

## Primera y Segunda Emisión de Obligaciones, Segundo y Tercer Programa de Papel Comercial - Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER)

Comité No. 008-009-010-011/2024	Fecha de Comité: 31 de enero de 2024
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2023	Quito – Ecuador
Econ. Gabriela Calero	(593) 2323-0541 <a href="mailto:gcalero@ratingspcr.com">gcalero@ratingspcr.com</a>

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución
Primera Emisión de Obligaciones	AA+	Novena	SCVS-INMV-DNAR-2019-00037901 (21 de noviembre de 2019)
Segundo Programa de Papel Comercial	AA+	Cuarta	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004666 (20 de junio de 2022)
Tercer Programa de Papel Comercial	AA+	Segunda	SCVS-INMV-DNAR-2023-00040427 (30 de junio de 2023)
Segunda Emisión de Obligaciones	AA+	Segunda	SCVS-INMV-DNAR-2023-00040431 (30 de junio de 2023)

### Significado de la Calificación

**Categoría AA:** Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

*“La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio.”*

### Racionalidad

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR acordó mantener la calificación de “AA+” a la **Primera y Segunda Emisión de Obligaciones; Segundo y Tercer Programa de Papel Comercial de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos C. Ltda. (DISTHER)**, con información al **30 de noviembre de 2023**. La calificación se sostiene en la amplia trayectoria del emisor dentro de su mercado objetivo. Para la fecha de corte, se destaca que, el emisor refleja un índice de liquidez saludable y un apropiado indicador de solvencia, consecuencia de un incremento de capital, el cual le ha permitido mejorar su nivel patrimonial. Adicionalmente, se distingue que, a pesar del decremento de las ventas, la compañía ha respondido de manera oportuna al optimizar sus costos operacionales y, aunado de un incremento de los otros ingresos; su resultado integral fue levemente superior a su corte similar del año anterior; aun así, sus indicadores de rentabilidad no presentaron variaciones positivas.

### Resumen Ejecutivo

- **Experiencia en el mercado de químicos:** Fábrica de diluyentes y adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), fue constituida mediante escritura pública el 14 de marzo de 1991 en el cantón Guayaquil e inscrita en el Registro Mercantil el 21 de octubre de 1991. La compañía actualmente oferta 5 productos entre diluyentes, línea para madera, línea automotriz, arquitectónica y complementarios. De acuerdo con los ingresos reportados al ente de control, a diciembre 2022<sup>1</sup> ocupó la sexta posición dentro del sector en el que opera (CIU 20222.01), reflejando una cuota de mercado del 3,78%.
- **Eficiencia en los costos operacionales:** A nivel histórico, se ha observado que, el emisor ha enfocado sus estrategias para incrementar su nivel de ventas; sin embargo, para noviembre 2023 se evidencia un comportamiento diferente, aun así, se resalta que la compañía ha optimizado sus costos operacionales de tal manera que ha obtenido un mejor resultado operacional que su corte comparativa interanual y, a pesar del incremento de los gastos financieros, los generación de otros ingresos le permitió reflejar un resultado integral levemente superior a su corte similar. No obstante, ante el mayor desempeño de los activos y del patrimonio, sus indicadores de rentabilidad se reducen marginalmente.
- **Incremento de los flujos Ebitda:** Para la fecha de corte, se distingue que, el control de los costos operacionales impulsó una mejora en el resultado operativo, lo cual, a su vez, influyó positivamente

<sup>1</sup> Última actualización del ente de control.

sobre la generación de flujos ebitda. Ante la expansión de este indicador, sus coberturas sobre la deuda y gastos financieros se expandieron.

- **Elevados indicadores de liquidez:** Se destaca que, en los últimos cinco años, el emisor ha contado con los recursos líquidos necesarios para responder a sus obligaciones inmediatas (1,13 veces; 2018-2022). Para la fecha de corte, el decremento pronunciado de los pasivos circulantes impulsó la expansión del indicador de liquidez hasta ubicarse en 1,67 veces. En cuanto al índice de prueba ácida, cerró por debajo de la unidad (0,85 veces), lo cual se atribuye a que los inventarios son un rubro relevante dentro del total de activos, debido a la naturaleza del negocio. Finalmente, se resalta los saludables niveles de capital de trabajo con el que cuenta la compañía.
- **Nivel patrimonial robusto:** Se distingue que, en el periodo comprendido entre 2018-2022, el patrimonio se ha expandido gracias a la acumulación de los resultados obtenidos en periodos previos y a aportes de capital. Asimismo, se reconoce el compromiso de los accionistas para con la compañía; puesto que, en agosto de 2023 han elevado su capital social hasta un monto de US\$ 832,00 mil, este incremento es de US\$ 300,00 mil, lo cual favoreció a los indicadores de Disther Cía. Ltda., especialmente al índice de apalancamiento, ya que se reduce en -0,55 veces concluyendo en 1,71 veces para la fecha de corte.
- **Instrumentos vigentes y cumplimiento de resguardos:** Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) a la fecha de corte mantiene vigente 4 instrumentos en el mercado de valores, 2 papeles comerciales y 2 emisiones de obligaciones. Finalmente, se destaca el cumplimiento de los resguardos de ley y voluntarios de sus instrumentos de deuda

### **Factores Clave**

---

#### **Factores que podrían mejorar la calificación.**

- Aumento de los indicadores de rentabilidad.
- Fortalecimiento del índice de solvencia.
- Crecimiento de los flujos Ebitda, que permita reducir el indicador deuda financiera/Ebitda.

#### **Factores que podrían reducir la calificación.**

- Incremento sostenido de su deuda.
- Caída de los indicadores de liquidez, ubicándose por debajo de la unidad.
- Contracción de los resultados obtenidos.

### **Riesgos Previsibles en el Futuro**

---

- Fábrica de diluyentes y adhesivos Disther C. Ltda., se encuentra relacionado directamente con la promulgación de nuevas medidas impositivas, variación en aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que paralelamente puede beneficiar o afectar al sector manufacturero. Lo que conlleva al alza o a su vez la reducción de los bienes importados. No obstante, el emisor mantiene varias líneas de negocio que permiten mitigar el riesgo por concentración y parte de las materias primas utilizadas en la elaboración de bienes no graban aranceles, por lo que se reduce el riesgo ante posibles medidas dictadas por el Gobierno del país.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Fábrica de diluyentes y adhesivos Disther C. Ltda., se desenvuelve en un sector muy regulado donde se requiere operar con los más altos estándares de seguridad operacional con diversas medidas de prevención de riesgos y de daños al medioambiente. La compañía cuenta con sistemas rigurosos de control interno que son verificados periódicamente para mitigar el riesgo operacional en el que se desenvuelven. De esta manera, la compañía ha implementado diversos planes de contingencia para las diferentes áreas de operación.

### **Limitaciones**

No se encontraron limitaciones potenciales para la calificación.

### **Hechos Relevantes**

---

Con fecha 28 de agosto de 2023, la Junta General Extraordinaria de Socios aprueba un aumento de capital de US\$ 300,00 mil, con lo cual el capital suscrito y pagado de la compañía asciende a US\$ 832,00 mil.

