

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Ing. Bryan Briones

abriones@summaratings.com

Fecha de Comité

20 de marzo de 2020

Periodo de Evaluación

Al 31 de enero de 2020

Contenido

RESUMEN	2
RACIONALIDAD	2
DESCRIPCIÓN DE ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	4
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	4
ANÁLISIS DE LOS RIESGOS INHERENTES A LA EMISIÓN	7
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO.....	7
RIESGO SECTORIAL.....	7
RIESGO POSICIÓN DEL EMISOR.....	13
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL.....	21
RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA.....	21
RIESGO DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y GARANTÍAS DEL EMISOR Y VALOR.	32
ANEXOS	36

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AAA-	Actualización	AAA-

Categoría AAA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente 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.

Tendencia de la Categoría: Menos (-)

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA, es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Un millón setecientos mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 1,700,000.00) para la Tercera Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo “AAA” con tendencia “-” para la Tercera Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita ni verifica la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Moderado

- Implementación de medidas para reducir el déficit fiscal demandan de un extenso capital político y una mejor comunicación frente a los sectores afectados.
- En febrero de 2020, Moody’s redujo la calificación de riesgo soberano para Ecuador desde “B3” a “Caa1” debido a que considera que el país tiene un calendario de pagos de deuda desafiante y pone en duda el acceso a los mercados internacionales para financiarse a través de bonos. Standard & Poor’s mantuvo la calificación de “B-” en la revisión de marzo 2020.
- Las cifras de crecimiento de Ecuador reflejan un lento proceso de adaptación al escenario de bajos y moderados precios de petróleo. Inversión privada no ha suplido la reducción de la inversión pública.
- Ajuste fiscal debe continuar, ya que su postergación obligaría a la contratación de más deuda y promovería un esquema de insostenibilidad del endeudamiento público. Se espera que la Ley de Simplificación y Progresividad Tributaria fortalezca los ingresos tributarios.
- Riesgo país se elevó a máximos históricos, por encima de los 3000 puntos, luego de la caída del precio del petróleo como resultado de los efectos de la pandemia del coronavirus. El alto riesgo país influye negativamente en el costo de deuda en los mercados internacionales.
- Mercados exportadores que mantienen fuertes relaciones comerciales con China ven afectada su liquidez debido al atraso de pagos por el coronavirus.

Riesgo Sectorial: Moderado

- El subsector de elaboración de alimentos preparados para animales se caracteriza por el ingreso disponible y consumo de alimentos en crecimiento.
- Al tercer trimestre del 2019, el sector manufacturero registró un crecimiento de 1.7%.
- El sector manufacturero representó pérdidas de USD 38 millones, debido a los 10 días de paralización que se produjo en el Ecuador.

Riesgo Posición del Emisor: Muy Bajo

- ADILISA posee una venta de diferenciación, ya que en el segmento específico en el que se desenvuelve, existen pocos oferentes del tipo de productos que la empresa se ha especializado (elaboración de aditivos para alimentación animal, acuícola y de granjas).
- ADILISA posee una de las fábricas de micro ingredientes más modernas de la región, convirtiéndose en pionera en innovación, especialización en su mercado y soluciones con tecnología de punta.
- El margen operativo de la empresa se ubicó en un promedio de 8.85% en los últimos tres periodos analizados. En enero de 2020 este mismo indicador se ubicó en 11.33%, en este sentido la rentabilidad operativa incrementó en 5.23 puntos porcentuales respecto a enero de 2019.
- El EBITDA margen de la empresa se ubicó en un promedio de 11.79% en los últimos tres periodos de los que se dispone información anual. En enero de 2020 este indicador fue de 14.14%.
- El retorno neto sobre las ventas paso de 2.59% en el 2018 a 4.81% en el 2019. En enero de 2020 este mismo indicador fue de 6.56%.
- El ciclo de conversión de efectivo de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA fue de 142 días el último año fiscal, cuya variación esta explicada principalmente debido a que los días de inventario promedio se han incrementado y los días de cuentas por pagar aumentado también.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- ADILISA cuenta con certificaciones de calidad, inocuidad, seguridad industrial y salud Ocupacional, por lo que los procesos de manufactura y apoyo están normados bajo políticas de gestión clara, medibles y orientadas a resultados.
- El grupo de talento humano de la empresa despliega sus mejores recursos, capacidades y destrezas al servicio de los objetivos empresariales, bajo un compromiso de trabajo colectivo de excelencia propiciando también su propio desarrollo personal dentro de la organización.
- ADILISA histórica y constantemente elabora sus estrategias a partir de cuatro ejes fundamentales los cuales son el punto de partida para el desarrollo y optimización de sus operaciones: sociales, empresariales y ambientales.
- ADILISA no posee implementados lineamientos de Gobierno Corporativo. Sin embargo, se mantienen reuniones frecuentes para revisar la situación de la empresa en temas de cumplimientos de presupuesto y rentabilidad.

Riesgo de la Estructura Financiera: Muy Bajo

- Las ventas de la empresa crecieron un 6.24% el último año del que se posee información anual actualizada, además la utilidad antes de impuestos creció un 14.57% en el mismo periodo.
- El indicador deuda/activos fue de 30% en el 2019 (32% en el 2018), es decir, en el último año los activos crecieron en un 15.06%, y la deuda financiera creció también, pero en una menor proporción e influyó directamente en la reducción de este indicador de la empresa.
- Producto de la previsión de reducción del inventario y cuentas por pagar, las Necesidades Operativa de Fondos de la empresa decrecerán un 28.68% comparado con el año 2019.
- Hasta la fecha no han existido inconvenientes con el pago de obligaciones.

- En el escenario moderado el flujo de caja de accionistas al finalizar el año 2019 de acuerdo con la información no auditada resultó positivo como resultado principalmente del incremento del apalancamiento financiero evidenciado el último año fiscal.

Riesgo de Liquidez, Solvencia y Garantías del Emisor y Valor: Bajo

- Entre 2017 y 2019, el indicador endeudamiento financiero del activo de la empresa se situó en un promedio anual de 30%.
- Durante el periodo agosto 2019 - enero 2019, el ratio de liquidez mensual fue en promedio 1.70 veces.
- El monto no redimido de obligaciones en circulación representa el 26.46% de los activos menos las deducciones, ubicándose bajo el límite establecido en la normativa.

DESCRIPCIÓN DE ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA se constituye el 8 de mayo del año 2000, siendo su especialidad el desarrollo, fabricación y comercialización de aditivos y alimentos pre iniciadores para la industria animal.

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA cuenta con una de las fábricas de micro ingredientes y alimentos pre iniciadores más modernas de la región. La empresa posee un sistema automático, el cual realiza la elaboración de las líneas productivas, siendo una de las más importantes la de aditivos (conservantes para ser usados en los alimentos balanceados para animales) cuya capacidad alcanza las 3,000 toneladas métricas al mes y la línea de alimentos pre iniciales para animales de cría posee una capacidad de 700 toneladas métricas al mes.

Hasta el 31 de enero de 2020, la empresa reportó un total de 96 empleados. Además, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, en el año 2019 obtuvo ventas de más de 15 millones de dólares con un crecimiento en la utilidad antes de impuestos de 14.57%. En el periodo intermensual comprendido entre enero de 2019 y enero de 2020 reportó un crecimiento de 227.88% en la utilidad antes de impuestos.

Hechos relevantes

- En reunión de directorio del mes de diciembre de 2019 fue aprobado el presupuesto de ventas para el año 2020.
- Entre noviembre de 2019 y enero de 2020, ADILISA procedió a cerrar un contrato de abastecimiento para el primer y segundo semestre del año con productos que son Premezclas de Vitaminas y Minerales con la Multinacional ALICORP.
- En enero de 2019 se cerró un contrato de abastecimiento con la empresa PRONACA.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Tercera Emisión de Obligaciones

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	
Tercera Emisión de Obligaciones	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta US\$ 1,700,000.00
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-SA2019-00002360
Junta de Accionistas	10-01-2019
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Clase y Plazo de la Emisión	Clase D: 1,400 días Clase E: 1,800 días
Rescates Anticipados	No contempla rescates anticipados
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting

(Cont.)

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	8.00% fija anual
Agente Colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Agente Estructurador y Legal	INTERVALORES Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales
Pago de Interés	Pagos Trimestrales
Forma de Cálculo de Interés	Base Comercial 30/360
Destino de los Recursos	Los recursos captados servirán en un sesenta por ciento (60%), para cancelar pasivos con instituciones financieras privadas locales y con el cuarenta por ciento (40%) restante, financiar el capital de trabajo de la empresa: pago a proveedores, adquisición de activos para el giro propio de la empresa, entre otros.
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados
Garantías Adicionales	No

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 2. Tabla de Amortización Tercera Emisión de Obligaciones Clase D

Fecha de Pago	Capital	Intereses	Total
05-07-19	57,983	18,554.67	76,538.00
05-10-19	57,983	17,395.00	75,378.33
05-01-20	57,983	16,235.33	74,218.66
05-04-20	57,983	15,075.67	73,059.00
05-07-20	57,983	13,916.00	71,899.33
05-10-20	57,983	12,756.33	70,739.66
05-01-21	57,983	11,596.67	69,580.00
05-04-21	57,983	10,437.00	68,420.33
05-07-21	57,983	9,277.33	67,260.66
05-10-21	57,983	8,117.67	66,101.00
05-01-22	57,983	6,958.00	64,941.33
05-04-22	57,983	5,798.33	63,781.66
05-07-22	57,983	4,638.67	62,622.00
05-10-22	57,983	3,479.00	61,462.33
05-01-23	57,983	2,319.33	60,302.66
05-04-23	57,983	1,159.67	59,143.00
TOTAL	927,733.28	157,714.67	1,085,447.95

Fuente: Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 3. Tabla de Amortización Tercera Emisión de Obligaciones Clase E

Fecha de Pago	Capital	Intereses	Total
29-06-19	38,613.33	15,445.33	54,058.66
29-09-19	38,613.33	14,673.07	53,286.40
29-12-19	38,613.33	13,900.80	52,514.13
29-03-20	38,613.33	13,128.53	51,741.86
29-06-20	38,613.33	12,356.27	50,969.60
29-09-20	38,613.33	11,584.00	50,197.33
29-12-20	38,613.33	10,811.73	49,425.06
29-03-21	38,613.33	10,039.47	48,652.80
29-06-21	38,613.33	9,267.20	47,880.53
29-09-21	38,613.33	8,494.93	47,108.26
29-12-21	38,613.33	7,722.67	46,336.00

(Cont.)

Fecha de Pago	Capital	Intereses	Total
29-03-22	38,613.33	6,950.40	45,563.73
29-06-22	38,613.33	6,178.13	44,791.46
29-09-22	38,613.33	5,405.87	44,019.20
29-12-22	38,613.33	4,633.60	43,246.93
29-03-23	38,613.33	3,861.33	42,474.66
29-06-23	38,613.33	3,089.07	41,702.40
29-09-23	38,613.33	2,316.80	40,930.13
29-12-23	38,613.33	1,544.53	40,157.86
29-03-24	38,613.33	772.27	39,385.60
TOTAL	772,266.60	162,176.01	934,442.61

Fuente: Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los valores emitidos contarán con Garantía General de Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA, conforme al Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero. También de acuerdo al Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas del 10 de enero de 2019 donde se aprobó la Tercera Emisión de Obligaciones, según lo dispone el literal f) del Art. 164, Título XVII Emisión de Obligaciones, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, la compañía se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

También se compromete a proporcionar información financiera que fuera requerida por el Representante de Obligacionistas acorde con lo establecido con el literal g) del Art. 164, Título XVII del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La emisión de obligaciones está respaldada con garantía general por parte de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, por esto se revisa la composición de los activos de la empresa. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación.

El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos del emisor deberá restarse los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y sus normas complementarias.

Según lo estipula el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera; para ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, el 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de US\$ 6,188,771.05 (cupó de emisión); con el saldo en circulación, el nivel de cobertura es de 2.24 veces sobre el saldo de capital y el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 3.80 veces.

Al 31 de enero de 2020, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, tiene US\$ 17,424,974.48 de Activos de los cuales US\$ 10,500,340.48 son libres de gravamen, y el Total de Activos menos deducciones de la normativa presentaron un saldo de US\$ 7,735,963.81.

Tabla 4. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	
31-ene-2020	
(Expresado en dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	17,424,974.48
(-) Activos gravados	6,924,634.00
Subtotal Activos libres de gravamen	10,500,340.48
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	52,327.00
(-) Activos en litigio y Monto de Impugnaciones Tributarias*	-
(-) Monto no redimido de Titularización de flujos futuros	-
(-) Monto no redimido Obligaciones en circulación	2,764,376.67
(-) Derechos Fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	-
(-) Saldo de valores renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos en el mercado de valores	-
(-) Cuentas y Documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	-
Activos menos deducciones	7,683,636.81
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	6,146,909.45
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	2.22
Indicador (Activos libre de Gravamen/ Obligaciones en circulación)	3.80

* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Procesos Legales Activos

De acuerdo con la página del Servicio de Rentas Internas, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA hasta el 31 de enero de 2020, no registra deudas firmes, en facilidades de pago o por concepto de deudas impugnadas. Por otra parte, en el portal del Consejo de la Judicatura, no registran procesos como figura de demandado, pero si como como figura de demandante (cobro de pagaré a la orden). Respecto a esto, el departamento legal de la empresa informó que no mantienen procesos como figura de demandado ni por concepto de demandas laborales.

ANÁLISIS DE LOS RIESGOS INHERENTES A LA EMISIÓN

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Factor Político e Institucional

La perspectiva internacional del Ecuador en cuanto al ambiente de negocios y competitividad se deteriora. De acuerdo con el Índice de Competitividad Global 2019 del World Economic Forum, el país ocupa el puesto 90 de 141 países, descendiendo 4 posiciones en relación a su calificación del informe 2018. De los 12 pilares evaluados los que se encuentran en peor situación son: dinamismo empresarial (130/141), mercado de productos (130/141), institucional (106/141) y mercado laboral (116/141). De igual manera, en el informe presentado por el Banco Mundial del índice Doing Business 2020, el país presentó descensos por segundo año consecutivo, en esta ocasión de 6 posiciones en el ranking, al ubicarse en el puesto 129 de 190 economías. El parámetro de evaluación peor ubicado es la apertura de negocios el cual se encuentra el puesto 177/190, mientras que, el registro de propiedades es el mejor ubicado para Ecuador cuyo puesto es 73/190.

En febrero del 2020, la calificadora de Riesgos Moody's redujo la calificación soberana de "B3" a "Caa1" y la perspectiva de negativa a estable para Ecuador. Entre los principales factores que Moody's consideró para la baja de la calificación es el limitado acceso a los mercados internacionales que tendría el país para emitir deuda en bonos, además de un calendario de amortizaciones de deuda por pagar "desafiante", que inicia en el 2022. Por otra parte, a la firma le preocupa que el costo para emitir deuda en los mercados internacionales le resulta alto al país. Además, señaló que el Gobierno se ha demorado en emprender las reformas requeridas en el marco del programa que firmó con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Otro factor que menciona el informe de Moody's es la resistencia que enfrenta el Gobierno ante los intentos de hacer ajustes y reformas en la política económica.

