas de manejo de efectivo, y sistemas de información financiera confiables, para mitigar estos riesgos y garantizar una gestión efectiva de su efectivo.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 185,79 mil por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 0,88% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Sexta Emisión de Obligaciones no es representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	H	1.150.000	1.800	9,00%	Trimestral	Trimestral
Saldo en circulación (septiembre 2023)	USD 1.058.590					
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Garantía específica	La presente emisión no contempla garantía específica.					
Destino de los recursos	100% para financiar parte del capital de trabajo: adquisición de activos para el giro propio de la empresa, pago a proveedores, pago de sueldos y salarios, pago a empresas y personas no vinculadas.					
Pago de capital	El capital se cancelará en VEINTE (20) pagos cada trimestre vencido y serán amortizados de la siguiente manera: a) del primer al cuarto cupón se pagará el uno punto veinticinco por ciento (1,25%) de capital cada cupón; b) del quinto al décimo noveno cupón se pagará el cinco punto noventa y tres por ciento (5,93%) de capital cada cupón; y c) el vigésimo cupón pagará el seis punto cero cinco por ciento (6,05%) de capital. Los cupones se pagarán cada NOVENTA (90) días y no contemplan sorteos ni rescates anticipados.					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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> </ul>					

**SEXTA EMISIÓN DE  
OBLIGACIONES**

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- 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.

**Fuente:** Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Sexta Emisión de Obligaciones ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA 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