Su estructura se detalla a continuación:

Accionistas	Capital Actual	Aumento Capital	Total	Part (%)
Gutiérrez Chiriboga Guillermo	37.930,00	21.390,00	59.320,00	7,13%
Gutiérrez Chiriboga Luis Carlos	21.547,48	12.150,00	33.697,48	4,05%
Gutiérrez Sierra Gutsier S.A.	472.522,52	266.460,00	738.982,52	88,82%
<b>Total</b>	<b>532.000,00</b>	<b>300.000,00</b>	<b>832.000,00</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

## Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

### Análisis de la Industria:

La Industria manufacturera es un sector que comprende unidades económicas dedicadas principalmente a la transformación mecánica, física o química de materiales o sustancias con el fin de obtener productos nuevos; al ensamble en serie de partes y componentes fabricados; a la reconstrucción en serie de maquinaria y equipo industrial, comercial, de oficina y otros, y al acabado de productos manufacturados mediante el teñido, tratamiento calorífico, enchapado y procesos similares. Asimismo, se incluye aquí la mezcla de productos para obtener otros diferentes, como aceites, lubricantes, resinas plásticas y fertilizantes.

El trabajo de transformación se puede realizar en sitios como plantas, fábricas, talleres, maquiladoras u hogares. Estas unidades económicas usan, generalmente, máquinas accionadas por energía y equipo manual. De esta manera, al considerar que la actividad principal de la compañía es la elaboración y comercialización de productos para el sector ferretero e industrial; se cataloga al emisor dentro del sector manufacturero. De acuerdo con la información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVC), DISTHER C. Ltda., se desempeña dentro del Sector Económico CIUU C2022.01 - *fabricación de pinturas, barnices, esmaltes o lacas pigmentos y tintes, opacificadores y colores preparados*.

La industria manufacturera ecuatoriana juega un rol fundamental no solo en el sector productivo de la economía sino también como una fuente de generación de empleo y dotación de ingresos al estado. De acuerdo con las cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), la industria manufacturera es responsable de la mayor contribución al PIB, dicha afirmación se sustenta en los datos observados al cierre del año 2022, en donde el PIB cerró en US\$ 71.125 millones y el sector de manufactura acapara el 11,56% del total con un valor nominal de US\$ 6.080 millones, asimismo, demuestra un incremento anual de +0,56 p.p., dinamismo positivo inferior al reflejado por el PIB (+2,95 p.p.).

En el caso particular del emisor, se observa que históricamente la compañía exhibe un comportamiento fluctuante, al registrar ingresos de US\$ 12,07 millones en el 2018 a US\$ 11,29 millones para el 2022. No obstante, a diciembre 2020 y 2021, la compañía reportó un deterioro en su nivel de ventas como respuesta a las afectaciones generadas por el Covid-19 en el mercado local.

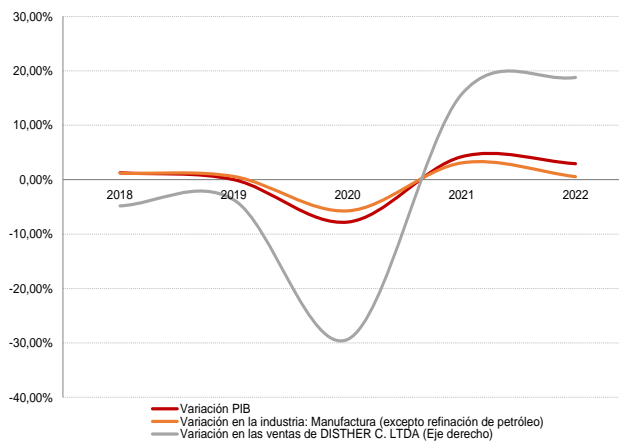
Para la fecha de corte, el emisor presenta un decremento interanual de -2,99% en el nivel de sus ventas, comportamiento opuesto al reflejado por el sector de manufactura de productos no alimenticios<sup>2</sup>, pues este creció a una tasa de +7,70%

### Regulaciones

El sector químico, especialmente en la rama de precursores, se encuentra regulado por normas específicas, tales como las del Instituto Ecuatoriano de Normalización, así como también por regulaciones del Ministerio del Interior.

Actualmente se encuentra que, en el mercado ecuatoriano rige para la fabricación de diluyentes la norma técnica INEN2163. Norma que prohíbe el uso de metanol en los mismos. En agosto del 2019 se publicó en el registro oficial una ley que obliga a los importadores de metanol a obtener una licencia no automática de importación; en la cual Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) tiene la certificación.

Relación del PIB-Industria-Empresa  
Variaciones (%)



Fuente: Disther C. Ltda. y BCE. / Elaboración: PCR

<sup>2</sup>Con cifras a septiembre 2023, en donde el BCE separa la industria manufacturera en productos alimenticios y no alimenticios.

Al ser considerados empresa de alto riesgo, por el manejo de químicos, hace que las diferentes entidades gubernamentales periódicamente visiten la empresa. Las entidades que controlan la operación y funcionamiento de la compañía son: Ministerio del interior, Servicio Nacional de Aduana, Ministerio de Ambiente, Instituto Ecuatoriano de Normalización (INEM), Riesgo de Trabajo, Cuerpo de Bomberos, entre otros.

### **Perfil y Posicionamiento del Emisor**

Eduardo Gutiérrez Chiriboga, comienza a fabricar diluyentes para pinturas a finales de la década de los 70 en las calles Eloy Alfaro y Capitán Nájera, en la bodega trasera de la distribuidora de abarrotes y alcoholes que poseía en dicha dirección del centro de Guayaquil. Con el crecimiento del negocio, nace Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther Cía. Ltda. el 26 de enero de 1979, con la apertura de la planta en la calle Segunda del Sector Mapasingue. En dicha planta se fabricaban diluyentes para distintos tipos de pinturas y usos. Posteriormente, la empresa incursiona en la elaboración de pegamentos como cemento de contacto y pegamentos para tuberías de P.V.C, además de varios productos complementarios.

En el año 1988 inaugura la planta donde se encuentra en la actualidad en el parque industrial Inmaconsa. En 1992 abre una sucursal en Quito, que comprende zona de bodegas y oficinas administrativas. En el transcurso de la década 90, Disther completa su línea de diluyentes con lacas especiales, diluyentes acrílicos, otros acrílicos para usos especiales y finalmente la línea de diluyentes para pinturas base poliuretano. Para el año 2005 Disther empieza a fabricar masillas plásticas para el sector automotriz, en el mismo año abre otra sucursal en el sector de Cuenca y cuatro años más tarde en Ambato.

En el año 2013, amplía sus bodegas, duplicando el área existente en ese momento, tanto en la zona de bodegas como de producción. A continuación, comienza a incursionar en la fabricación de recubrimientos específicamente para maderas, comercializando productos nitro celulósicos, catalizados al ácido y demás complementarios. En el año 2016 la empresa inaugura su primer reactor para la elaboración de resinas alquídicas y resinas poliéster, usando esta producción para comercializarla en el sector industrial, así como para su propio uso.

Actualmente, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) introduce a su línea de productos, esmaltes de uso general, esmaltes anticorrosivos y sintéticos de uso automotriz. Además, la empresa produce varios productos complementarios como Primer, que es un promotor de adherencia para usar antes del acabado final, desoxidante, removedores de pintura.

El objetivo de la empresa en el corto y mediano plazo es seguir incursionando en la fabricación de recubrimientos y pinturas, comprometiéndose a mejorar continuamente los procesos de trabajo, garantizando la satisfacción de nuestros clientes, y ofreciendo a nuestros colaboradores, las mejores condiciones de seguridad y salud, así como a cumplir la normativa legal aplicable, empleando la infraestructura adecuada y recursos humanos necesarios.