Mientras que la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's ha confirmado la nota de solvencia a largo plazo de Ecuador en "B-" con una perspectiva estable, la misma, expresó que espera que Ecuador continúe su lento progreso en su agenda política, enfocada a estabilizar y fortalecer la trayectoria fiscal del país y en el ámbito externo, también considera que el país mantendrá el acceso a los préstamos privados y oficiales, la agencia destacó que su perspectiva estable refleja el supuesto de un constante diálogo constructivo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y una continuidad en las políticas de cara a las elecciones, en un entorno de lenta recuperación económica e implementación del programa de ajuste. S&P indicó que se podría reducir la calificación del rating del país en los próximos 12 meses si se producen cambios en la política que deterioren la confianza de los inversores, o se eleven los desequilibrios fiscales más allá de sus expectativas.

Factor Económico y Social

Las proyecciones elaboradas por el Banco Central del Ecuador estiman un decrecimiento del PIB de -0.08% al cierre de las cuentas del 2019. El BCE en conjunto con el Banco Mundial elaboraron un estudio de evaluación de daños y pérdidas por el paro nacional ocurrido del 3 al 14 de octubre de 2019, en el que se estima que los daños y las pérdidas económicas ascienden a USD 821.68 millones y el impacto negativo en la previsión del PIB en términos constantes habría sido de 0.13%. Para el 2020 el BCE proyecta un crecimiento del 0.7% del PIB apalancado principalmente por la minería y para los próximos 2 años el crecimiento sería de 0.8% y 1.2%, según el Banco Mundial. Estas cifras de crecimiento reflejan un lento proceso de adaptación al escenario de bajos-moderados precios de petróleo luego del 2015. Además, la inversión privada no ha suplido la reducción de la inversión pública.

El ministerio de Economía y Finanzas envió a la Asamblea la proforma presupuestaria 2020 a finales de octubre 2019, la cual no logró conseguir los votos necesarios para su aprobación por lo que entró en vigencia a través del Ministerio de la Ley. La proforma presupuestaria 2020 proyecta una distribución de ingresos la cual corresponde el 7.64% a capital, 25.16% a financiamiento y 67.19% a ingresos corrientes. Los egresos corresponden a 8% a inversión, 13% a capital, 16% aplicación de financiamiento y el 63% a corrientes, asumiendo un precio del barril de petróleo de US\$51. Uno de los puntos más relevantes es que en la proforma se esperaba una disminución de la recaudación por impuestos por USD 1,080.58 millones, consecuentemente se planteaba una reducción de gastos de bienes y servicios de consumo por USD 452.46 millones y reducción de la masa salarial del sector público por USD 415.99 millones. No obstante, hay que considerar los efectos recaudatorios que tendría la nueva Ley de Simplificación y Progresividad Tributaria aprobada en diciembre de 2019.

El empleo adecuado al finalizar el 2019 se ubicó en 38.8%¹, una reducción en comparación a diciembre de 2018 (40.6%) y una de las cifras más bajas en el mes de diciembre desde que se tiene datos laborales comparables (2007). La tasa de subempleo mostró una diferencia estadísticamente significativa al incrementarse a 17.8% en comparación al mismo mes del 2018 (16.5%). Las cifras del mercado laboral ecuatoriano expresan la existencia de problemas estructurales en la generación de empleo adecuado.

¹ Diferencia estadísticamente significativa.

El gobierno actual ha definido cuatro pilares del llamado “Plan de Prosperidad”: 1. Consolidación fiscal; 2. Igualdad de oportunidades y protección social; 3. Empleo y reactivación productiva; 4. Manejo eficiente y transparente de recursos. El plan propuesto ha sido evaluado de forma positiva por parte de organismos multilaterales con los cuales el gobierno mantuvo reuniones de apoyo técnico. Por esta razón, en marzo de 2019, el FMI junto con otras 6 multilaterales aprobó un acuerdo de financiamiento por USD 10,279 millones durante los 3 años siguientes, dentro de los cuales Ecuador tendrá 11 revisiones hasta diciembre del 2021 para monitorear los indicadores de las metas fiscales², monetarias³ y de desempeño continuo⁴ del acuerdo.

El 1 de octubre de 2019 el gobierno anunció una serie de medidas para la reducción del déficit fiscal, particularmente eliminación de los subsidios a los combustibles donde se destinan actualmente alrededor de USD 1,500 millones. Posterior al anuncio, se iniciaron una serie de paralizaciones en el país que dejaron daños y pérdidas por USD 821.68 millones. Según el estudio elaborado por el BCE y Banco Mundial, el sector que reporta mayores afectaciones por las protestas es el productivo con daños y pérdidas que sumaron USD 465.84 millones entre los que se encuentran subsectores como la agricultura, industria, comercio, servicios y turismo. Le sigue el sector de infraestructura con USD 312.34 millones de daños y pérdidas que corresponden a los subsectores de transporte, energía e hidrocarburos, además de la infraestructura institucional. Otros sectores denominados como sector transversal y sector social suman pérdidas y daños por USD 39.94 millones y USD 3.52 millones, respectivamente.

El 10 de marzo de 2020 se anunciaron medidas económicas para recortar el gasto público, debido a la caída del precio del petróleo causado por la pandemia del coronavirus cuyos efectos han impactado en una menor demanda de crudo por las restricciones a la movilidad que varias zonas del mundo desarrollado han implementado. Entre estas medidas se plantea enviar a la Asamblea Nacional una propuesta para que aquellos ciudadanos que tengan vehículos evaluados en más de USD 20,000 paguen una contribución única de 5% sobre el avalúo, además de un recorte presupuestario adicional de USD 1400 millones de dólares, de los cuales USD 800 millones son de bienes y servicios y USD 600 millones en bienes de capital, la eliminación de la secretaria de juventudes, 4 agencias de regulación y control, 3 institutos, 3 empresas públicas, 4 secretarías técnicas, y la empresa de medios públicos, la fusión de los ministerios de telecomunicaciones y transporte, una aportación salarial solo aplicable a los servidores públicos, la gestión de nuevos créditos con instituciones de financiamiento internacional y un incremento del 0.75% a las retenciones en la fuente de impuesto a la renta en las empresas.

Factor Fiscal y de Endeudamiento Público

El 11 de marzo de 2019, el FMI aprobó el Acuerdo de Facilidad Extendida de Financiamiento (EFF) por un monto de USD 4,209 millones desembolsables hasta el 2021. El acuerdo según información oficial divulgada está orientado al respaldo de programas integrales que corrijan deficiencias estructurales, lo que difiere de un acuerdo tradicional tipo “stand by” que se enfoca en solventar problemas de balanza de pagos a corto plazo. El monto de financiamiento tendrá una tasa de interés de alrededor del 3%, un plazo de 10 años con 4 años de gracia. A este monto, se suman los que facilitarán otras 6 multilaterales⁵ por USD 6,070 millones a una tasa promedio de 3%, sumando como apoyo total USD 10,279 millones. De este monto, el 65% es de libre disponibilidad, mientras que, el porcentaje restante se encuentra atado a proyectos.

² Límites inferiores al balance no petrolero primario del SPNF y al gasto de asistencia social.

³ Límites inferiores respecto al cambio en el stock de Reservas Internacionales Netas.

⁴ Límites superiores en atrasos de pagos externos, y en el nuevo financiamiento directo bruto del BCE al SPNF y financiamiento indirecto al SPNF a través de la banca pública.

⁵ FMI= USD 4,209 millones; Banco Mundial= USD 1,744 millones; BID= USD 1,717 millones; CAF= USD 1,800 millones; FLAR= USD 280 millones; BEI= USD 379 millones; AFD= USD 150 millones.

Dadas las condiciones externas que se presentaban para el país, el acuerdo de financiamiento con el FMI y multilaterales es un apoyo de bajo costo y de largo plazo si se comparan las condiciones de financiamiento que el país había obtenido a través de la emisión de bonos desde su regreso al mercado de capitales en 2014. Adicional a esto, es importante añadir que este acuerdo no compromete activos del estado a futuro como ocurrió con los préstamos obtenidos en su momento desde China.

Hasta el tercer trimestre de 2019 se había recibido producto del acuerdo de financiamiento con el FMI alrededor de USD 900 millones en 2 pagos (pago al cerrar el acuerdo por USD 651.47 millones y otro pago de USD 250.14 millones en la primera revisión de metas). El último desembolso que se debió efectuar en octubre no se realizó debido a las movilizaciones causadas por el Decreto 883 en el cual se eliminaban los subsidios a los combustibles. En diciembre de 2019, después de la segunda y tercera revisión técnica realizada por el FMI y la aprobación de la Ley de Simplificación y Progresividad Tributaria, el FMI efectuó el tercer desembolso por USD 498.12 millones. No obstante, el desembolso que debía realizarse en marzo no se llevará a cabo debido a la suspensión de la revisión técnica del cumplimiento de metas. Ecuador y el FMI se encuentran en conversaciones para acordar nuevas fechas de desembolso, por lo que se espera que el cuarto y quinto desembolso lleguen juntos alrededor de junio 2020 como ocurrió en diciembre del 2019.

Al tercer trimestre de 2019, el déficit del Presupuesto General del Estado (PGE) se ubicó en torno al -2.26% sobre PIB, pero se espera que el déficit al final del 2019 se haya establecido por encima del 3% dado los pagos que el gobierno tiene que incurrir en el último trimestre de cada año. Las necesidades de financiamiento para el 2020 ascenderían a USD 6,000 millones para amortización de deuda y USD 3,384 millones para cubrir el déficit fiscal. Es considerable la rigidez de ajuste que mantienen las cuentas fiscales para lograr reducir en mayor medida el déficit en los próximos años, debido a la carga del gasto corriente (sueldos y salarios), los pagos de deuda, los subsidios a los combustibles y las transferencias al IESS. Al final del 2019, el FMI acordó realizar un relajamiento de metas, por lo que el ajuste global en la economía ya no será del 5% del PIB sino de 3.9%, una menor reducción de la deuda externa y una menor meta de reservas internacionales, meta que ya se había modificado en la primera revisión técnica.

El Ministerio de Economía y Finanzas incorporó una metodología de contabilización de deuda externa en la cual se incorpora dentro de la deuda externa las cifras de ventas anticipadas de petróleo, pasivos de derechos contractuales intangibles y los Derechos Especiales de Giro (DEG), mientras que, para la deuda interna se agregan las colocaciones de crédito del Banco de Desarrollo del Ecuador con el resto del sector público, las obligaciones no pagadas y registradas en presupuestos clausurados y otras cuentas por pagar con la seguridad social. A enero de 2020, la deuda pública total bajo la nueva metodología tuvo un saldo de USD 58,560 millones, representando el 53.40% del total del PIB, mientras que con la anterior metodología se habría ubicado en 49.73% del PIB.

Bajo las actuales circunstancias el gobierno enfrenta una política fiscal desafiante que tiene componentes de bajo crecimiento, umbral de déficit fiscal, bajo capital político y un considerable endeudamiento. Se debe continuar con el ajuste fiscal, perfeccionando la comunicación de las medidas de ajuste y considerando mecanismos de compensación para los sectores más vulnerables. Además de esto, se esperaría que el gobierno obtenga ingresos por monetización de activos del sector público y que continúe la sustitución de deuda externa cara y de corto plazo por deuda externa menos onerosa y a largo plazo, usando las alternativas de financiamiento disponibles hasta mejorar el ambiente para la inversión privada tanto interna como externa. De postergarse el ajuste fiscal se obligaría a la contratación de más deuda y promovería un esquema de insostenibilidad del endeudamiento público.

Factor Monetario y Financiero

Las reservas internacionales al final de febrero de 2020 alcanzaron un saldo de USD 3,280 millones. Esta cuenta ha presentado importantes incrementos desde inicios del 2019, alcanzando un máximo

de USD 5,130 millones en septiembre 2019. A diciembre de 2019, las reservas internacionales cubren el 94% del sistema de reservas OSD más canje y el 65% del sistema de reservas financieras más canje, mostrándose un deterioro en la cobertura de este último con respecto a diciembre 2019. Las reservas internacionales continúan dependiendo de los flujos de deuda que pueda obtener el gobierno.

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0.07%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado largos periodos de bajas inflaciones, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas espera que la inflación se situó en 0.84% al final del 2020. La inflación anual en febrero 2020 fue de -0.23%,

El crédito al sector privado (empresas y hogares) sobre el PIB del sistema financiero (OSD+OSF) terminará al final del año con un saldo de colocación mayor al de 2018, esto denota que a pesar de las dificultades económicas el acceso al financiamiento ha continuado creciendo. No obstante, a lo largo del 2019 el crecimiento del crédito sufrió una desaceleración producto de un menor crecimiento en las principales fuentes de fondeo locales y para sostener el continuo otorgamiento de créditos los bancos han obtenido fondeo internacional. A enero de 2020, el crédito al sector privado de las OSD y OSF se ubicó en USD 44,563 millones, 40% del PIB.

Equilibrio Externo y Balanzas de Pagos

Respecto al sector externo, la cuenta corriente presentó un resultado negativo de USD -380.47 millones al tercer trimestre de 2019, este valor se ve influido por el saldo negativo en la balanza de servicios y en la de renta, ya que la balanza de bienes muestra una ligera ventaja en las exportaciones. Por su parte, la cuenta de capital y financiera tuvo un superávit de USD 2,043.62 millones. Cabe indicar que al final del último trimestre se producen salidas por pagos de deuda y la inversión extranjera se mantiene en bajos niveles en relación al PIB, por lo que el resultado de la cuenta de cuenta de capital y financiera continuará dependiendo del flujo de deuda adquirido.

Al tercer trimestre, la balanza comercial presentó un superávit de USD 310.74 millones, no obstante, desagregando este resultado se obtuvo que la balanza no petrolera tuvo un déficit de USD -3,064 millones y la balanza petrolera se ubicó en USD 3,375 millones, situación que denota que el superávit obtenido en la balanza comercial se debe a las exportaciones petroleras.

El brote de la nueva enfermedad denominada “Coronavirus” (COVID-19) ha desacelerado la economía mundial, con alrededor de 140,000 infectados y más de 5,000 muertes durante la segunda semana de marzo 2020, convergiendo en el colapso del mercado de valores internacional, debido a la caída del precio del petróleo en un 25%. A nivel local, el banano, las flores y los residuos alimentarios (harina de pescado y de camarón) son los tres productos primarios que muestran un declive en las exportaciones, según reportan fuentes gremiales. La falta de liquidez también golpea al sector exportador debido al atraso en los pagos desde China.