El éxito de esta empresa ha sido el resultado de su permanente compromiso por la excelencia, la misma que reza en la Visión y Misión de la compañía.

### **Objeto Social**

De acuerdo con el objeto social de la compañía, se dedica a Fabricación De Pinturas, Barnices, Esmaltes O Lacas Pigmentos y Tintes, Opacificadores y Colores Preparados.

### **Misión**

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) describe la razón de ser de la empresa como: *Dedicada a producir y distribuir a ferreterías, almacenes de pinturas e industrias en general, productos de alta calidad con agilidad, responsabilidad y actitud de servicio.*

### **Misión**

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), describe la visión de la empresa como: *Ser reconocido en el mercado ecuatoriano como líder en la fabricación, importación y comercialización de productos de reconocida calidad para ferreterías, almacenes de pinturas e industrias en general; y el número uno indiscutible en la venta de diluyentes y productos afines a la pintura, contando con un equipo humano altamente calificado.*

### **Giro del negocio**

Disther Cía. Ltda., se desenvuelve en el sector químico. La industria química nacional es un sector industrial maduro, en tanto no existen espacios de crecimiento importante (desbalances entre oferta y demanda), que no sea aquellos derivados del comportamiento natural de la demanda. Sin embargo, su crecimiento en los últimos años, lo convierte en un mercado atractivo para la inversión.

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther Cía. Ltda., tiene más de cuarenta años en el mercado y se dedica a la producción de Diluyentes para pinturas, Resinas Poliéster y Alquídicas, Pinturas y Adhesivos. A lo largo de su trayectoria, la empresa ha logrado desarrollar relaciones comerciales sólidas con sus socios comerciales, basadas en la confianza y en el conocimiento mutuo. Esto le ha permitido a Disther incorporar y seguir incorporando nuevas líneas de productos, actualmente la empresa cuenta con alrededor de 1.800 productos, en diferentes tamaños y presentaciones, agrupados en las siguientes líneas.

## Productos

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), presenta un amplio portafolio de productos, en donde actualmente se destaca la introducción a sus líneas de productos, esmaltes de uso general, esmaltes anticorrosivos y sintéticos de uso automotriz. Además, la empresa produce varios productos complementarios como *Pimer*, que es un promotor de adherencia para usar antes del acabado final, desoxidante, removedores de pintura, etc. Su portafolio viene definido en las siguientes categorías:



1. **Diluyentes:** mezclas de hidrocarburos alifáticos, aromáticos y potentes solventes activos
  - Para Lacas Nitrocelulosicas: Laca Estándar, Laca Especial
  - Para Lacas Acrílicas: Estándar y Especial
  - Para Pinturas base Poliuretano: PU-54, PU-DISTHER
  
2. **Línea para Madera:** Producto formulado con resinas sintéticas, aditivos y combinaciones de nitrocelulosas importadas, de altísima calidad, que otorgan a los mismos una excelente penetración en la madera.
  - Línea Nitrocelulosica: NITROCOR
  - Línea Catalizada al Ácido: MADERLUX
  
3. **Línea Automotriz:** Productos formulados con resinas alquídicas, resistentes, modificadas, aditivos y pigmentos resistentes a los efectos del medio ambiente, ideal para usarse como acabado automotriz; además de protectores ideales para automotores.
  - Sintético AUTOMOTRIZ
  - Laca NITRO
  - Fondo NITRO
  - Masilla Plástica CHAMPION
  - Batepiedra CHAMPION
  
4. **Arquitectónica:** Producto formulado con resinas alquídicas de excelente calidad y pigmentos inhibidoras de la corrosión, libres de plomo, cromo y metales pesados.
  - Esmalte Anticorrosivo DISTHER
  - Esmalte Anticorrosivo PROPIO
  
5. **Complementarios:** Productos complementarios de alta calidad.
  - Desoxidante DISTHER
  - Removedor de Pintura DISTHER

## Competencia

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos DISTHER Cía. Ltda. (DISTHER)<sup>3</sup> tiene una trayectoria de más de cuarenta años en el mercado, dedicándose a la producción de Diluyentes para pinturas, resinas poliéster y alquídicas, y adhesivos, en donde ha generado un posicionamiento dentro del sector en el que opera (C2022.01) a través de relaciones comerciales sólidas con sus clientes. A diciembre 2022<sup>4</sup>, ocupa la sexta posición dentro de un total de 29 empresas que reportaron ventas, reflejando una participación del 3,78%.

Ranking según ingresos a diciembre 2022 (US\$)		
Empresa	Ingresos	Part (%)
PINTURAS UNIDAS S.A.	78.017.479,50	26,10%
PINTURAS CONDOR SA	75.232.122,04	25,17%
ADHEPLAST S.A	44.422.128,33	14,86%
PINTURAS ECUATORIANAS S.A. PINTUCO	27.908.228,81	9,34%
ECUABARNICES S.A.	13.503.375,82	4,52%
FABRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C.LTDA. (DISTHER)	11.289.694,63	3,78%
SAINT GOBAIN ABRASIVOS Y ADHESIVOS ECUADOR S.A.	11.064.876,15	3,70%
PINTURAS IMPERIAL CIA.LTDA.	7.568.432,68	2,53%

<sup>3</sup> C2022.01 – “fabricación de pinturas, barnices, esmaltes o lacas pigmentos y tintes, Opacificadores y colores preparados.”

<sup>4</sup> Última actualización del ente de control.

EMDIQUIN EMPRESA DE DILUYENTES Y QUIMICOS INDUSTRIALES CIA. LTDA	5.129.470,65	1,72%
Otras (20 empresas)	24.797.374,33	8,30%
<b>Total</b>	<b>298.933.182,94</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros /Elaboración: PCR

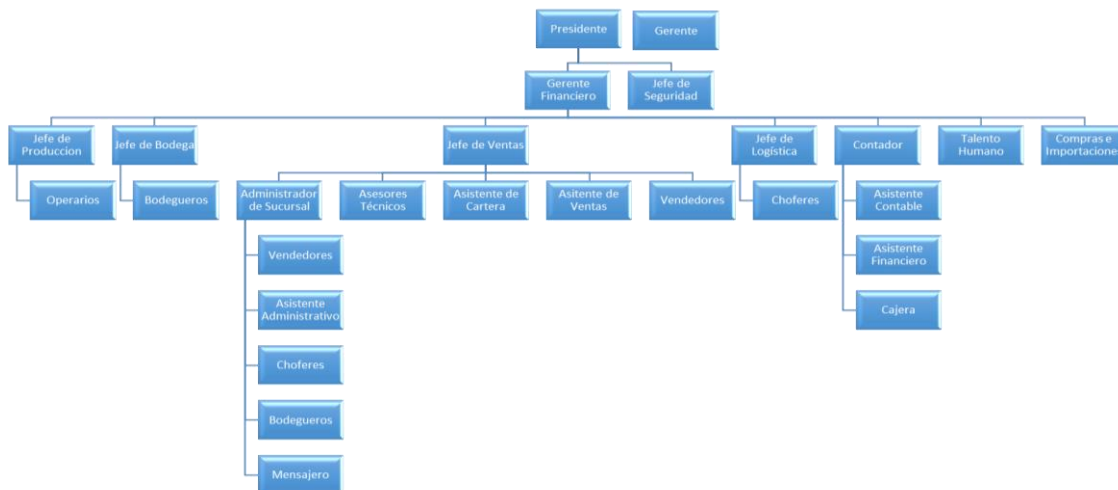
### Gobierno Corporativo

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la institución cuenta con US\$ 832,00 mil de capital social. La composición accionaria se reparte el 88,82% en Gutiérrez Sierra Gutisier S.A., y la diferencia entre Gutiérrez Guillermo (7,13%) y Gutiérrez Luis (4,05%). Cabe señalar, que la entidad cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas, pero no designada formalmente. Por otro lado, la Junta General de Accionistas mantiene su propio reglamento, en cuanto a la convocatoria, esta se realiza en un plazo mayor al estipulado en el Estatuto. No se permite la posibilidad de incorporar puntos a debatir en las Juntas, por parte de los accionistas; así como la delegación de voto para las Juntas.