Desde la aprobación del acuerdo con el FMI y multilaterales en marzo de 2019, el indicador de riesgo país venía situándose en torno a los 500 y 700 puntos. Luego de la aprobación del Decreto 883 y las posteriores protestas que se suscitaron durante más de 10 días en el mes de octubre, el riesgo país se ubicó arriba de los 700 puntos, continuando al alza durante noviembre y diciembre, alcanzando un máximo de 1418 puntos en dichos meses. En la primera mitad de marzo de 2020, debido a la caída del precio del crudo WTI que cayó un 26.1%, ubicándose alrededor de los 30 dólares por barril, el riesgo país de Ecuador se disparó hasta los 3245 puntos, siendo el puntaje más alto de los últimos 10 años. Esto ocasionó además que el precio de los bonos ecuatorianos se desplome, siendo el que más cayó dentro de los mercados emergentes.

El alto riesgo país influiría negativamente en el costo de financiamiento para la adquisición de nueva deuda, ya que a pesar del acuerdo con el FMI y las multilaterales, Ecuador no ha cerrado la vía de financiamiento en los mercados de capitales, por lo que en septiembre de 2019 se volvieron a emitir

bonos por USD 2,000 millones en dos tramos a tasas de 7.875% y 9.50% con un plazo de 5 y 10 años, respectivamente. Además, en un contexto de dificultades para financiarse en el mercado interno, Ecuador mantiene su dependencia de la deuda pública externa para cubrir sus necesidades de financiamiento.

Finalmente, considerando las variables externas más relevantes que influyen en la economía ecuatoriana se espera que la Reserva Federal de Estados Unidos logre contrarrestar la caída del mercado bursátil y los efectos negativos sobre la economía que está generando el coronavirus. En general, se prevé un mayor protagonismo de los bancos centrales más importantes del mundo.

Tabla 5. Indicadores de Entorno Económico Histórico

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Fecha de corte
INDICADORES POLÍTICO-INSTITUCIONALES							
Índice de Competitividad Global	n/a	76 / 140	91 / 138	83/140	86/140	90/141	2019
Doing Business	135 / 189	115/ 189	117/189	118/190	123/190	129/190	2019
Índice de Percepción de Corrupción	110 /174	107 / 167	120 / 176	117/180	114/180	-	2018
Índice de Democracia	79 / 167	83 / 167	82 / 167	76 / 167	68/167	-	2018
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES							
PIB nominal (millones \$)	101,726	99,290	99,938	104,296	107,562	81,273	sep-19
PIB real (dólares 2007) (millones \$)	70,105	70,175	69,314	70,956	71,871	54,083	sep-19
PIB real per cápita (dólares 2007) (\$)	4,374	4,311	4,194	4,229	4,222	4,172	Estimación
Crecimiento PIB real (%)	3.8	0.1	-1.2	2.4	1.3	-0.08	Estimación
Inflación anual (%)	3.7	3.4	1.1	-0.2	0.27	-0.07	dic-19
Empleo pleno o adecuado (%)	49.3	46.5	41.2	42.3	40.6	38.8	dic-19
Subempleo (%)	12.9	14.0	19.9	19.8	16.5	17.8	dic-19
Otro empleo no pleno (%)	26.8	26.4	25.1	24.1	28.8	28.0	dic-19
Empleo no remunerado (%)	7.1	7.7	8.4	9.0	9.9	10.9	dic-19
Desempleo (%)	3.8	4.8	5.2	4.6	3.7	3.8	dic-19
Pobreza por ingreso (%)	22.5	23.3	22.9	21.5	23.2	25.0	dic-19
Índice Gini	0.467	0.476	0.466	0.459	0.469	0.473	dic-19
Salario básico unificado (\$)	340	354	366	375	386	394	2019
INDICADORES FISCALES							
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-5.2	-6.0	-7.3	-4.5	-1.2	0.2	oct-19
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-6.3	-3.97	-5.6	-5.9	-3.7	-2.3	sep-19
Ingresos SPNF/PIB (%)	38.4	33.6	30.3	32.0	36.1	28.4	oct-19
Gastos SPNF/PIB (%)	43.6	39.5	37.7	36.5	37.3	28.1	oct-19
Servicio de la deuda / PIB (%)	4.9	7.4	8.1	9.1	7.7	8.1	sep-19
Deuda pública interna / PIB (%)	12.3	12.6	12.5	14.2	12.5	14.5	dic-19
Deuda pública externa / PIB (%)	17.3	20.4	25.7	30.4	32.6	38.0	dic-19
Deuda pública / Ingresos SPNF (%)	77.2	97.6	125.8	139.2	127.2	183.8	oct-19
Intereses / Ingresos SPNF (%)	2.6	4.1	5.1	6.6	6.9	7.1	sep-19
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS							
Oferta Monetaria M1 (millones \$)	18,695	19,042	22,635	24,531	25,260	25,364	nov-19
Liquidez Total M2 (millones \$)	40,104	39,651	46,188	50,791	53,665	56,101	nov-19
Tasa de interés activa (%)	8.20	9.10	8.10	7.83	8.69	8.78	dic-19
Tasa de interés pasiva (%)	5.20	5.10	5.10	4.95	5.43	6.17	dic-19
Depósitos a la vista b. privada (millones \$)	19,013	15,888	19,165	19,912	19,457	19,764	dic-19
Depósitos a plazo b. privada (millones \$)	7,861	7,402	8,309	9,439	10,388	12,374	dic-19
Créditos al sector privado (millones \$)	29,131	28,162	29,886	34,743	39,980	44,179	nov-19
Reservas Internacionales (millones \$)	3,949	2,496	4,259	2,451	2,677	3,397	dic-19
INDICADORES EXTERNOS							
Balanza comercial / PIB (%)	-0.7	-2.1	1.2	0.09	-0.48	0.38	sep-19
Importaciones FOB / PIB (%)	26.0	20.6	15.6	18.25	20.09	20.16	sep-19

Exportaciones FOB / PIB (%)	25.3	18.5	16.8	18.34	20.57	20.54	sep-19
Cuenta corriente / PIB (%)	-0.5	-2.2	1.3	-0.3	-1.4	-0.47	sep-19
Cuenta de capital y financiera / PIB (%)	0.3	0.7	-0.01	-1.3	1.4	2.51	sep-19
Inversión Extranjera Directa / PIB (%)	0.8	1.3	0.8	0.6	1.4	0.75	sep-19
Riesgo País (al final del periodo)	833	1266	647	459	826	826	dic-19

Fuentes: World Economic Forum, B.M., Transparency International, The Economist Intelligence Unit, Ámbito, INEC, BCE.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector manufacturero es el sector que más ingresos aporta a la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 13% del PIB. Cuenta con una infraestructura de producción que permite la elaboración de bienes con un mayor nivel agregado y, por ende, cuentan con una ventaja de diferenciación. Sin embargo, el sector se caracteriza por tener mayor presencia en ramas intensivas en recursos naturales y mano de obra que en las ramas intensivas en ingeniería.

Según los últimos datos del Laboratorio Empresarial del INEC publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) en el 2018 se registraron 88,925 empresas de diferentes actividades económicas, de los cuales 7,740 corresponden a manufacturas, mientras que el subsector de elaboración de productos alimenticios registró 1,501 empresas y representa el 19.4% del total de empresas de manufactura. En relación al nivel de concentración de la industria, el subsector de elaboración de productos alimenticios posee niveles bajos de concentración, ya que el índice K4 indicó que las 4 empresas más grandes concentran el 17.04% del mercado. Además, el 41.66% de la producción local de esta industria se destina a los mercados internacionales.

En la ENDEMDU⁶, a diciembre del 2019, el sector manufacturero (incluida refinación de petróleo) participa con el 10.3% del total de empleos a nivel nacional, en comparación al 10.7% presentado en diciembre del 2018. La participación con respecto al empleo adecuado/pleno es del 12.4% frente al 12.5% de diciembre del 2018.

Entre las debilidades más notorias de la industria están: un significativo nivel de elasticidad/precio de los productos, la ausencia de un nivel organizativo de productores que sea relevante a escala nacional, los pagos oportunos y negociaciones de largo plazo a través de la cadena y ausencia de certificaciones de calidad o mecanismos de diferenciación del producto hacia el consumidor.

Por otro lado, se presentan oportunidades como, por ejemplo, que el nivel de población, ingreso disponible y consumo de alimentos continúan en crecimiento, los mercados de nicho en el extranjero que demandan cárnicos producidos en sistemas tradicionales de alimentación por pastos, el surgimiento de fuentes alternativas de ingresos para las actividades en el campo, como provisión de servicios ambientales, agroforestería y turismo.

Finalmente, las amenazas más relevantes están la percepción de un segmento del público sobre potenciales efectos adversos de las carnes rojas sobre la salud humana, la alta exposición de las actividades agropecuarias a efectos nocivos del cambio climático y las dificultades para entrar en mercados externos por apreciación del dólar o requerimientos regulatorios.⁷

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

Desde el 2009 al 2018, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio de 2.4%, cifra inferior al crecimiento promedio del PIB que es de 2.9% durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía entre el 11% y 12% del total del PIB, siendo uno de los tres sectores más importantes del país. Según las cifras preliminares publicadas por el Banco Central del Ecuador, el

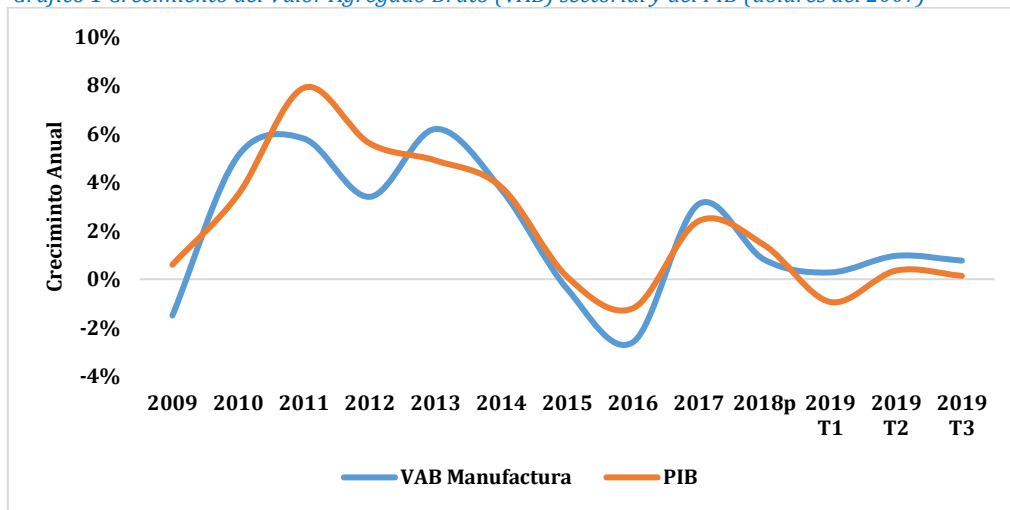
⁶ Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo-ENEMDU

⁷ Industria de Ganadería de Carne, Junio 2017; MarketLine Global InduRep

El PIB presentó un decrecimiento del 0.06% al tercer trimestre del año 2019 mientras que el sector manufacturero que no incluye a la refinación de petróleo registró un crecimiento de 1.7% en su VAB. La expectativa de cierre para el año 2019 es de -0.08% para el PIB.

El sector se vio afectado en los años 2009, 2015 y 2016, años en donde se aplicaron mayores restricciones a las importaciones, también fueron años recesivos para la economía y al ser un sector procíclico este se ve afectado directamente por la recesión y lo cual afectó al acceso de materias primas y bienes de capital necesarios para la producción. Las industrias manufactureras que tuvieron un mayor dinamismo fueron: procesamiento y conservación de pescado (9.0%), procesamiento y conservación de camarón (7.2%), elaboración de cacao, chocolate y productos de la confitería (6.6%), fabricación de sustancias y productos químicos (6.4%).

Gráfico 1 Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Considerando las 10 empresas⁸ que más ingresos generaron dentro de la misma actividad económica de Aditivos y Alimentos SA ADILISA⁹ las ventas reales en el 2018 fueron de US\$ 400,56 millones de dólares, que representa un crecimiento del 10.13% con respecto al 2017. La variación de la ratio EBITDA/Ventas fue -10.17% en el 2018. En consecuencia, el grado de ciclicidad de las ventas y la rentabilidad se evalúa como moderado.

Tabla 6. Indicadores Generales

Año	Ventas Millones de USD	Ventas Reales Millones de USD (Precios del 2007)	Δ% Ventas Reales	EBITDA/Ventas (%)	Δ% EBITDA/Ventas
2016	\$ 470.22	\$ 326.13	-	1.48%	-
2017	\$ 534.60	\$ 363.71	11.52%	1.60%	7.79%
2018	\$ 603.61	\$ 400.56	10.13%	1.43%	-10.17%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

⁸ Se consideraron las siguientes empresas: Gisis S.A., Pollo Favorito S.A. POFASA, Bioalimentar Cía. Ltda., Balanceados Nova S.A. BALNOVA, INPROSA Industrial Procesadora Santay S.A., Alimentos Balanceados AVIFORTE Cía. Ltda., Avipaz Cía. Ltda., Productos Balanceados Coprobalan S.A., DSM Nutricional Products Ecuador S.A., Aditivos y Alimentos S.A.

⁹ Se consideró el código CIU (Clasificación Industrial Internacional Uniforme) C1080.02 que define la actividad principal de Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA. como: Fabricación de alimentos preparados para animales de granja (aves, ganado vacuno, porcino, etcétera), animales acuáticos, incluidos alimentos concentrados, suplementos alimenticios, la preparación de alimentos sin mezclar (elaborados a partir de un único producto) y los obtenidos del tratamiento de desperdicios de mataderos.

Análisis de las principales regulaciones del sector

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción. Por lo tanto, las restricciones comerciales como las salvaguardias tienen efectos negativos en este sector.

En el Código de la Producción existen beneficios tributarios para las inversiones que pertenezcan a lo que se denominan las “industrias básicas”. Esto les permite gozar de reducciones de impuestos que afectan positivamente el crecimiento de estas empresas y consecuentemente incrementen la competitividad de la industria.

Desde enero de 2017, el Acuerdo Comercial entre la Unión Europea y Ecuador es una realidad, lo cual significa una reducción asimétrica y gradual de aranceles para ambas partes. Dentro de los productos que se benefician de dicho acuerdo se encuentran productos farmacéuticos que se liberalizaron de manera inmediata. No obstante, ciertos productos como: vendas, algodón hidrófilo, adhesivos estériles y una gama de medicamentos correspondiente al área oncológica o para el tratamiento de VIH que mantiene un esquema de desgravación de 5 y 10 años.

En agosto del 2018 la Asamblea Nacional aprobó la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal. Dentro de las medidas que pueden tener potenciales efectos positivos sobre este sector se encuentra la remisión tributaria en entidades como SRI e IESS, exoneraciones tributarias para nuevas inversiones manufactureras, incentivos para las exportaciones y la eliminación del anticipo mínimo del impuesto a la renta.

En abril 2019, se aprobaron 11 contratos de inversión por el Comité Estratégico de Promoción y Atracción de Inversiones (CEPAI) en diferentes sectores de la economía. El objetivo de estas inversiones apunta al incremento de productividad en industrias manufactureras, agroindustriales, agrícolas y acuícolas. Dentro de estos proyectos se considera la producción de balanceados, piscinas camaroneras, compra de maquinarias, construcción de plantas industriales, obras civiles, entre otros; totalizando un monto de inversión de 156 millones de dólares¹⁰.

Según estudios realizados por el Banco Central del Ecuador en conjunto con el Banco Mundial con el fin de estimar las pérdidas ocasionadas del 3 al 14 octubre del 2019 determinaron que el valor de las afectaciones derivadas de la movilización ascendió a USD 821,68 millones. A nivel de subsectores, el comercio es el que resultó con mayor afectación, al registrar pérdidas por USD 196,66 millones, representando el 23.90% del total de pérdidas, seguido por energías e hidrocarburo, USD 186,97 millones (22.80%), turismo representó el 10.00% con USD 82,26 millones, industria con USD 78,24 millones (9.50%) y el de transporte con USD 76.74 millones entre los más relevantes.¹¹

El 9 de diciembre del 2019, la Asamblea Constituyente aprobó la ley de Simplificación y Progresividad Tributaria, con 83 votos a favor 8 en contra y 37 abstenciones, entre las más importantes se resaltan: Se establece que creará una contribución temporal a las sociedades con ingresos gravados, en 2018, mayores a un millón de dólares, también quienes perciben ingresos mayores a 100 000 dólares: solo podrán deducir de su Impuesto a la Renta los gastos correspondientes a enfermedades catastróficas, huérfanas o raras, la remisión de pago de intereses, intereses por mora y costas judiciales en operaciones de crédito para los sectores agrícola, pecuario y pesquero que hayan contratado créditos con la Corporación Financiera Nacional y BanEcuador hasta por 100 mil dólares de capital inicial, el régimen impositivo simplificado para las microempresas y un régimen de impuesto único para el sector agropecuario, tarifa cero% IVA para insumos y maquinaria agrícola, flores, papel periódico y revistas, reducción de ICE para fundas recicladas, biodegradables y compostables, remisiones de intereses, multas y recargos derivados de

¹⁰ USD 156 millones en nuevos contratos de inversión para Ecuador – Ministerio de Producción Comercio Exterior, Inversión y Pesca; abril 2019.

¹¹ Paralización de octubre de 2019 dejó daños y pérdidas por USD 821,68 millones – Banco Central del Ecuador; enero 2020

créditos educativos y becas, entre otros, con la aprobación de dicho proyecto, se busca recaudar 620 millones.

La medida aprobada el 9 de diciembre del 2019 recaerá en los sectores de comercio, manufactura, ganadería y silvicultura, transporte y construcción, siendo las principales ramas de la economía ecuatoriana, debido a que albergan el mayor número de empresas que facturan más de un millón de dólares y que por ello deberán entregar la contribución única temporal (entre 2020-2023), con el propósito de disminuir el déficit del fisco. El sector manufacturero cuenta con 1351 empresas que generan más de un millón de dólares, que representa el 13.8% de un total de 9808 empresas¹²

RIESGO POSICIÓN DEL EMISOR

De acuerdo con los estados financieros auditados del 2018 por la firma TAX FINANCIAL LEADERS del Ecuador TFL S.A., la compañía se constituyó en la ciudad de Guayaquil el 8 de mayo de 2000 e inscrita en el registro mercantil el 30 de agosto del mismo año.

El emisor mantiene vigente la Segunda y Tercera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores, cuyo detalle y saldos se presenta en la tabla a continuación:

Tabla 7. Emisiones en circulación ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

	Monto de la emisión	Saldo de la emisión	Vencimiento
Segunda Emisión	US\$ 2,500,000.00	US\$ 1,354,163.00	2023
Tercera Emisión	US\$ 1,700,000.00	US\$ 1,410,209.90	2024

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El saldo de la Segunda y Tercera Emisión al 31 de enero de 2020 fue de US\$ 2,764,372.90 dólares de los Estados Unidos de América.

Posición Competitiva del Emisor

En el segmento específico en el que se desenvuelve ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA existen muy pocos oferentes del tipo de productos que la empresa se ha especializado (elaboración de aditivos para alimentación animal, acuícola y de granjas). La empresa define como su competencia a los importadores de productos similares, no obstante, caen dentro de este segmento también empresas manufactureras de alimentos preparados para animales de granja (ganado, vacuno, porcino, etc.).

Las ventajas comparativas y competitivas son:

- La empresa dispone de una de las fábricas de micro ingredientes más modernas de la región.
- Innovación, especialización en su mercado y soluciones con tecnología de punta.
- Trazabilidad del 100% de los ingredientes usados, así como la automatización de los procesos.
- Servicio personalizado al cliente.
- Oferta de productos con una propuesta de valor incluido.

Tabla 8. Certificaciones vigentes

Certificación	Propósito/Alcance
<u>Nacionales</u>	
Certificado de Agrocalidad	Actividades autorizadas: fabricante, formulador, importador, exportador y comercializador.
Certificado HACCP	Elaboración de productos de insumo acuícola (polvos).
<u>Internacionales</u>	
ISO 9001:2015	Diseño, desarrollo y procesamiento de aditivos y productos nutricionales para la industria animal. Comercialización de productos

12 Pago único por la Ley de Simplificación Tributaria recaerá más en las áreas de comercio y manufacturas- El Universo -2019

	nutricionales para la alimentación de animales y la industria alimenticia.
GMP - SGS	Procesamiento de aditivos y productos nutricionales para la industria animal. Comercialización de productos nutricionales para la alimentación de animales y la industria alimenticia.
OHSAS 18001:2007	Procesamiento de aditivos y productos nutricionales para la industria animal. Comercialización de productos nutricionales para la alimentación de animales y la industria alimenticia.
BASC	Actividades de venta al por mayor de alimento para animales en Guayaquil, Ecuador.

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los 10 principales clientes en el mes de enero de 2020 y su participación en las ventas son:

Tabla 9. Principales Clientes

Cliente	% Participación	Tipo Relación
INBALNOR	31%	No relacionada
AVÍCOLA DEL PACÍFICO S.A.	6%	No Relacionada
FARMAYAH CÍA. LTDA.	4%	No Relacionada
Iván Rodríguez	4%	No relacionada
PRONACA	3%	No relacionada
ALIMENTSA	3%	No relacionada
BIOMARCELI S.A.	2%	No relacionada
Servicios Avícolas S.A. de C.V.	2%	No relacionada
AGRIPAC	1%	No relacionada
DISMAPRIAL	2%	Relacionada
Otros	42%	

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las políticas de crédito y cobranza de la compañía se encuentran definida en un manual en el que se detallan cuáles son los requerimientos necesarios para que los clientes del mercado nacional puedan acceder a un crédito en ADILISA. Luego de completada la documentación y con el visto bueno del departamento, los cupos son asignados basado principalmente en el movimiento de crédito y forma de pago. Por otro lado, con compañías relacionados la política de cobro es de 60 días.

En cuanto a proveedores, de acuerdo con la información remitida por la empresa ADILISA no cuenta con una política de cuentas por pagar definida, sin embargo, la posición competitiva de la empresa le permite manejar un poder de negociación moderado, en donde los proveedores se adaptan a su ciclo de producción,

Los principales proveedores en el mes de diciembre de 2019 son:

Tabla 10. Proveedores Locales

Proveedor	% Participación
MINMETECECECUADOR CÍA. LTDA.	6.24%
FEEDPRO S.A.	6.04%
LA FABRIL	4.58%
Castillo Bustamante Antonio Eduardo	4.13%
FIDESBURO CÍA. LTDA.	3.56%

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 11. Proveedores Extranjeros

Proveedor	% Dependencia	País
ADISSEO FRANCE S.A.S.	24.00%	Francia
ORFFA ADDITIVES B.V.	19.00%	Alemania
FIPHARM CO. LIMITED	5.00%	China
INDUSTRIAS QUÍMICAS REAL S.A.	4.00%	Colombia
NINGBO DISTANT CHEMICALS CO. LTD.	3.00%	China

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Luego de listar las ventajas competitivas y comparativas, los principales clientes y proveedores e identificar los competidores directos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, se puede realizar un breve análisis sobre las fuerzas competitivas.

En el año 2019 se realizaron inversiones en adiciones de maquinaria, vehículos y obras en proceso por US\$ 170,123.55, US\$ 369,291.62. Además, existen también obras en proceso que ascienden a US\$ 64,927.08. En la última década se evidencia una evolución en los niveles de ventas obtenidos por ADILISA, los cuales son el resultado de las inversiones realizadas, tanto en propiedad planta y equipo como en capital de trabajo y en el desarrollo de personal especializado para las actividades de producción y control de calidad. Todos estos factores sumados a la especialización de la empresa en su nicho de negocio se constituyen en importantes barreras de entrada para que nuevos competidores en la industria entren al negocio o capten participación, a esto se suma que existen muy pocos oferentes del tipo de productos que la empresa se ha especializado (elaboración de aditivos para alimentación animal, acuícola y de granjas). Es importante mencionar que, ADILISA participa y ofrece sus productos en varias líneas de negocios por lo que entre sus principales clientes se encuentran importantes empresas con sus propias cadenas de distribución tales como ALIMENTSA, PRONACA y AGRIPAC. Además, en el mes de enero de 2020 existe una concentración importante del 31% con el cliente INBALNOR por lo que actualmente el poder de compra de los clientes es alto.

Por otro lado, respecto a los proveedores, la cartera de ADILISA posee una concentración en proveedores nacionales baja, en donde, el proveedor MINMETECUADOR CIA. LTDA. posee una participación de 6.24%, además, es importante mencionar que los proveedores extranjeros son también significativos (55% de participación), convirtiéndose esto en un factor de riesgo para ADILISA dadas las condiciones adversas relacionadas al actual brote de corona virus a las que están expuestas los países europeos que forman parte de la cartera. La amenaza de productos sustitutos es baja, debido principalmente a que existen pocos oferentes de productos que puedan sustituir las características específicas de los producidos manufacturados por ADILISA, siendo su principal amenaza los productos importados.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas, Tamaño y Participación de Mercado

La participación del mercado de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA hasta enero de 2020 fue proporcionada por la empresa en cada una de sus líneas de negocios.

Tabla 12. Participación de mercado ecuatoriano

Empresas	% Participación
Línea Avícola	25%
Línea Porcina	10%
Línea Ganadera	2%
Línea Acuícola	60%

Fuente: Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Sus principales líneas de productos se derivan de la especialidad de la empresa (desarrollo, fabricación y comercialización de aditivos y alimentos pre iniciadores para la industria animal), estas líneas son: avícola, porcina, ganadera y acuícola.

Aditivos: Productos suplementarios para ser incluidos en la formulación con el fin de mejorar el valor nutricional del alimento, salud animal y rendimiento productivo, creados a partir de materias primas.

Núcleos y premezclas: Las premezclas son complementos de vitaminas y minerales. Los núcleos son complementos para ser incluidos en la formulación, con el fin de mejorar el valor nutricional del alimento, salud animal y rendimiento productivo.

Alimentos completos: Productos que satisfacen todos los requerimientos alimenticios de una especie animal en una etapa específica. Son una mezcla de macro y micro ingredientes cuya composición contiene el balance nutricional necesario.

Analizando los últimos tres años, partiendo de las proyecciones estructuradas en el proceso inicial de la segunda emisión. Se tienen que en el año 2017 a pesar de que no logró el cumplimiento total de ventas proyectadas para ese año, luego de una recesión fuerte en el año 2016 en donde la economía ecuatoriana se vio afectada en todos sus sectores, las ventas reales fueron de 12,2 millones de dólares, un cumplimiento presupuestario del 86% que representó un decrecimiento de 10.06% en las ventas respecto al 2016. En el 2018, periodo en el que las expectativas de ventas superaban los 14 millones de dólares, con resultados reales al finalizar ese mismo año las ventas se ubicaron en 14,5 millones de dólares y un crecimiento de 18.30% respecto al 2017.

Luego del crecimiento en ventas logrados en el 2018 y conscientes de la situación del sector, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA proyectó un crecimiento optimista en sus ingresos para el 2019 en alrededor de un 8.7%, debido principalmente a la expectativa de ventas provenientes de la nueva estructura comercial planificada, incluyendo un programa de capacitación técnica al personal. Sin embargo, con resultados reales internos del 2019, se evidencia que el crecimiento real de ingresos fue de 6.24%, en tanto que la rentabilidad operativa aumentó en 1.60 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2018.

Tabla 13. Estadística de Ventas por Líneas de negocio – Acumulado DICIEMBRE 2019

Línea de Negocio	2017		2018		2019		%Variación Mensual	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	Δ 17 - 18	Δ 18 - 19
Venta de Bienes	10,068,957	82.1%	12,099,223	83.4%	10,165,942	86.7%	20.16%	-15.98%
Exportación de bienes	2,169,588	17.7%	2,406,283	16.6%	1,551,191	13.2%	10.91%	-35.54%
Arriendo de oficinas	22,600	0.2%	-	0.0%	-	0.0%	-100.00%	-
Otros	-	0.0%	-	0.0%	15,046	0.1%	-	-
Total	12,261,145	100.0%	14,505,506	100.0%	11,732,179	100.0%		

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Respecto a cada una de las líneas de negocios de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA se tiene que históricamente la línea de Venta de bienes es la que aporta con los mayores ingresos, esta línea representó en promedio un 84% del total de ventas en los últimos 3 años, esto de acuerdo con información obtenida por parte del emisor, seguido por la línea de exportación representando un 15% en promedio. De acuerdo con las últimas proyecciones actualizadas para el proceso de actualización, se tiene que para el año 2020 esperan lograr ventas de por lo menos 16 millones por lo que es crucial que la empresa comience a rentabilizar las inversiones realizadas y alianzas de comercialización de productos obtenidas.

Eficiencia Operativa del Negocio

Tabla 14. Indicadores de eficiencia

Rotación		Promedio Competidores		ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA				
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	ene-19	ene-20
EBITDA margen	%	11.29%	9.91%	12.78%	9.81%	12.77%	10.24%	14.14%
Retorno Operativo de Ventas	%	10.10%	8.34%	10.39%	7.28%	8.88%	6.10%	11.33%
Rotación de cartera	x	5.92	5.69	3.92	4.32	4.31	0.35	0.51
Rotación de inventario	x	4.12	3.94	1.84	2.41	1.79	0.19	0.23
Rotación de proveedores	x	6.03	5.78	2.08	3.62	2.52	3.71	3.90
Días de cartera	d	61	63	92	83	84	86	59
Días de inventario	d	87	91	196	149	201	154	133
Días de proveedores	d	60	62	173	99	143	97	92
Ciclo de conversión de efectivo	d	88	92	115	133	142	143	99

C - Competidores.