En relación con el Directorio, este no cuenta con un Reglamento; así como, criterios para la selección de estos. De manera análoga, se menciona que cuenta con políticas para la gestión de riesgos, pero no forman parte de una política integral, cuenta con un área de auditoría interna que reporta al Directorio; más no cuenta con una política de información y no difunde los avances realizados en temas de gobierno corporativo.

### Organigrama

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) exhibe un organigrama dividido por áreas como son producción, bodega, ventas, logística, contador, talento humano y compras e importaciones, detallado de la siguiente forma:



Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

De acuerdo con los datos registrados en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a la fecha de corte, los administradores actuales de la compañía son:

Nombre	Nacionalidad	Cargo	Fecha de Nombramiento	Período
Gutiérrez Sierra Luis Eduardo	Ecuador	Presidente	2020-12-09	5
Gutiérrez Sierra Álvaro Ernesto	Ecuador	Gerente	2020-12-09	5

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros /Elaboración: PCR

### Colaboradores y Sistemas Contables

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) a noviembre 2023 registró en nómina 65 colaboradores, distribuidos el 46,5% corresponde a personal administrativo, el 43,08% a operativo, el remanente se encuentra conformado por los gerentes de áreas. La compañía utiliza un Sistema de Evaluación 360 que evalúa las competencias organizacionales y los indicadores de gestión asignados a cada recurso.

En cuanto al sistema contable, el emisor trabaja con Sistema SAP, mismo que es un sistema informático integrado de gestión empresarial diseñado para modelar y automatizar las diferentes áreas de la empresa y la administración de sus recursos. Se constituyen como herramientas ideales para cubrir todas las necesidades de la gestión empresarial sean grandes o pequeñas en torno a la administración de negocios, sistemas contables, manejo de finanzas, contabilidad, administración de operaciones y planes de mercadotecnia, logística, etc.



## Responsabilidad Social

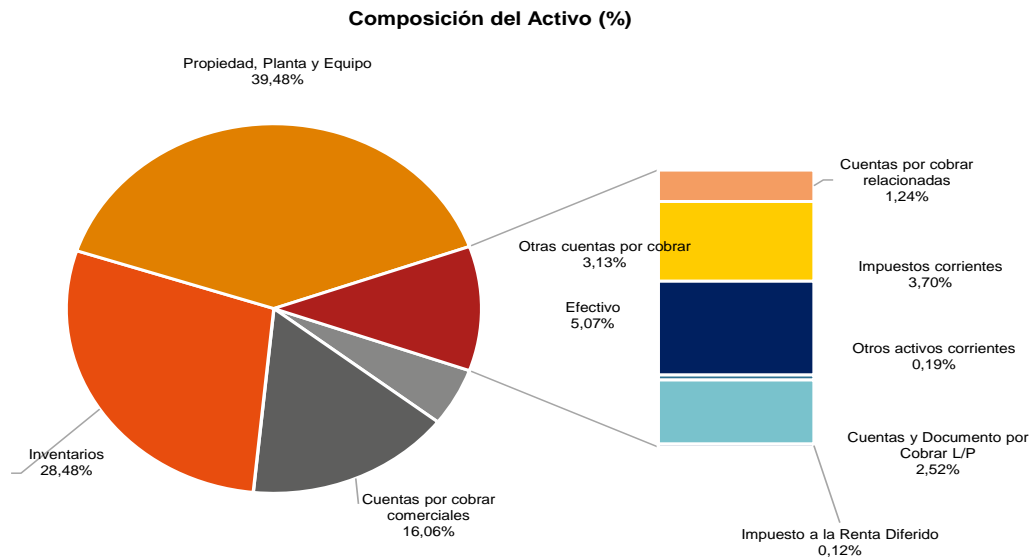
Respecto a la responsabilidad social, se tiene que Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) no ha identificado, ni consultado a sus grupos de interés, por ende, no ha definido estrategias de participación con sus grupos de interés. En temas ambientales, la compañía no cuenta con programas y políticas que promuevan la eficiencia energética; no obstante, si realiza algunas acciones que promuevan el reciclaje y el consumo racional del agua, pero no forman parte de un programa formal. La calificadora considera que, el emisor no ha sido objeto de multa y/o sanciones en materia ambiental, durante el ejercicio evaluado. En el área social, la empresa realiza algunas acciones que promueven la igualdad de oportunidades, otorga los beneficios de ley a los trabajadores y cuenta con un código de ética, son embargo, no cuenta con programas que promuevan la erradicación del trabajo infantil – el trabajo forzoso y la participación en la comunidad.

## Calidad de Activos:

Para la fecha de corte, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) alcanza un monto total de activos de US\$ 15,36 millones, rubro que se incrementa en +4,62% (US\$ +677,38 mil) frente a su corte similar del año anterior. Este desempeño se alinea con su tendencia creciente de los últimos cinco años (+4,00%; 2018-2022). El comportamiento favorable de los activos fue impulsado por el crecimiento de los activos no corrientes (+17,38%; US\$ +957,84 mil); mientras que, los activos circulantes se contraen (-3,06%; US\$ -280,46 mil). En específico, las variaciones más significativas ocurren en los rubros de propiedad planta y equipo (+18,23%; US\$ +934,75 mil) y efectivo (+157,09%; US\$ +475,29 mil).

Para noviembre 2023, la estructura general del activo se mantiene acorde a su registro histórico, pues los activos corrientes participan mayoritariamente con el 57,88% (US\$ 8,89 millones) y el 42,12% (US\$ 6,47 millones) restante se concentra en el largo plazo. En específico, se evidencia que, el principal rubro de la compañía son las propiedades plantas y equipos, componente fundamental para el proceso de fabricación de sus productos, el cual pondera el 39,48% (US\$ 6,06 millones), después están los inventarios (28,48%; US\$ 4,37 millones), cuentas por cobrar comerciales (16,06%; US\$ 2,47 millones), efectivo (5,07%; US\$ 777,85 mil) y el 10,91% (US\$ 1,68 millones) se distribuye entre otras cuentas por cobrar, impuestos corrientes, documentos por cobrar a largo plazo, cuentas por cobrar relacionadas y otros activos.