Fuente: Informes Auditados e Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA y Superintendencia de compañía, valores y seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el año 2018 la empresa recaudó los créditos concedidos o cuentas por cobrar de los clientes unas 4.32 veces. El índice de rotación de cartera al 31 de diciembre de 2019 fue de 4.31 veces, en este sentido en el 2019 la empresa recaudó sus créditos en tiempos similares respecto al promedio de años anteriores. Por otro lado, en el último año fiscal la empresa se apalancó en mayores plazos con los proveedores, el indicador fue de 143 días por lo que tardó 44 días más respecto al 2018. Si se realiza una comparación con los principales competidores en el giro de negocio en el que se desenvuelve, el promedio de pago en el 2018 se ubicó en 62 días. El ciclo de conversión de efectivo fue de 133 días en el 2018, ubicándose sobre la media de sus competidores y de 142 días en el 2019. Por otro lado, el retorno operativo de la empresa se ubicó en un promedio de 8.85% en los últimos tres años analizados, mientras que el EBITDA margen fue un promedio de 11.79%.

En este sentido, en el 2019 además del incremento de las ventas, la empresa mejoró indicadores de rentabilidad, como resultado principalmente del menor crecimiento de los costos y gastos respecto a las ventas a diferencia de años anteriores. Además, los días de cartera se han mantenido en promedios similares y la rotación de inventario ha disminuido. La variación de los indicadores de rotación resultó en un crecimiento del ciclo de conversión de efectivo en el 2019.

Riesgo Operativo

En este sentido de acuerdo con el curso normal de sus negocios la compañía ha identificado los principales riesgos operativos, tales como riesgos financieros y riesgos en sus actividades operativas las cuales están relacionadas con el uso y manejo de maquinaria y equipo pesado. Con el objetivo de mitigar los riesgos operativos, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA cuenta con pólizas de seguro que cubren los ramos de:

- Incendio
- Robo y/o asalto
- Equipo y maquinaria
- Rotura de maquinaria

Rentabilidad del Negocio

Tabla 15. Indicadores Rentabilidad

Rentabilidad		Promedio Competidores		ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA				
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	ene-19	ene-20
ROA	%	6.70%	5.88%	4.04%	2.47%	4.23%	0.23%	0.66%
ROE	%	21.37%	10.49%	10.20%	5.91%	10.39%	0.55%	1.58%
Retorno neto de Ventas	%	4.52%	4.22%	4.93%	2.59%	4.81%	2.99%	6.56%

C - Competidores.

Fuente: Informes Auditados e Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA y Superintendencia de compañías, valores y seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando la capacidad de generación de beneficios por parte de la empresa se analizan distintos indicadores de rentabilidad.

Si se revisa el rendimiento sobre los activos (ROA) o capacidad de producir utilidades sobre los activos disponibles de los últimos años, se observa que este indicador se ubicó en 4.23% el último año del que se posee información anual actualizada. El promedio de este indicador entre competidores fue de 5.88% en el 2018.

En cuanto a rendimiento sobre el patrimonio (ROE), en el año 2018, por cada dólar invertido en el patrimonio de la empresa se generaba un rendimiento de 5.91%. El indicador se ubicó 10.39% en diciembre de 2019. Por último, el retorno neto de ventas de la empresa fue de 2.59% al cierre del 2018 y de 4.81% en el 2019.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, registra la siguiente nómina de accionistas:

Tabla 16. Accionistas

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Capital	% de Participación
1	0908792542	Sotomayor Reinoso Jenny Alexandra	Ecuador	\$ 245,000.00	49.00%
2	0906427398	Susá Talenti Jorge Luis	Ecuador	\$ 105,000.00	21.00%
3	0917548422	Susá Gómez Joan	Ecuador	\$ 75,000.00	15.00%
4	0917548414	Susá Gómez Jorge Luis	Ecuador	\$ 75,000.00	15.00%
Total				\$ 500,000.00	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, cuenta con un capital suscrito de US\$ 500,000.00 donde Sotomayor Reinoso Jenny Alexandra cuenta con un 49.00% de participación.

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Sotomayor Reinoso Jenny Alexandra también representa y es accionista en las siguientes empresas:

Tabla 17. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA	ACC
2	Activa	PROTEINAS NATURALES S.A. PROTENAT	ACC
3	Activa	SPRAZZO S.A.	ACC/SRL

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Susá Gómez Jorge Luis también representa y es accionista en las siguientes empresas:

Tabla 18. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	DIMOLFIN S.A.	ACC/RL
2	Activa	Transporte de Carga Sur TRANSCARSUR S.A.	ACC
3	Activa	FEEDPRO S.A.	ACC
4	Activa	Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA	ACC
5	Activa	PESQUERA PESCATECNA S.A.	RL

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Susá Talenti Jorge Luis también representa y es accionista en las siguientes empresas:

Tabla 19. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	Proteínas Naturales S.A. PROTENAT	ACC/RL
2	Activa	Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA	ACC/RL
3	Activa	CORDIREC S.A.	ACC/RL
4	Disoluc. Liquidac. No Insc. en RM	Reproductora del Pacífico REPROPACIFIC S.A.	RL

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Susá Gómez Joan también representa y es accionista en las siguientes empresas:

Tabla 20. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	DISMAPRIAL S.A. Distribuidora de Materia Prima Alimenticia	ACC/RL
2	Activa	CORDIREC S.A.	ACC
3	Activa	Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA	ACC/RL

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los administradores de la compañía registrados en el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros hasta el momento de la actualización son los que se muestran a continuación:

Tabla 21. Administradores

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Cargo	Periodo	Fecha de Nombramiento
1	0906427398	Susá Talenti Jorge Luis	Ecuador	Presidente	5	2019-01-02
2	0917548422	Susá Gómez Joan	Ecuador	Gerente	5	2019-01-02

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA no posee participación accionaria otras empresas

Tabla 22. Principales Ejecutivos

Empleado	Cargo
Joan Susá Gómez	Gerente General
Jorge Susá Talenti	Presidente
Diana Urgilés Castillo	Gerente Financiero
Karina Chiriboga	Contadora
Leonardo Briones	Gerente de Operaciones
Antonio Susá Sotomayor	Gerente de Ventas Internacionales
Oswaldo Leal Olivar	Director Comercial

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La planificación estratégica de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA en el 2019 tuvo como base el cumplimiento del presupuesto de ventas anual, el mismo que es revisado periódicamente de forma mensual.

Con el objetivo de dar cumplimiento a la estrategia de negocio corporativo se planificaron las siguientes actividades, las cuales se detallan con su cumplimiento

- Estructurar el departamento comercial, enfocado en la parte internacional (exportaciones).
- Capacitar en la parte comercial y técnica a cada una de las personas que conforman el equipo comercial, el modo de seguimiento de esta estrategia consiste en evaluaciones de aprendizaje en cada uno de los módulos.

Respecto a esto, y para constatar la efectividad de los planes y estrategias implementados durante el 2019, la empresa realizó la medición de crecimiento trimestral en las ventas de los últimos 5 años, resultando en que:

- Respecto al primer trimestre del 2019, la empresa reportó un crecimiento en ventas de 3.92% en relación con ese mismo periodo en el año 2018.
- Respecto al segundo trimestre del 2019, la empresa reportó un crecimiento en ventas de 13.00% en relación con ese mismo periodo en el año 2018.
- Respecto al tercer trimestre del 2019, la empresa reportó un crecimiento en ventas de 21.74% en relación con ese mismo periodo en el año 2018.
- Respecto al cuarto trimestre del 2019, la empresa reportó un crecimiento en ventas de 21.74% en relación con ese mismo periodo en el año 2018.

En relación con el año 2020 la expectativa de la empresa es lograr mejorar la productividad y eficiencia de la planta, para esto se han diseñado distintos objetivos:

- Mantener en 0 las reclamaciones por inocuidad.
- Atender prontamente los reclamos.
- Ahorrar en los procesos de compras.
- Cumplimiento de proyecciones de ventas mensuales.
- Mejorar la eficiencia y productividad de todos los procesos.
- Planes de capacitación.

Gobierno de la Corporación

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA cuenta con 96 empleados al 31 de enero de 2020.

Tabla 23. Empleados

Área	Nº Empleados
Administración	24
Ventas	21
Operativos	51
Total	96

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La empresa no registra obligaciones patronales en mora, ha cumplido con sus obligaciones tributarias hasta enero de 2020 y no registra deudas en firme. Además, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA no cuenta con sindicatos o comités laborales e informaron que dentro de la nómina actualmente laboran personas con capacidades especiales

Elaborar con dedicación soluciones nutricionales para contribuir al desarrollo de nuestros clientes

Visión

Participar en el mercado global de aditivos y productos nutricionales para la industria animal.

Valores Institucionales

- **Innovación:** Acercar conocimiento a los clientes, ofreciendo soluciones con tecnología de punta. Encontrarse en permanente generación de respuestas para satisfacer las crecientes necesidades de la industria.
- **Compromiso:** Cumplimos con el desarrollo de nuestro trabajo, siendo referentes en el sector.
- **Solidaridad:** Apuntar a que las alianzas establecidas sean duraderas y aporten valor a sus operaciones, permitiéndoles la participación exitosa dentro de un mercado cada vez más competitivo y exigente.

Tabla 24. FODA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estabilidad económica de la compañía. ▪ Amplia cartera de clientes. ▪ Innovación tecnológica en procesos de investigación. ▪ Formación al personal para mayor crecimiento profesional. ▪ Sistema de Gestión de calidad certificado OHSAS 2018, ISO 9001, ISO 22000 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nuevos mercados y segmentos. ▪ Oportunidad de crecimiento en el área de marketing para un mejor posicionamiento en el mercado. ▪ Diversificación de la cartera con clientes nacionales y extranjeros. ▪ Innovación.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Retrasos en respuesta a solicitudes comerciales de clientes. ▪ Falta de comunicación departamental. ▪ Precios competitivos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desastres naturales. ▪ Entrada de nuevos competidores. ▪ Inestabilidad económica regional. ▪ Implementación de políticas que afecten el desarrollo de la industria. ▪ Variaciones de precios internacionales.

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Investigación y desarrollo

En la empresa se ha estructurado un consejo de investigación y desarrollo, el cual está conformado por profesionales de élite, con mucha experiencia en el sector. Este departamento está orientado a ofrecer soluciones e innovación a partir de las nuevas tendencias y necesidades del mercado.

Certificaciones

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA cuenta con varias certificaciones de calidad, inocuidad, seguridad industrial y salud Ocupacional, por lo que los procesos de manufactura y apoyo están normados bajo políticas de gestión clara, medibles y orientadas a resultados. Todos los productos están elaborados con materias primas certificadas con los más altos estándares, supervisados por un sistema de control interno.

Talento Humano y Administración

El grupo de talento humano de la empresa despliega sus mejores recursos, capacidades y destrezas al servicio de los objetivos empresariales, bajo un compromiso de trabajo colectivo de excelencia propiciando también su propio desarrollo personal dentro de la organización. La directiva y sus ejecutivos tienen un profundo compromiso social de mejoras en el nivel de vida de sus trabajadores creando un ambiente laboral agradable que aporte la motivación necesaria para hacer cada día una mejor labor.

Política de Gobierno Corporativo

Hasta el 31 de julio de 2019, ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA no tiene implementados lineamientos de Gobierno Corporativo. Sin embargo, se mantienen reuniones frecuentes para revisar la situación de la empresa en temas de cumplimientos de presupuesto y rentabilidad.

Reuniones de la Administración

La empresa ha definido la periodicidad de las reuniones como: reuniones periódicas gerenciales para analizar la estructura organizativa en las diferentes áreas.

Estrategias de desarrollo de la compañía

La empresa histórica y constantemente elabora sus estrategias a partir de cuatro ejes fundamentales los cuales son el punto de partida para el desarrollo y optimización de sus operaciones, estos son:

- **Empresariales:** Lograr los mayores beneficios para sus accionistas en función de una empresa que actúa con responsabilidad social, cumpliendo con su misión y visión del negocio.
- **Sociales:** Proveer a sus trabajadores de desarrollo personal y bienestar familiar a través del trabajo diario, desarrollado en un ambiente armónico y de respeto mutuo.
- **Ambientales:** Apuntar a que las alianzas establecidas sean duraderas y aporten valor a sus operaciones, permitiéndoles la participación exitosa dentro de un mercado cada vez más competitivo y exigente.

Responsabilidad Social

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA informó que al momento no mantienen proyectos sociales en ejecución.

RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados por la firma TAX FINANCIAL LEADERS del Ecuador TFL S.A. para los años 2016, 2017 y 2018. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA con corte al 31 de enero de 2020.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Estructura Financiera

El total de **Activo Corriente** al 31 de diciembre de 2018 se ubicó en US\$ 8,210,662 esto fue un decrecimiento de 3.02% con respecto al 31 de diciembre de 2017. En el análisis comparativo del mes de diciembre de 2019 respecto a su similar periodo en el 2018, el total de activos de la empresa creció un 4.49%, este incremento impulsado principalmente por las cuentas por cobrar y propiedad, planta y equipo las que crecieron en un 64.00% y 5.89% respectivamente. En enero de 2020 el total de activos corrientes representó un 29.25% del total de activos.

La cuenta de efectivo y equivalentes decreció un 54.15% del 2017 hasta finalizar el 2018, esta cuenta la componen: efectivo en caja (US\$ 2,669), bancos locales (US\$ 247,532), inversiones (US\$ 35,324). Los saldos de esta última partida, de acuerdo con los estados auditados son inversiones que no tienen restricción alguna para su utilización inmediata. En el mes de diciembre de 2019 el valor de la cuenta de se ubicó en US\$ 472,350 un crecimiento de 65.43% respecto al 2018 y ubicándose finalmente en US\$ 988,092 en enero de 2020.

Tabla 25. Cuadro de Origen y aplicación de Fondos (COAF) – Activos

ACTIVOS	2018	2019	COAF 2018 – 2019
Activo Corriente	8,210,662	10,442,387	2,231,725
Efectivo y equivalentes de efectivo	285,525	472,350	186,825
Clientes y otras cuentas por cobrar	3,361,554	3,574,760	213,206
Activos por impuestos corrientes	713,546	1,150,641	437,095
Inventarios	3,850,037	5,244,636	1,394,599
Activo no Corriente	7,024,108	7,086,287	62,179
Propiedad, planta y equipo	6,853,742	6,837,911	-15,831
Activos Intangibles	137,699	196,049	58,350
Activos por impuestos diferidos	21,203	52,327	31,124
Otros Activos no corrientes	11,464	0	-11,464
ACTIVOS TOTALES	15,234,770	17,528,673	2,293,903

Fuente: Informes Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

El saldo neto de cuentas por cobrar incrementó en US\$ 233,052 del 2017 al 2018, De acuerdo con el informe de auditoría, la cuenta la componen: clientes locales (2,558,561), del exterior (US\$ 596,149), clientes relacionados (163,744), relacionadas (US\$ 38,083), empleados (US\$ 9,740) y otras cuentas por cobrar (US\$ 15,078). En el comparativo diciembre 2018 a diciembre de 2019 existió otro incremento de US\$ 213,206. De acuerdo con información interna, estas cuentas corresponden a ventas propias del giro de negocio en donde el principal cliente durante el mes de enero fue INBALNOR. En el mes de enero el saldo disminuyó ubicándose en US\$ 3,444,721 que representó el 19.77% del total de activos.