A continuación, se detalle la composición del activo:



**Fuente:** Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / **Elaboración:** PCR

Como se mencionó anteriormente, los activos fijos para Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) son un elemento clave para las operaciones de fabricación local de sus productos, a la fecha de corte dicho rubro totalizó en US\$ 6,06 millones, después de expandirse interanualmente (+18,23%; US\$ +934,75 mil), esta variación positiva es el resultado de la revalorización de los terrenos 42,37% (US\$ +995,28 mil), de maquinarias y equipos +62,54% (US\$ +145,90 mil) debido a que la empresa se encuentra con obras en proceso para mejorar la producción y, otros rubros también se incrementaron en menor medida.

A continuación, un detalle:

Propiedades, Planta y Equipo (US\$)		
Detalle	nov-22	nov-23
Terrenos	2.349.011,67	3.344.289,02
Edificio	2.054.648,26	2.077.768,25
Maquinarias y Equipo	233.277,59	379.177,16
Muebles y Enseres	34.015,89	33.288,45
Instalaciones	163.204,07	140.748,79
Equipo de Computación	49.171,78	46.348,99
Obras en Proceso	243.543,30	40.004,96
<b>Total</b>	<b>5.126.872,56</b>	<b>6.061.625,62</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

Continuando con el análisis, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) dirige sus operaciones al sector químico con más de cuarenta años de experiencia en el mercado local, dedicándose a la producción de diluyentes para pinturas, resinas, pinturas y adhesivos; para posteriormente comercializar sus productos. Bajo este precedente, los inventarios conforman el segundo rubro con mayor participación dentro de sus activos, el cual decreció ligeramente de forma interanual en -0,79% (US\$ -34,77 mil) alcanzando a la fecha de corte un monto de US\$ 4,37 millones. Este dinamismo es explicado por el incremento de la materia prima en +22,65% (US\$ +289,31 mil) y los productos terminados en +13,05% (US\$ +180,68 mil).

A continuación, se muestra el detalle de inventarios:

Inventarios (US\$)			
Detalle	nov-22	nov-23	Part (%)
Materia prima	1.393.150,63	1.833.187,44	41,92%
Producto en proceso	530.602,68	361.419,67	8,26%
Productos terminados	1.385.061,64	1.565.744,67	35,80%
Envases y materiales	91.894,46	0,00	0,00%
Importaciones en tránsito	1.007.630,60	613.216,59	14,02%
<b>Inventarios</b>	<b>4.408.340,01</b>	<b>4.373.568,37</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

Por lo anterior, a noviembre 2023 la rotación de los inventarios cerró en 209 días, periodicidad superior a lo registrado en su corte comparable (191 días), como efecto de un decremento en mayor medida de los costos de venta que de los inventarios. Además, esta rotación es superior a la reflejada en su promedio histórico (170 días; 2018-2022).

De acuerdo con el giro de negocio, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) recibe flujos provenientes de las cuentas por cobrar, siendo estas reconocidas cuando el cliente adeuda cierto monto por concepto de venta de los diferentes productos o servicios. En tal virtud, la compañía ha logrado conservar relaciones comerciales sólidas con sus socios estratégicos, basadas en la confianza y en ofertar productos de buena calidad a precios competitivos. A continuación, se observa la concentración de los principales clientes de la empresa:

Principales Clientes de Disther Cía. Ltda. a noviembre 2023	
Cliente	Participación (%)
TRECX S.A.	34,23%
PINTURAS IMPERIAL CIA. LTDA.	24,94%
MEGAMETALES S.A.	17,82%
PINTURAS EL MAESTRO CIA. LTDA.	9,65%
ARIAS BUENANO MARIA ADRIANA	8,25%
INDUSTRIAL LATINA S.A. LAINDUSA	5,11%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

De acuerdo con el cuadro anterior, se evidencia que, el principal cliente de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) representa el 34,23% del total de ventas, demostrando una alta concentración; sin embargo, el riesgo es controlado gracias a las saludables relaciones comerciales que se han mantenido a lo largo de los 25 años de vínculos de negociación.

En este mismo contexto, la calificadora analiza la calidad de la cartera comercial que posee el emisor, la cual a noviembre 2023 refleja un monto total de US\$ 2,47 millones, siendo inferior a lo reportado en su corte similar (-13,05%; US\$ -370,28 mil). La cartera por vencer representa el 55,80% del total de la cartera y esta presentó un decremento del -21,43% (US\$ -375,49 mil). Igualmente, la cartera vencida se reduce, en menor medida, en un -2,87% (US\$ -39,53 mil), especialmente aquella que se acumula en el rango de 1 a 30 días (-2,02%; US\$ -23,00 mil), dicho dinamismo negativo afectó directamente al indicador de morosidad.



Cartera Comercial		
Detalle	nov-22	nov-23
<b>Cartera por vencer</b>	<b>1.751.912,15</b>	<b>1.376.425,58</b>
<b>Cartera vencida</b>	<b>1.376.244,48</b>	<b>1.336.713,43</b>
Vencidas a 30 días	1.136.881,04	1.113.881,04
Vencidas a 60 días	127.648,87	124.166,04
Vencidas a 90 días	70.701,89	63.261,15
Vencidas a 120 días	41.012,68	35.405,20
Provisión de cuentas incobrables	-291.225,43	-246.486,59
<b>Total</b>	<b>2.836.931,20</b>	<b>2.466.652,42</b>
<b>Morosidad</b>	<b>48,51%</b>	<b>54,19%</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

Adicionalmente, se ha evidenciado que el emisor realiza provisiones, mismas que a la fecha de corte representa el 18,44% de la cartera vencida. Por último, el menor decremento de la cartera vencida respecto a la variación del total de la cartera, provocó una expansión interanual de la morosidad en +5,68 p.p. para concluir en 54,19% a la fecha de corte. Este comportamiento se atribuye al incremento de la cartera vencida de hasta 30 días impago, razón por la cual, la compañía mantiene estrategias de recuperación de cartera y acuerdos de pago con los clientes.

Adicionalmente, a noviembre 2023, la rotación de cuentas por cobrar comerciales cerró en 81 días, alineado a las políticas de cobro e, inferior en 9 días a lo reportar en su corte similar anterior, pero similar al comportamiento histórico (81 días; 2018-2022). En tanto que, la rotación de cuentas por cobrar con sus empresas relacionadas se ubicó en 6 días, siendo inferior en 2 días a su corte interanual, debido a una contracción de las cuentas por cobrar relacionadas en -20,92% (US\$ -50,50 mil), sumando a la fecha de corte en US\$ 190,91 mil, a su vez, atribuido al decremento de operaciones con Zoomcorp.

A continuación, un detalle:

Cartera con Relacionadas Disther Cía. Ltda.		
Detalle	nov-22	nov-23
Zoomcorp	110.384,61	54.899,61
Invergusi	71.676,30	72.526,30
Gutisier	59.295,12	63.487,24
<b>Total</b>	<b>241.356,03</b>	<b>190.913,15</b>

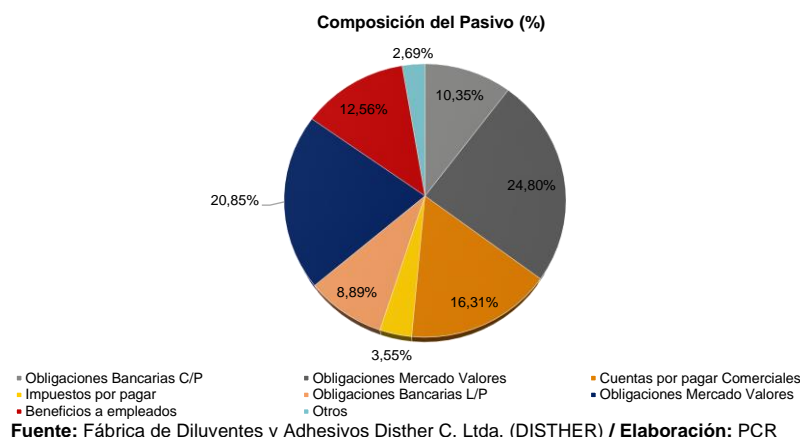
Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

La calificadora observa el incremento sostenido de los activos de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), mismos que, por su giro de negocio se han concentrado en el corto plazo. Además, se aprecia las saludables relaciones comerciales con sus clientes, a través de acuerdos de precio, cantidad y plazos; sin embargo, se reconoce un deterioro de la morosidad atribuido al mayor decremento de la cartera en general respecto del dinamismo de la cartera vencida.

#### Pasivos:

Para noviembre 2023, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) presenta una leve contracción de sus pasivos (-4,76%; US\$ -1,39 millones) alcanzando un monto de US\$ 9,69 millones. Este dinamismo es opuesto al observado en los últimos cinco años (+3,26%; 2018-2022). A su vez, este comportamiento es explicado por el decremento del pasivo circulante (-26,02%; US\$ -1,87 millones), especialmente viene dado por una disminución de las cuentas por pagar con sus proveedores. Mientras que, los pasivos a largo plazo, exhibieron un incremento interanual (+46,84%; US\$ +1,39 millones).

Al examinar su composición, la calificadora determina que, los pasivos corrientes continúan manteniendo una alta concentración, a noviembre 2023 representan el 55,01% (US\$ 5,33 millones) del total, y el 44,99% (US\$ 4,36 millones) de los pasivos se concentran en el largo plazo; sin embargo, se reconoce que, en los últimos tiempos este rubro ha ganado una mayor participación. De manera puntual, la deuda con el mercado de valores acapara el 45,64% (US\$ 4,42 millones), seguidamente está la deuda con instituciones financieras con el 19,25% (US\$ 1,86 millones), después están los compromisos con sus proveedores 16,31% (US\$ 1,58 millones), los beneficios a empleados 12,56% (US\$ 1,22 millones) y el 6,24% se distribuye entre impuestos por pagar y cuentas por pagar con sus accionistas.



De acuerdo con la trayectoria y experiencia del emisor dentro de mercado de químicos, se menciona que, ha conservado un esquema de financiamiento basado en instrumentos de deuda con el mercado de valores, instituciones bancarias y con sus proveedores, a fin de canalizar los recursos hacia las inversiones de la compañía, tanto en mejoras de infraestructura como capital de trabajo.

Bajo este precedente, al mes de corte la deuda financiera contabilizó los US\$ 6,29 millones, después de expandirse interanualmente en +22,28% (US\$ +1,15 millones) frente a su comparativo interanual, variación positiva que es explicada por el acrecentamiento de la deuda no corriente (+70,24%; US\$ +1,19 millones), En contraste, la deuda a corto plazo decreció ligeramente en un -1,26% (US\$ -43,31 mil), posición en donde se concentra la deuda (54,17%; US\$ 3,41 millones).

La principal fuente de financiamiento recae sobre mercado de valores. Es así como, a la fecha de corte, se observan 4 instrumentos, correspondientes a la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones y al Segundo y Tercer Papel Comercial, que en conjunto suan US\$ 4,42 millones.

A continuación un detalle:

Deuda con el Mercado de Valores a noviembre 2023 (US\$)	
Instrumentos	Monto (US)
II Papel Comercial	1.401.751,00
III Papel Comercial	999.997,00
I Emisión de Obligaciones	519.272,40
II Emisión de Obligaciones	1.500.000,00
<b>Total</b>	<b>4.421.020,40</b>

**Fuente:** Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / **Elaboración:** PCR

Siguiendo con las fuentes de financiamiento, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) mantiene compromisos con dos instituciones bancarias y deuda corriente con tarjetas de crédito, las cuales suman US\$ 1,86 millones. Asimismo, se distingue que, el 53,79% (US\$ 1,00 millón) será cancelado en el corto plazo.

A continuación, se detalle la deuda con instituciones financieras:

Deuda Bancaria a noviembre 2023 (US\$)		
Institución	Corto Plazo	Largo Plazo
Banco Guayaquil	195.670,30	111.460,63
Banco Pichincha	766.322,25	750.000,00
Tarjeta de crédito	40.843,28	0,00
<b>Total</b>	<b>1.002.835,83</b>	<b>861.460,63</b>

**Fuente:** Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / **Elaboración:** PCR

Por otro lado, las facturas por pagar de las adquisiciones de bienes y servicios mantienen vencimientos promedio de hasta 90 días, pero no generan intereses, dichas compras son realizadas a proveedores nacionales e internacionales. De tal manera, las cuentas por pagar comerciales totalizan en US\$ 1,58 millones, después de contraerse interanualmente en -50,23% (US\$ -1,59 millones).

A continuación, se presenta un detalle de los principales proveedores:

Principales Proveedores a noviembre 2023	
Proveedores Nacionales	Participación (%)
NEGOCIOS E INVERSIONES SAN JOSE SANINVER S.A.S.	10%
LINDE ECUADOR S.A	9%
PLASTITOTAL SA	7%
CORPETROLSA S.A	15%
CIPEQ CIA LTDA	7%
EL MORRO S A MORROCAL	6%
ENDARA ORTIZ FRANCISCO JOSUE	7%
GTM-Ecuador S.A	15%
GYPERFIL	12%
Otros (11 proveedores)	12%
<b>Total</b>	<b>100%</b>
Proveedores Internacionales	Participación (%)
RHODIA POLIAMIDA LTDA.	14%
NITRO QUIMICA BRASILEIRA	10%
SKYSTEP TRADING LTD.	16%
POSSEHL CO.	28%
CHEMO INTERNATIONAL	10%
BV QUIMICOS INC	10%
QUIMEXPRO S.A.	5%
SAME CHEMICALS B.V.	3%
OPC O.PRIESS & Co	5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

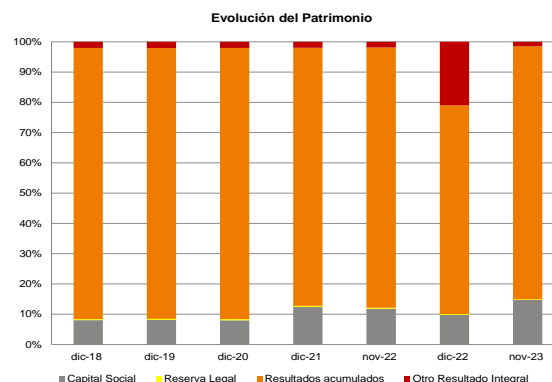
Ante lo descrito, el emisor mantiene un diversificado portafolio de proveedores, 3 de sus proveedores nacionales mantienen una elevada concentración del 42% dentro de este grupo. También, se observa una concentración por parte de un proveedor internacional; sin embargo, el riesgo es moderado considerando las saludables relaciones comerciales con estos. La contracción de las cuentas por pagar causó una disminución de su rotación en -62 días, cerrando a la fecha de corte en 76 días y es inferior al registrado en su promedio histórico (175 días, 2018-2022).