Al finalizar el 2018, las cuentas por cobrar relacionadas representaron el 1.32% del total de activos de la empresa, siendo el saldo más representativo la de DISMAPRIAL S.A. por US\$ 103,281 en el activo corriente. Esta cuenta de acuerdo con los estados financieros auditados corresponde a transacciones comerciales. En enero de 2020, las cuentas por cobrar relacionadas representaron el 0.67% del total de activos de la empresa.

De acuerdo con información del emisor, respecto a su cartera tanto de clientes como de relacionadas dada las características del producto de la empresa, los clientes manejan ciclos de pago muy específicos.

Tabla 26. Detalle cuentas por cobrar relacionadas – enero 2020

Cuentas por cobrar relacionadas corrientes	
<u>Empresa</u>	<u>Total</u>
DISMAPRIAL	\$ 55,716
REPROECSA	\$ 42,276
FEEDPRO	\$ 12,568
PROTENAT	\$ 5,678
TOTAL	\$ 116,238

Fuente: Informes Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Utilizando indicadores de rotación, se observa que: la empresa mantiene menores sus días de cobro respecto a los días de pago. Convirtió en 84 días las Cuentas por Cobrar en efectivo, rotando unas 4 veces en el año 2019 y pago a sus proveedores en 143 días. Tomando en consideración que las políticas de crédito y cobranzas definidas por la empresa debido a la particularidad del negocio son negociadas específicamente para cada cliente con crédito de hasta 6 meses, la rotación de cartera se mantuvo en el último año en el rango de promedios históricos manejados (un promedio de 4.5 veces).

Por otro lado, el ciclo de conversión de efectivo de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA fue de 142 días el último año fiscal, cuya variación esta explicada principalmente debido a que los días de inventario promedio se han incrementado y los días de cuentas por pagar aumentado también. La

variación de los indicadores de rotación resultó en un crecimiento del ciclo de conversión de efectivo en el 2019.

Tabla 27. Detalle Antigüedad Cuentas por Cobrar – enero de 2020

ANTIGÜEDAD DE CARTERA CLIENTES		
DESCRIPCIÓN	TOTAL	%
Por vencer:	\$ 2,734,963	82.29%
Vencida:	\$ 588,800	17.71%
0 - 30 días	\$ 209,270	6.30%
31 - 60 días	\$ 121,744	3.66%
61 - 90 días	\$ 13,987	0.42%
más de 90 días	\$ 243,798	7.34%
TOTAL	\$ 3,323,762	100.00%

Fuente: Informes Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Analizando la variación de la cuenta de inventarios, se tiene que existió un incremento de US\$ 1,394,599 del 2018 al 2019, cuando el valor de la cuenta se ubicó en US\$ 5,244,636. En referencia a esto como se evidencia en los indicadores de rotación, la rotación del inventario se mantuvo en promedios similares pasando de 149 días en el 2018 a 201 días en el 2019. El valor de la cuenta fue en diciembre de 2019 representó el 29.92% del total de activos de la empresa. El crecimiento de cuentas como inventario y cuentas por cobrar en los últimos periodos está relacionado al crecimiento de la operación, en el caso específico del inventario de materia prima el incremento se debe a la planificación estratégica de la compañía y el incremento de ventas locales. En enero de 2020 el nivel de inventarios se ubicó en un saldo de US\$ 4,903,833.

La compañía registra un saldo por concepto de activo por impuesto corriente que ascendió a US\$ 713,546 en diciembre de 2018, que corresponde a: impuesto a la salida de divisas (US\$ 596,988), retenciones en la fuente del IR (US\$ 116,558). En diciembre de 2019 se presentó un crecimiento del 61.26% en el valor de esta cuenta hasta ubicarse en US\$ 5,244,636 y representar el 29.92% del total de activos.

En los activos no corrientes, la cuenta de activos intangibles, con un saldo de US\$ 196,049 al 31 de diciembre de 2019, incluyen principalmente licencia de productos. El valor de la cuenta en enero 2020 incremento y el saldo fue de US\$ 197,038. Esta cuenta representó el 1.13% del total de activos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Por otro lado, en el análisis de la cuenta propiedad, planta y equipo de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA en el cuadro de origen y aplicación de fondos, ha existido un incremento en el valor de la cuenta en el último año fiscal del que se posee información auditada, el valor de la cuenta fue de US\$ 6,853,742, que representó un crecimiento de 44.99% respecto su similar periodo en el 2017. La misma cuenta se ubicó en un saldo de US\$ 6,837,911 en diciembre de 2019, lo que respecto al mismo mes en el año 2018 representó un decrecimiento de 0.23% y representó el 39.01% del total de activos de la empresa.

En lo que respecta a la distribución del **Pasivo** al 31 de diciembre de 2019, acorde a información de los estados financieros internos de la empresa, los Pasivos Corrientes se ubican en un valor de US\$ 6,535,701 y los Pasivos no Corrientes en US\$ 3,851,917.

Si se realiza un análisis retrospectivo en los **Pasivos**, la empresa hasta el 2019 ha basado sus operaciones con un nivel de pasivos orientado al corto plazo. En los periodos analizados el promedio de pasivos corrientes fue de un 62.02% total de los pasivos de la empresa.

La cuenta de obligaciones financieras se ubicó en un saldo de US\$ 1,799,758 al finalizar el 2019 una disminución de US\$ 87,871 respecto a diciembre de 2018. Estos saldos corresponden a la porción corriente de préstamos bancarios con distintos bancos locales. En el periodo más reciente del que se posee información, que es el mes de enero de 2020 las obligaciones financieras presentaron un saldo de US\$ 2,069,494, un crecimiento de 0.83% respecto a enero de 2019.

La cuenta de emisión de obligaciones e intereses por pagar. En el periodo más reciente del que se posee información, que es el mes de enero de 2020 presentaron un saldo de US\$ 663,709, un crecimiento de 91.67% respecto a enero de 2019. En conjunto las obligaciones financieras y de mercado de valores de corto plazo representaron el 15.69% del total de activos en enero de 2020.

Respecto al endeudamiento, el indicador deuda/activos, el cual relaciona la deuda financiera respecto al nivel de activos, fue de 30% en el 2019 (32% en el 2018), es decir, en el último año los activos crecieron en un 15.06%, y la deuda financiera creció también, pero en una menor proporción e influyó directamente en la reducción de este indicador de la empresa. La cobertura de la utilidad operativa sobre el gasto financiero se ubica por sobre la unidad en el 2019, manteniendo la estabilidad de los últimos años.

Los proveedores experimentaron una disminución de US\$ 1,024,148 en el saldo durante el periodo diciembre 2017 a diciembre de 2018 ubicándose en un saldo de US\$ 2,561,502. El desglose de la cuenta es como sigue: Proveedores locales (US\$ 596,581), Proveedores del exterior (US\$ 1,680,422), anticipos de clientes (US\$ 28,954) y otras cuentas por pagar (US\$ 255,545). Las cuentas por pagar comprenden principalmente importes pendientes de pago por la adquisición de materia prima relacionados con la actividad del negocio. Las cuentas por pagar se ubicaron en un saldo de US\$ 3,715,621 en diciembre de 2019, un crecimiento de 45.06% respecto al mes de diciembre de 2018.

Por concepto de pasivos por impuestos corrientes, distribuidos en el corto plazo, la cuenta fue de US\$ 84,879 en enero de 2020 con una participación de 0.49% en el total de activos de la empresa.

Tabla 28. Cuadro de Origen y aplicación de Fondos (COAF) – Pasivos

PASIVOS	2018	2019	COAF 2018 - 2019
Pasivo Corriente	5,155,712	6,535,701	1,379,989
Proveedores y otras cuentas por pagar	2,561,502	3,715,621	1,154,119
Obligaciones con instituciones financieras	1,887,629	1,799,758	-87,871
Obligaciones emitidas	449,394	852,832	403,438
Pasivos por impuestos corrientes	24,046	94,940	70,894
Obligaciones por beneficios a empleados	194,987	58,085	-136,902
Otros Pasivos Corrientes	38,154	14,466	-23,688
Pasivo no corriente	3,718,875	3,851,917	133,042
Cuentas por pagar diversas relacionadas	264,132	177,696	-86,436
Obligaciones con instituciones financieras	1,082,099	536,297	-545,802
Obligaciones emitidas	1,458,333	2,123,473	665,140
Obligaciones por beneficios definidos	472,067	555,420	83,353
Pasivos por impuestos diferidos	442,244	459,031	16,787
PASIVOS TOTALES	8,874,587	10,387,619	1,513,032

Fuente: Informes Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Por otro lado, los préstamos con entidades financieras y emisión de obligaciones distribuidas en el largo plazo al final del 2018 se ubicaron en un saldo de US\$ 1,082,099 y US\$ 1,458,333 respectivamente, y en diciembre de 2019 los saldos de las mismas cuentas fueron de US\$ 536,297 y US\$ 2,123,473 respectivamente. El saldo conjunto de estas dos cuentas en enero de 2020 fue de US\$ 2,635,165 representando el 15.12% en enero de 2019.

Se realiza un análisis de origen y aplicación de fondos para los años 2018-2019 del Patrimonio de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA al 31 de diciembre de 2018 el saldo fue de US\$ 6,360,183 representando el 41.75% del total del Pasivo + Patrimonio. Este saldo presentó un crecimiento de 12.28% para el 2019 con un saldo al 31 de diciembre de US\$ 7,141,054. En el último año fiscal, el monto de capital no varió ubicándose en US\$ 500,000.

La empresa ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA registra ingresos en varias unidades de negocio, siendo las ventas de la línea de venta de bienes la que más ingresos generan, con ventas reportadas

de US\$ 13,535,566, de acuerdo con los informes internos del 2019. Los **Ingresos** totales del año 2018 superaron los 14 millones de dólares, además, para el año 2019 se presentó un crecimiento inferior al presupuestado, dado que el sector agrícola se vio afectado en este año. Si se compara el resultado de las ventas totales del 2019 con su similar periodo del 2018, existió un crecimiento de 6.24%. Por otro lado, en enero de 2020 las ventas totales fueron de US\$ 1,748,647 es decir un crecimiento de 49.46% respecto al mismo periodo en el 2019.

Tabla 29. Resumen Financiero

RESUMEN FINANCIERO	2017 A	2018 A	2019*
Ingresos	\$ 12,261,145	\$ 14,505,506	\$ 15,410,223
Gasto Financiero	\$ 230,025	\$ 408,550	\$ 609,593
Impuestos	\$ 283,297	\$ 174,629	\$ 157,599
Utilidad	\$ 655,498	\$ 434,675	\$ 472,798

A - Auditado. * - Interno

Fuente: Informes Auditados e Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Con respecto a los costos de ventas, al finalizar el año 2019 estos representaron un 60.86% frente a las ventas, esto es un crecimiento de 1.13% respecto al año 2018 (US\$ 9,274,278), no obstante, debido al crecimiento de los ingresos, existió una mejor utilidad bruta.

Al finalizar el año 2019 ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA presentó un resultado antes de impuestos de US\$ 741,644 que representó el 4.81% de los Ingresos de la empresa. Respecto al año 2018, existió un crecimiento de 14.57% en los resultados antes de impuestos de la compañía, este incremento en la rentabilidad ha estado asociado principalmente al crecimiento de los ingresos en una mayor proporción que los costos y gastos. Respecto a esto, el costo de venta creció en un 1.13% y los Gastos Operativos en conjunto crecieron un 10.04%. En enero de 2020 el resultado antes de impuestos fue de US\$ 114,715 lo que representó un rentabilidad antes de impuestos de 6.56%.

Apalancamiento Corporativo y Política Financiera de Largo Plazo

En la Tabla 30 se aprecian los ratios de endeudamiento y solidez de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA y un promedio de empresas representativas del sector en el que se desenvuelve. Se evalúan los periodos acumulados al corte de 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019.

Tabla 30. Indicadores Clave

Endeudamiento		Promedio Competidores		ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA				
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	ene-19	ene-20
Deuda / Activo	%	16%	17%	27%	32%	30%	32%	31%
EBIT / Gasto Financiero	x	3.63	2.10	5.54	2.58	2.24	1.96	2.38
Deuda LP / Capital	x	0.70	0.61	10.64	5.08	5.32	4.92	5.27
Deuda / Ebitda	x	1.69	1.74	2.56	3.43	2.70	40.57	21.72
Patrimonio / Pasivo no Corriente	x	13.39	11.98	1.58	1.71	1.85	1.75	1.91

C – Competidores.

Fuente: Informes Auditados e Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA y Superintendencia de compañía, valores y seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El endeudamiento financiero de la empresa frente a sus activos se ubicó en 30%, es decir en el 2019 ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA financió 70% de sus actividades con recursos propios. El promedio de la competencia fue 17% en el 2018, lo cual es señal de un endeudamiento del activo bajo el rango considerado como apropiado para aprovechar los recursos propios (40%-60%). En cuanto a la cobertura de gasto financiero de la empresa, expresada como la relación entre el EBIT y el gasto financiero. El promedio de la competencia considerada en la muestra, de los años fiscales 2017 y 2018 fue de 2.86, mostrando seguridad frente a los intereses dentro del sector. Valorando

estos resultados y al realizar una comparación, el promedio de la cobertura de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA para asumir el gasto financiero a través del EBIT fue de 2.58 en el 2018 y de 2.24 en diciembre de 2019.

Por otro lado, analizando los ingresos disponibles para cubrir las deudas financieras antes de deducir intereses, impuestos, depreciación y amortización, se analiza la relación deuda financiera/EBITDA, En ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA este ratio se ubicó en 2.70 en diciembre de 2019. El promedio del sector de este indicador fue 1.74 en el 2018, es decir dentro del sector el promedio de endeudamiento de las empresas respecto a los activos es menor.

Finalmente, se analiza la solidez de la empresa al comparar los fondos propios con los pasivos no corrientes, es decir, relacionar los capitales propios de la empresa con el total de capitales permanentes necesarios para su financiación. Al finalizar el año 2018 la empresa poseía 1.71 veces recursos propios que pasivos de largo plazo, este indicador se ubicó en 1.85 en diciembre de 2019.

En cumplimiento de lo establecido en el Art. 10, literal d) del Capítulo II, Sección II del Título XVI de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. La calificadora analiza la capacidad de generar flujos futuros de las proyecciones del emisor y condiciones de mercado, de manera conjunta se analiza las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y caja presentados en el informe de estructuración financiero hasta la fecha de culminación de pago la presente emisión. Tomando en consideración la evolución histórica de la empresa con el cumplimiento oportuno de las obligaciones contraídas para su financiamiento.

Necesidades Operativas de Fondo, Fondo de Maniobra y Política Financiera de Corto Plazo

Tabla 31. Necesidades Operativas de Fondo

Años	NOF	Inc. / Dism. NOF	Variación
2019	5,503,574		
2020	3,925,400	(1,578,174)	-28.68%
2021	3,055,286	(870,114)	-22.17%
2022	1,193,460	(1,861,826)	-60.94%
Total (2019 - 2024)	13,677,719	-	-

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

* En el cuadro anterior se describen las Necesidades Operativas de Fondos resumidas (*Ver Completo en Anexos*) que tendrá ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA al 31 de diciembre de 2020 de acuerdo con el presupuesto, se estima decrecerán un 28.68% comparado con el año 2019.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la Tabla 32. Estos se basan en proyecciones internas enviadas por el emisor para la actualización de la segunda y tercera emisión de obligaciones.

Tabla 32. Supuestos del periodo 2020 - 2022 sobre el Crecimiento de las Ventas

SUPUESTOS			
INGRESOS			
AÑO	MODERADO	PESIMISTA I	PESIMISTA II
2020	7.89%	3.95%	1.97%
2021	2.26%	1.13%	0.56%
2022	0.82%	0.41%	0.21%

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En base a los supuestos expuestos, los resultados obtenidos para los años en estudios y en los dos escenarios Pesimista I y Pesimista II, son los que se muestran en la Tabla 33.

Tabla 33. Resultados de los Escenarios Descritos

RESULTADOS			
UTILIDAD NETA			
AÑO	MODERADO	PESIMISTA I	PESIMISTA II
2020	\$ 962,645	\$ 919,335	\$ 897,680
2021	\$ 1,077,514	\$ 1,021,253	\$ 993,483
2022	\$ 1,084,144	\$ 1,026,055	\$ 997,516

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Análisis de Escenarios del Flujo de Caja de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, en un escenario Estándar proyectado del 2020 – 2022 es el que se muestra a continuación.

Tabla 34. Análisis de Flujo de Caja de Accionistas de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA (Escenario Estándar)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA (Escenario Estándar)				
	2019	2020	2021	2022
+ Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	472,798	962,645	1,077,514	1,084,144
+ Depreciación	377,963	250,587	307,926	378,385
+/- Variación NOF	801,101	(1,578,174)	(870,114)	(1,861,826)
+/- Variación Activos Fijos	362,132	-	-	-
+/- Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	315,567	(849,453)	(516,184)	(393,446)
+/- Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	119,338	(703,442)	(564,736)	(430,454)
= FLUJO CAJA ACCIONISTAS	122,433	1,238,512	1,174,634	2,500,456
VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO	-	911.58%	-5.16%	112.87%

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 35. Análisis del Flujo de Caja de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA S.A. Escenario (PESIMISTA I)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA (Escenario Estándar)				
	2019	2020	2021	2022
+ Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	472,798	919,335	1,021,253	1,026,055
+ Depreciación	377,963	250,587	307,926	378,385
+/- Variación NOF	801,101	(1,578,174)	(870,114)	(1,861,826)
+/- Variación Activos Fijos	362,132	-	-	-
+/- Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	315,567	(849,453)	(516,184)	(393,446)
+/- Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	119,338	(703,442)	(564,736)	(430,454)
= FLUJO CAJA ACCIONISTAS	122,433	1,195,201	1,118,372	2,442,366
VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO	-	876.21%	-6.43%	118.39%

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 36. Análisis del Flujo de Caja de Accionistas de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA Escenario (PESIMISTA II)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA (Escenario Estándar)				
	2019	2020	2021	2022
+ Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	472,798	897,680	993,483	997,516
+ Depreciación	377,963	250,587	307,926	378,385
+/- Variación NOF	801,101	(1,578,174)	(870,114)	(1,861,826)
+/- Variación Activos Fijos	362,132	-	-	-
+/- Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	315,567	(849,453)	(516,184)	(393,446)
+/- Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	119,338	(703,442)	(564,736)	(430,454)
= FLUJO CAJA ACCIONISTAS	122,433	1,173,546	1,090,602	2,413,827

(Cont.)

	2019	2020	2021	2022
VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO	-	858.52%	-7.07%	121.33%

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Luego del análisis de los distintos escenarios se puede observar: En el escenario moderado el flujo de caja de accionistas al finalizar el año 2019 de acuerdo con la información no auditada resultó positivo como resultado principalmente del incremento del apalancamiento financiero evidenciado el último año fiscal. De acuerdo con las premisas de proyección para el año 2020 se espera un crecimiento en los niveles de ingresos totales para el año en mención, impactando los flujos operativos de la empresa. Además, para el presente año existen vencimientos y devoluciones de deuda por lo que los esfuerzos de la empresa deben concentrarse en la generación de liquidez o financiamiento adicional en la empresa y evitar contratiempos en el pago de sus obligaciones.

RIESGO DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y GARANTÍAS DEL EMISOR Y VALOR

La Tercera Emisión de Obligaciones está estructurada con garantía general en los términos señalados en el Art. 162, Título XVII Emisión de Obligaciones del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, sus Reglamentos, y en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. Basados en el Certificado del Cálculo del Monto Máximo de Emisión proporcionado por la compañía, al 31 de enero de 2020 ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, cumple con la garantía general establecida.

Según el Art. 9 del Capítulo I Disposiciones Comunes a la Oferta Pública de Valores, Título II Oferta Pública, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, el conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio, el monto no redimido de obligaciones en circulación representa el 19.01% del doble del Patrimonio de la Empresa al corte de enero de 2020.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

Según lo establece el numeral 5 del Art. 11 Áreas de análisis en la calificación relativos al Emisor y al Caucionante, Sección II Criterios y Categorías, Capítulo II Calificación de Riesgo, Título XVI, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de enero de 2020 muestra que durante el primer mes del año 2020 un total de US\$ 1,284,721,128, correspondientes a la suma de US\$ 1,279,586,937 de valores en renta fija y US\$ 5,134,191 de valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de enero de 2020, en renta fija el 6% de los valores corresponden a papel comercial y el 3% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 325 emisores inscritos, de los cuales 172 pertenecen a la provincia del Guayas y 107 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos fueron el 30% del sector comercial, un 26% del sector industrial y 14% de servicios.

Liquidez de los valores

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Tabla 37. Indicadores de presencia bursátil – Tercera Emisión de Obligaciones

Fecha	No. Días Negociados	No. Transacciones	Monto Negociado	No. Días Bursátiles	Presencia Bursátil
ene-19	0	0	-	22	0.00%
feb-19	0	0	-	20	0.00%
mar-19	1	2	300,000	19	5.26%
abr-19	4	5	635,115	21	19.05%
may-19	4	5	402,152	20	20.00%
jun-19	2	2	362,733	20	10.00%
jul-19	0	0	-	23	0.00%
ago-19	0	0	-	21	0.00%
sep-19	0	0	-	21	0.00%
oct-19	0	0	-	22	0.00%
nov-19	0	0	-	19	0.00%
dic-19	0	0	-	20	0.00%
ene-20	0	0	-	22	0.00%
feb-20	0	0	-	18	0.00%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El indicador de presencia bursátil se determinó mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{No. de días negociados en el mes}}{\text{No. de ruedas en el mes}}$$

El indicador de presencia bursátil permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario.

Una vez recabada toda la información del último año sobre las transacciones del mercado secundario para la Tercera Emisión de obligaciones de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA se puede observar que se han realizado 14 transacciones durante el periodo enero de 2019 a enero de 2020. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

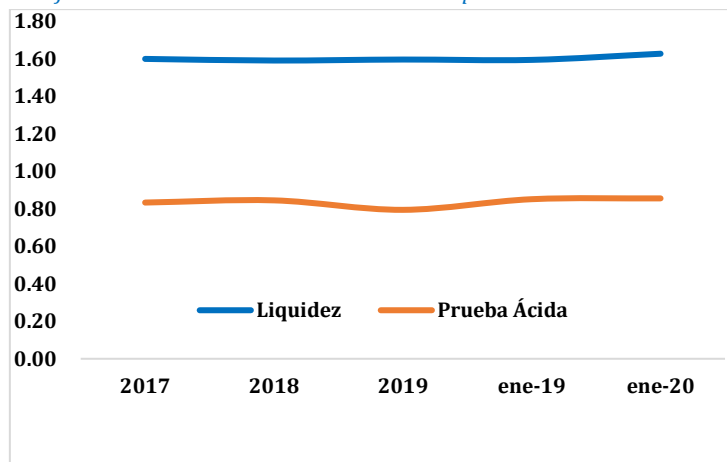
Tabla 38. Indicadores Liquidez

Liquidez		Promedio Competidores		ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA				
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	ene-19	ene-20
Capital de Trabajo	\$	11,510,996	10,811,380	3,178,667	3,054,950	3,906,685	2,986,204	3,991,759
Liquidez	x	2.02	2.04	1.60	1.59	1.60	1.60	1.63
Prueba Ácida	x	1.32	1.29	0.83	0.85	0.80	0.85	0.86

Fuente: Informes Auditados e Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al 31 de enero de 2020 la empresa presentó un capital de trabajo de US\$ 3,991,759, este indicador nos sirve para determinar la cantidad de recursos disponibles a corto plazo que se posee para poder atender las operaciones normales de la empresa y está relacionado con el grado de liquidez de la empresa. En el gráfico 2 se puede observar cómo es la evolución del ratio de liquidez y de prueba ácida de la empresa, si el ratio de liquidez es positivo y mayor a uno, generalmente refleja que la empresa puede cubrir sus deudas a corto plazo. Al 31 de enero de 2020 el ratio de liquidez fue de 1.63 veces. El promedio histórico anual del ratio de liquidez de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA fue superior a uno (1).

Gráfico 2. Evolución de los Indicadores de Liquidez



Fuente: Informes Auditados e Internos de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

- ❖ ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, se compromete durante la vigencia de la **Tercera Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentran en circulación las obligaciones:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor.
 - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
 - Los Activos reales sobre los Pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
- Mantener la relación de los Activos libres de gravamen sobre Obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Límite de Endeudamiento

Se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

Tabla 39. Ratio Liquidez Promedio Semestral

EVALUACIÓN DEL RATIO DE LIQUIDEZ SEMESTRAL						
	AGOSTO 2019	SEPTIEMBRE 2019	OCTUBRE 2019	NOVIEMBRE 2019	DICIEMBRE 2019	ENERO 2020
ACTIVOS CORRIENTES	9,412,684	9,297,004	9,477,254	10,274,522	10,442,387	10,340,349
PASIVO CORRIENTE	4,916,847	5,287,119	5,559,385	6,388,562	6,535,701	6,348,591
RATIO LIQUIDEZ	1.91	1.76	1.70	1.61	1.60	1.63
PROMEDIO SEMESTRAL	1.70					

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 40. Garantías y Resguardos

	Garantía General	Resguardos de Ley		Disposición OP
RELACIÓN	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen no mayor al 80% de los ALG.	La razón de liquidez o circulante, promedio semestral debe ser mayor o igual a uno (1)	Los Activos Reales sobre los Pasivos, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo debe ser mayor o igual a uno (1)	Art. 9, Capítulo I, del Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, Obligaciones en Circulación sobre 200% Patrimonio.
Ene - 2020	19.01%	1.70	1.82	19.01%
Cumplimiento	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ

Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Monto de Emisión de Obligaciones con Garantía General

La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el Artículo 13 de la Sección I, del Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Por lo tanto, la empresa limita su endeudamiento en 0.80 del total de activos menos las deducciones de la normativa.

El certificado del Cálculo del Monto Máximo de Emisión proporcionado por la empresa con corte al 31 de enero de 2020, establece que cumple con el artículo mencionado anteriormente cuyo monto no redimido de obligaciones en circulación representa 26.46% de los Activos menos las deducciones de la normativa.

Riesgos Previsibles en el Futuro, acorde al literal g) del Art. 10, Sección II Criterios y Categorías, Capítulo II Calificación de Riesgo, del Título XVI Calificadora de Riesgo, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Implementación de nuevas políticas gubernamentales impositivas, arancelarias y restrictivas por parte del gobierno ecuatoriano.
- Reformas tributarias, laborales e incluso legales.
- Inseguridad jurídica.
- Problemas de abastecimiento de materia prima.
- Afectaciones causadas por factores como desastres naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios puedan verse afectados, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía.

La Tercera Emisión de Obligaciones de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, se encuentra respaldada sobre la calidad de los activos, su capacidad de ser liquidados y las cuentas por cobrar a empresas vinculadas a la que se hace referencia el literal h) y i) del Artículo 10 de la Sección II Criterios y Categorías, Capítulo II Calificación de Riesgo, del Título XVI Calificadora de Riesgo, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera; evaluando los estados financieros auditados por la firma TAX FINANCIAL LEADERS del Ecuador TFL S.A.

Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Los activos que respaldan la emisión corresponden a las cuentas por cobrar comerciales cuyo valor en libros en enero de 2020 se ubicó en US\$ 3,444,721.



- Respecto a las cuentas por cobrar es el crecimiento de la morosidad de clientes que puedan afectar a la recaudación de créditos y cuentas por cobrar, esto debido a escenarios económicos que afecten la capacidad de pago de los clientes.

Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

- Es importante señalar que ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA posee cuentas por cobrar relacionadas, en el corto plazo que en enero de 2020 de acuerdo con información de la empresa asciende a US\$ 116,238, es decir que las cuentas relacionadas representan el 0.67% de los activos totales de la empresa. Es por esto que el efecto de estas cuentas sobre el respaldo de la emisión tiene una muy baja afectación hasta enero de 2020. En este contexto, si alguna de estas empresas relacionadas, no cumpliera oportunamente con sus obligaciones por cualquier motivo, interno o externo, este incumplimiento afectaría levemente los flujos operativos de la empresa.

Al 31 de enero de 2020 los Activos Totales de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA ascendieron a US\$ 17,4 millones, mientras que los activos menos las deducciones fueron de US\$ 7,73 millones, con un cupo de emisión disponible de US\$ 6,188,771.05 se puede observar:

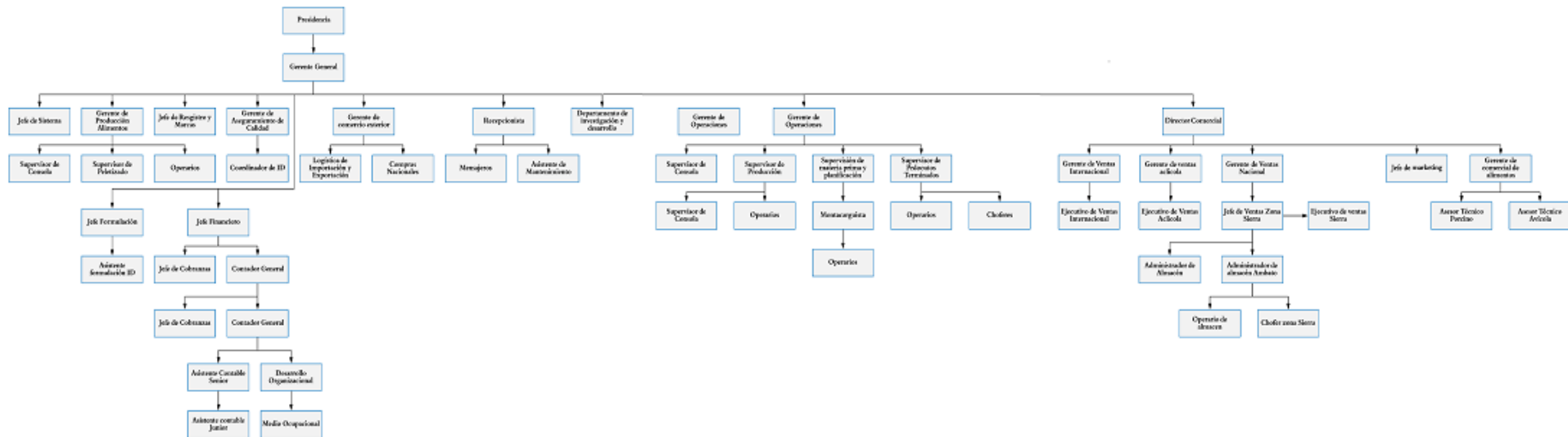
- El saldo de la cuenta de Efectivo y Equivalentes de Efectivo fue de US\$ 988,092.
- Las cuentas por cobrar fueron de US\$ 3,444,721.
- Activos por impuestos corrientes de corto plazo por US\$ 1,003,703.
- El saldo de inventarios fue de US\$ 4,903,833.
- Los Activos Intangibles fueron de US\$ 197,038.
- La Propiedad, Planta y Equipo de la empresa fue de US\$ 6,835,261.
- Impuestos diferidos de largo plazo se ubicaron en US\$ 52,327.