Finalmente, se reconoce que el emisor cumple en tiempo y forma con las instituciones financieras, mercado de valores, SRI, IESS y SCVS.

En los últimos cinco años, se evidencia que, el emisor ha mantenido un progresivo incremento de sus pasivos, a excepción del año 2020; los cuales se han concentrado en el corto plazo. A pesar de esta estructura, la compañía ha mantenido los recursos líquidos necesarios para responder a sus obligaciones circulantes de manera oportuna. Con respecto a las fuentes de fondeo, la entidad se apalanca con el mercado de valores, instituciones bancarias y proveedores, con estos últimos conserva fuertes relaciones comerciales; de esta manera, ha conseguido el capital de trabajo basto para operar de manera ininterrumpida.

#### Saporte Patrimonial:

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) exhibe un incremento sostenido de su nivel patrimonial, registrando un crecimiento promedio de +6,13% (2018-2022). Para noviembre 2023, este desempeño es aún superior, pues crece interanualmente en un +25,77% (US\$ +1,16 millones), impulsado principalmente por la acumulación de los resultados generados en periodos anteriores (+22,23%; US\$ +861,27 mil).



Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

En cuanto a su estructura, se aprecia que, el patrimonio se compone mayoritariamente por los resultados acumulados (83,55%; US\$ 4,74 millones), por el capital social 14,68% (US\$ 832,00 mil) y el 1,49% (US\$ 84,56 mil) es acaparado por los otros resultados integrales y el 0,28% (US\$ 16,00 mil) por reservas.

A su vez, la calificadora resalta el compromiso de los accionistas; puesto que, con fecha 28 de agosto de 2023, la Junta General Extraordinaria de Socios aprueba un aumento de capital de US\$ 300,00 mil, con lo cual el capital suscrito y pagado de la compañía asciende a US\$ 832,00 mil.

Su estructura se detalla a continuación:

Accionistas	Total	Part (%)
Gutiérrez Chiriboga Guillermo	59.320,00	7,13%
Gutiérrez Chiriboga Luis Carlos	33.697,48	4,05%
Gutiérrez Sierra Gutisier S.A.	738.982,52	88,82%
<b>Total</b>	<b>832.000,00</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

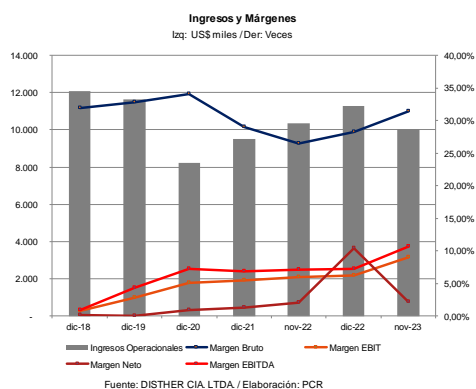
Respecto a la reserva legal, es importante mencionar que, la Ley de Compañías requiere por lo menos el 10% de la utilidad anual sea apropiado como reserva legal hasta que ésta como mínimo alcance el 50% de capital social. Esta reserva no es disponible para el pago de dividendos en efectivo, pero puede ser capitalizada en su totalidad, la cual a la fecha cierra en US\$ 1,50 millones en adopción por primera vez de las NIIF's.

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) no cuenta con una política establecida sobre la repartición de dividendos con el objetivo de fortalecer constantemente su capacidad patrimonial. Se enfatiza el compromiso de los accionistas al haber incrementado su capital social, lo cual favorecerá a sus indicadores.

### Desempeño Operativo:

Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda., se ha catalogado como una empresa manufacturera con una trayectoria de más de 40 años, dedicada a la producción de diluyentes para pinturas, resinas, poliéster, alquídicas, pinturas y adhesivos; lo que le ha permitido conservar una sólida posición dentro del mercado de químicos.

Los ingresos operativos de la entidad han presentado fluctuaciones significativas, al pasar de US\$ 12,07 millones en el año 2018 hasta US\$ 11,29 millones a diciembre 2022, siendo los años 2020 y 2021 los más afectados a nivel de ventas como consecuencia del Covid-19.



Fuente: DISTHER CIA. LTDA. / Elaboración: PCR

Para noviembre 2023, se distingue una contracción interanual de ventas de -2,99% (US\$ -308,94 mil), alcanzando un monto de US\$ 10,04 millones, este dinamismo es provocado, principalmente, por el decremento de ventas de productos como: lacas (-10,13%; US\$ -611,01 mil) y otros en menor medida.

Paralelamente, los costos de venta disminuyeron a mayor velocidad, demostrando una eficiencia en la administración de recursos (-9,45%; US\$ -718,75 mil), cerrando a la fecha de corte en US\$ 6,89 millones. Acto seguido, se evidencia una recuperación del margen de costo de ventas/ingresos en -4,90 p.p. situándose en 68,62%.

Por lo tanto, el mayor decremento de los costos que de los ingresos operacionales, le permitieron a la compañía reflejar una utilidad bruta superior (+14,95%; US\$ +409,81 mil) a su corte similar del año anterior, sumando en US\$ 3,15 millones a noviembre 2023.

A su vez, se observa que, los gastos operacionales se incrementaron en un +4,94% (US\$ +125,85 mil) hasta totalizar en US\$ 2,24 millones. A pesar de este desempeño, el resultado operacional se mantiene elevado frente a su comparativo interanual (+45,65%; US\$ +283,96 mil) culminando a la fecha de corte en US\$ 905,94 mil.

Continuando con el análisis, el incremento de la deuda financiera impulsó un aumento anual de los gastos financieros generados (+77,11%; US\$ +320,54 mil) contabilizando en US\$ 736,20 mil a noviembre 2023. Por otro lado, los otros ingresos presentaron un aumento de +397,98% (US\$ +39,80 mil). Como resultado de este dinamismo, el emisor obtuvo una utilidad neta marginalmente superior a la reflejada en su corte comparable (+1,49%; US\$ 3,22 mil).

Si bien, el resultado integral se incrementó marginalmente, el dinamismo del activo y patrimonio fue superior, con lo cual, ambos indicadores de rentabilidad disminuyeron mínimamente. Por un lado, el ROA decrece en -0,05 p.p. hasta ubicarse en 1,56%; mientras que, el ROE disminuye en -1,01 p.p. situándose en 4,23%.

### Cobertura con EBITDA:

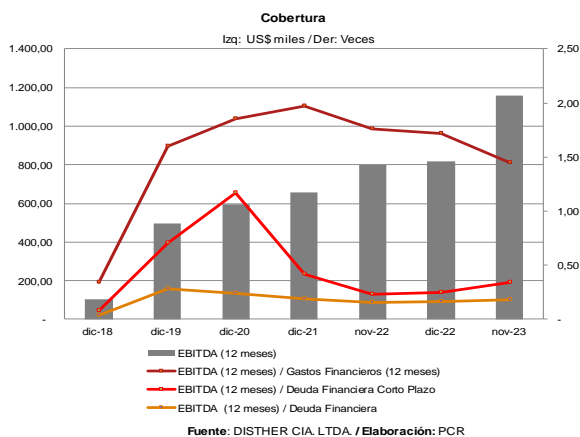
Al analizar los flujos EBITDA de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos C. Ltda. (DISTHER) se evidencia una tendencia creciente, al registrar flujos de US\$ 103,26 mil al 2018 hasta dic-22 en US\$ 820,18 mil.