		
<p>Ing. Natalia Cortez Montoya Gerente General</p>		<p>Ing. Bryan Briones Analista</p>

ANEXOS

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA, tiene el siguiente organigrama general:

Gráfico 3. Organigrama General de ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA



Fuente: ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 41. Estado Situación Financiera

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA																
BALANCE GENERAL																
EXPRESADO EN US DOLARES																
ACTIVOS	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016 - 2017	2017- 2018	2018- 2019	Ene 19 - Ene 20
ACTIVOS CORRIENTES	5,622,535	8,465,949	8,210,662	10,442,387	7,997,203	10,340,349	54.00%	56.62%	53.89%	59.57%	53.13%	59.34%	50.57%	-3.02%	27.18%	29.30%
Efectivo y equivalentes de efectivo	157,851	622,686	285,525	472,350	173,286	988,092	1.52%	4.16%	1.87%	2.69%	1.15%	5.67%	294.48%	-54.15%	65.43%	470.21%
Inversiones Corrientes	-	274,000	-	-	-	-	0.00%	1.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Clientes y otras cuentas por cobrar	2,466,345	3,128,502	3,361,554	3,574,760	3,347,295	3,444,721	23.69%	20.92%	22.07%	20.39%	22.24%	19.77%	26.85%	7.45%	6.34%	2.91%
Activos por impuestos corrientes	265,214	385,437	713,546	1,150,641	749,102	1,003,703	2.55%	2.58%	4.68%	6.56%	4.98%	5.76%	45.33%	85.13%	61.26%	33.99%
Inventarios	2,733,125	4,055,324	3,850,037	5,244,636	3,727,520	4,903,833	26.25%	27.12%	25.27%	29.92%	24.76%	28.14%	48.38%	-5.06%	36.22%	31.56%
ACTIVO NO CORRIENTE	4,789,868	6,486,447	7,024,108	7,086,287	7,054,938	7,084,625	46.00%	43.38%	46.11%	40.43%	46.87%	40.66%	35.42%	8.29%	0.89%	0.42%
Propiedad, planta y equipo	4,715,892	6,375,659	6,853,742	6,837,911	6,878,113	6,835,261	45.29%	42.64%	44.99%	39.01%	45.70%	39.23%	35.20%	7.50%	-0.23%	-0.62%
Activos Intangibles	59,689	102,695	137,699	196,049	155,621	197,038	0.57%	0.69%	0.90%	1.12%	1.03%	1.13%	72.05%	34.09%	42.37%	26.61%
Activos por impuestos diferidos	10,287	-	21,203	52,327	-	52,327	0.10%	0.00%	0.14%	0.30%	0.00%	0.30%	-100.00%	0.00%	100.00%	100.00%
Otros Activos no corrientes	4,000	8,093	11,464	-	21,203	-	0.04%	0.05%	0.08%	0.00%	0.14%	0.00%	102.33%	41.65%	-100.00%	0.00%
TOTAL ACTIVOS	10,412,403	14,952,396	15,234,770	17,528,673	15,052,141	17,424,974	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	43.60%	1.89%	15.06%	15.76%
PASIVOS	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016 - 2017	2017- 2018	2018- 2019	Ene 19 - Ene 20
PASIVO CORRIENTE	3,131,685	5,287,282	5,155,712	6,535,701	5,010,999	6,348,591	30.08%	35.36%	33.84%	37.29%	33.29%	36.43%	68.83%	-2.49%	26.77%	26.69%
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,954,017	3,585,650	2,561,502	3,715,621	2,341,871	3,413,129	18.77%	23.98%	16.81%	21.20%	15.56%	19.59%	83.50%	-28.56%	45.06%	45.74%
Obligaciones con instituciones financieras	624,668	708,402	1,887,629	1,799,758	2,052,527	2,069,494	6.00%	4.74%	12.39%	10.27%	13.64%	11.88%	13.40%	166.46%	-4.66%	0.83%
Obligaciones emitidas	285,048	641,362	449,394	852,832	346,269	663,709	2.74%	4.29%	2.95%	4.87%	2.30%	3.81%	125.00%	-29.93%	89.77%	91.67%
Pasivos por impuestos corrientes	56,434	52,677	24,046	94,940	73,558	84,879	0.54%	0.35%	0.16%	0.54%	0.49%	0.49%	-6.66%	-54.35%	294.83%	15.39%
Obligaciones por beneficios a empleados	200,669	248,209	194,987	58,085	173,116	87,508	1.93%	1.66%	1.28%	0.33%	1.15%	0.50%	23.69%	-21.44%	-70.21%	-49.45%
Otros Pasivos Corrientes	10,849	50,982	38,154	14,466	23,657	29,873	0.10%	0.34%	0.25%	0.08%	0.16%	0.17%	369.92%	-25.16%	-62.09%	26.27%
PASIVO NO CORRIENTE	1,441,708	3,739,606	3,718,875	3,851,917	3,645,971	3,803,827	13.85%	25.01%	24.41%	21.97%	24.22%	21.83%	159.39%	-0.55%	3.58%	4.33%
Cuentas por pagar diversas relacionadas	152,722	361,450	264,132	177,696	258,191	162,748	1.47%	2.42%	1.73%	1.01%	1.72%	0.93%	136.67%	-26.92%	-32.72%	-36.97%
Obligaciones con instituciones financieras	383,833	752,002	1,082,099	536,297	1,003,269	511,692	3.69%	5.03%	7.10%	3.06%	6.67%	2.94%	95.92%	43.90%	-50.44%	-49.00%
Obligaciones emitidas	257,423	1,907,727	1,458,333	2,123,473	1,458,333	2,123,473	2.47%	12.76%	9.57%	12.11%	9.69%	12.19%	641.09%	-23.56%	45.61%	45.61%
Obligaciones por beneficios definidos	331,583	350,539	472,067	555,420	483,934	563,670	3.18%	2.34%	3.10%	3.17%	3.22%	3.23%	5.72%	34.67%	17.66%	16.48%
Pasivos por impuestos diferidos	316,147	367,888	442,244	459,031	442,244	442,244	3.04%	2.46%	2.90%	2.62%	2.94%	2.54%	16.37%	20.21%	3.80%	0.00%
TOTAL PASIVOS	4,573,393	9,026,888	8,874,587	10,387,619	8,656,970	10,152,418	43.92%	60.37%	58.25%	59.26%	57.51%	58.26%	97.38%	-1.69%	17.05%	17.27%
PATRIMONIO	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016 - 2017	2017- 2018	2018- 2019	Ene 19 - Ene 20
Capital Social	250,000	250,000	500,000	500,000	500,000	500,000	2.40%	1.67%	3.28%	2.85%	3.32%	2.87%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
Reservas	125,000	125,000	125,000	162,559	162,559	162,559	1.20%	0.84%	0.82%	0.93%	1.08%	0.93%	0.00%	0.00%	30.05%	0.00%
Otros Resultados Integrales	288,268	286,290	345,375	384,602	345,376	384,602	2.77%	1.91%	2.27%	2.19%	2.29%	2.21%	-0.69%	20.64%	11.36%	11.36%
Resultados Acumulados	5,175,742	5,264,218	5,389,808	6,093,894	5,387,236	6,225,396	49.71%	35.21%	35.38%	34.77%	35.79%	35.73%	1.71%	2.39%	13.06%	15.56%
TOTAL PATRIMONIO	5,839,010	5,925,508	6,360,183	7,141,054	6,395,170	7,272,557	56.08%	39.63%	41.75%	40.74%	42.49%	41.74%	1.48%	7.34%	12.28%	13.72%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	10,412,403	14,952,396	15,234,770	17,528,673	15,052,141	17,424,974	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	43.60%	1.89%	15.06%	15.76%

 (*) INFORMACIÓN AUDITADA
 (**) INFORMACIÓN INTERNA

 Fuente: Informes Auditados e Internos ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 42. Estado de Resultados

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA																
ESTADO DE RESULTADOS																
EXPRESADO EN US DOLARES																
	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016	2017	2018	2019	Ene - 19	Ene -20	2016 - 2017	2017-2018	2018-2019	Ene 19 - Ene 20
Ingresos	13,633,026	12,261,145	14,505,506	15,410,223	1,169,999	1,748,647	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-10.06%	18.30%	6.24%	49.46%
(-) Costos	8,640,860	7,461,743	9,274,278	9,378,625	724,685	1,107,998	63.38%	60.86%	63.94%	60.86%	61.94%	63.36%	-13.65%	24.29%	1.13%	52.89%
UTILIDAD BRUTA	4,992,166	4,799,402	5,231,228	6,031,597	445,314	640,649	36.62%	39.14%	36.06%	39.14%	38.06%	36.64%	-3.86%	9.00%	15.30%	43.86%
(-) Gastos de Venta	1,368,399	1,307,092	1,627,012	1,804,702	181,232	232,708	10.04%	10.66%	11.22%	11.71%	15.49%	13.31%	-4.48%	24.48%	10.92%	28.40%
(-) Gastos de Administración	2,301,686	2,269,295	2,610,707	2,858,552	192,723	209,902	16.88%	18.51%	18.00%	18.55%	16.47%	12.00%	-1.41%	15.04%	9.49%	8.91%
(+) Otros Ingresos (Gastos), neto	54,920	51,167	62,357	-	-	-	0.40%	0.42%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%	-6.83%	21.87%	-100.00%	0.00%
UTILIDAD OPERATIVA	1,377,001	1,274,182	1,055,866	1,368,343	71,359	198,039	10.10%	10.39%	7.28%	8.88%	6.10%	11.33%	-7.47%	-17.13%	29.59%	177.52%
(-) Gastos Financieros	144,397	230,025	408,550	609,593	36,373	83,324	1.06%	1.88%	2.82%	3.96%	3.11%	4.77%	59.30%	77.61%	49.21%	129.08%
(-) Otros (gastos) ingresos Netos	-	-	-	- 17,106	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
UTILIDAD/ PERDIDA ANTES IMP. RENTA	1,232,604	1,044,157	647,316	741,644	34,987	114,715	9.04%	8.52%	4.46%	4.81%	2.99%	6.56%	-15.29%	-38.01%	14.57%	227.88%
(-) Participación a trabajadores	184,890	156,624	97,097	111,247	-	-	1.36%	1.28%	0.67%	0.72%	0.00%	0.00%	-15.29%	-38.01%	14.57%	0.00%
(-) Impuesto a la Renta	256,482	283,297	174,629	157,599	-	-	1.88%	2.31%	1.20%	1.02%	0.00%	0.00%	10.45%	-38.36%	-9.75%	0.00%
UTILIDAD NETA	791,232	604,236	375,590	472,798	34,987	114,715	5.80%	4.93%	2.59%	3.07%	2.99%	6.56%	-23.63%	-37.84%	25.88%	227.88%
(+) Otros Resultados Integrales	-	51,262	59,085	-	-	-	0.00%	0.42%	0.41%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	-100.00%	0.00%
Resultado Integral del periodo	791,232	655,498	434,675	472,798	34,987	114,715	5.80%	5.35%	3.00%	3.07%	2.99%	6.56%	-17.15%	-33.69%	8.77%	227.88%
(*) CON INFORMACION AUDITADA																
(**) CON INFORMACION PROVISIONAL INTERNA																

Fuente: Informes Auditados e Internos ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 43. Estado de Resultados Proyectado

ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA					
ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO					
EXPRESADO EN US DOLARES					
	(**)	(*)	(**)	(**)	(**)
	2019P	2019R	2020	2021	2022
Ingresos	15,765,843	15,410,223	16,626,729	17,002,350	17,141,844
(-) Costos	9,693,076	9,378,625	10,336,994	10,570,010	10,662,205
UTILIDAD BRUTA	6,072,768	6,031,597	6,289,735	6,432,340	6,479,639
(-) Gastos de Venta	1,745,640	1,804,702	1,646,333	1,695,723	1,746,595
(-) Gastos de Administración	2,782,235	2,858,552	2,786,310	2,867,830	2,949,904
UTILIDAD OPERATIVA	1,544,892	1,368,343	1,857,092	1,868,786	1,783,140
(-) Gastos Financieros	572,529	609,593	347,060	178,568	82,521
(+) Otros (gastos) ingresos, neto	-	- 17,106	-	-	-
UTILIDAD/ PERDIDA ANTES DE PAT. E IMP. RENTA	972,364	741,644	1,510,032	1,690,218	1,700,619
(-) Participación a trabajadores	145,855	111,247	226,505	253,533	255,093
(-) Impuesto a la Renta	206,627	157,599	320,882	359,171	361,381
UTILIDAD/ PERDIDA NETA DEL AÑO	619,882	472,798	962,645	1,077,514	1,084,144
(**) CON INFORMACION PROVISIONAL INTERNA					
Proyecciones actualizadas por el emisor para la actualización de septiembre de 2019					

Fuente: Informes Auditados e Internos ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 44. Necesidades Operativas de Fondos

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA PARA ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA						
		2019	2020	2021	2022	
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	472,350	385,459	346,913	312,222
		+ Clientes	3,574,760	3,584,735	3,665,719	3,695,794
		+ Inventarios	5,244,636	4,166,298	4,260,214	4,297,373
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	3,715,621	3,278,527	3,352,432	3,381,673
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	72,551	932,564	1,865,128	3,730,256
NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	5,503,574	3,925,400	3,055,286	1,193,460	
FINANCIACIÓN		Incremento/Disminución NOF	801,101	(1,578,174)	(870,114)	(1,861,826)
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	7,141,054	7,141,054	7,141,054	7,141,054
		+ Deudas largo plazo	2,659,770	1,956,328	1,391,592	961,139
		- Activos Inmovilizados e Intangibles	7,033,960	6,587,324	6,279,398	5,901,013
	F.M.	= Fondo de Maniobra	2,766,865	2,510,059	2,253,248	2,201,180
	NOF-FM	2,736,709	1,415,341	802,038	(1,007,720)	

Fuente: Informes Auditados e Internos ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.