Para la fecha de corte, el EBITDA se conserva con una tendencia al alza, pues se expande interanualmente en +45,35% (US\$ +331,92 mil), comportamiento explicado por el incremento de los resultados operacionales, a su vez, fruto de la eficiencia de los costos.

Tomando en cuenta este contexto, la cobertura sobre la deuda financiera a corto plazo<sup>5</sup> se ubicó en 0,34 veces; superior al indicador de noviembre 2022 que se fijó en 0,23 veces, explicado por la expansión del Ebitda y el leve decremento de obligaciones financieras corrientes.

Considerando el incremento tanto de los flujos Ebitda como la deuda financiera, la cobertura sobre la deuda total creció marginalmente en +0,03 veces hasta ubicarse en 0,18 veces.

Respecto a la cobertura sobre los gastos financieros, se distingue que, ante el mayor incremento de los gastos financieros que de los flujos de Ebitda, su margen<sup>6</sup> decrece en -0,32 veces y se posiciona en 1,45 veces a noviembre 2023.

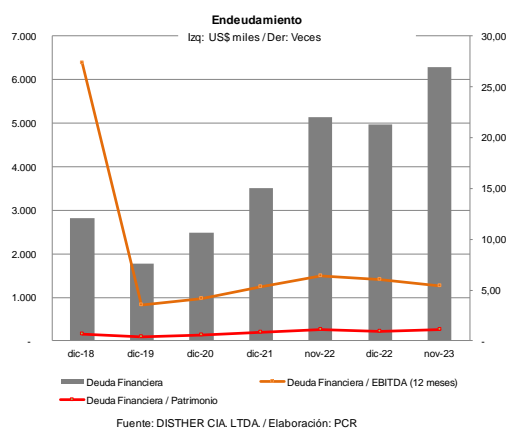


### Endeudamiento:

En los últimos cinco años, el emisor ha conseguido los recursos necesarios para operar de manera continua, a través de financiamiento con el mercado de valores y entidades bancarias.

Bajo este precedente, se observa que, desde el 2018 hasta el año 2021, la deuda financiera se concentraba en el largo plazo; no obstante, para la fecha de corte el mayor porcentaje de deuda se encuentra en el corto plazo (54,17%; US\$ 3,41 millones), rubro que demostró un ligero decremento interanual de -1,26% (US\$ -43,31 mil) hasta sumar en US\$ 3,41 millones a noviembre 2023.

Por otro lado, en el largo plazo se aglomera el 45,83% (US\$ 2,88 millones) del total de la deuda, expandiéndose interanualmente en +70,24% (US\$ +1,19 millones). Por último, el total de la deuda financiera cerró en US\$ 6,29 millones, distribuida entre 4 instrumentos de deuda con el mercado de valores y con 2 entidades bancarias.



A su vez, el indicador de apalancamiento<sup>7</sup> se ubica en 1,71 veces a la fecha de corte, siendo inferior en -0,55 veces a su corte comparable y al promedio histórico (1,81 veces; 2018-2022). Por otra parte, la cobertura de deuda sobre patrimonio se ubicó en 1,11 veces, siendo levemente inferior a su corte interanual (1,14 veces). En cuanto al nivel de deuda sobre el pasivo total, reflejó un valor de 0,65 veces; es decir, que la deuda financiera representa aproximadamente el 65% del total de pasivo y creció en +0,14 veces de forma interanual.

Finalmente, al analizar la capacidad de pago del emisor; se considera que, si se conserva la generación actual de flujos Ebitda de la fecha de corte, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) cancelaría su deuda financiera en 5,42 años, periodicidad inferior a lo registrado un año atrás (6,44 años) como resultado del mayor crecimiento de la generación de flujos de Ebitda. Adicionalmente, se reconoce el apropiado manejo del negocio, el cual se demuestra con el cumplimiento en tiempo y forma con obligaciones contraídas tantas obligaciones financieras, mercado de valores, proveedores; entre otros.

<sup>5</sup> EBITDA (12 meses) / Deuda financiera a corto plazo

<sup>6</sup> EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)

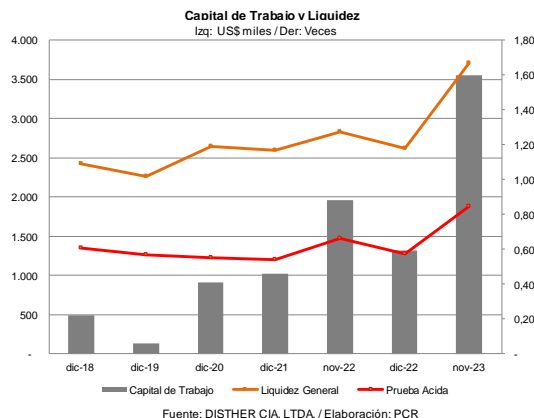
<sup>7</sup> Índice de Apalancamiento: Total Pasivo / Patrimonio

### Liquidez y Flujo de Efectivo:

Como se puede apreciar en el gráfico, durante los últimos cinco años Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) ha mantenido los recursos líquidos necesarios para responder a sus obligaciones inmediatas, demostrando un indicador promedio de 1,13 veces (2018-2022).

Para la fecha de corte, el indicador se situó en 1,67 veces, después de incrementarse en +0,40 veces.

Como se mencionó anteriormente, la compañía tiene una alta dependencia de sus inventarios, recursos vitales para la operación normal de su negocio, dicho rubro representó el 28,48% del total de sus activos y, considerando el incremento de los activos líquidos (sin considerar inventarios) en mayor proporción que los pasivos corrientes provocaron que el indicador de liquidez bajo la prueba ácida se expanda en +0,19 veces hasta cerrar en 0,85 veces a noviembre 2023.



Adicionalmente, se afirma el saludable manejo de capital de trabajo, el cual se ha incrementado sostenidamente en todo su histórico contabilizando a la fecha de corte en US\$ 3,56 millones, siendo superior a su corte comparable en +81,09% (US\$ +1,59 millones), recursos que han sido utilizados para responder a las obligaciones de negocio como financiación de cuentas por cobrar de sus clientes, pago a proveedores y compra de inventarios.

El ciclo de conversión de efectivo se ha mantenido alrededor de 82 días durante los últimos cinco años, para noviembre 2023 se ubicó en 221 días; siendo superior en +70 días respecto a su corte comparable; dicho comportamiento sucede por la contracción de la rotación de cuentas por pagar proveedores (-62 días).

Por último, a noviembre 2023 el flujo de efectivo de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) muestra un flujo proveniente de actividades operativas por US\$ 327,61 mil como resultado de efectivo recibido de clientes por ventas frente al pago a proveedores por suministro de bienes, servicios y efectivo pagado a empleados. Por otro lado, no se registraron inversiones; en tanto que, el flujo de financiamiento fue de US\$ 164,10 mil, lo que obedece a pagos por préstamos y otras entradas. El saldo bancario al principio del periodo por US\$ 286,13 mil, reflejando un saldo final de US\$ 777,85 mil.

### Situación de las Emisiones:

La Primera Emisión de Obligaciones de largo plazo de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther Cía. Ltda., por US\$ 4,00 millones, se conforma por dos clases; la primera por un monto de US\$ 1,00 millón y la segunda clase por US\$ 3,00 millones; con plazos de 1.440 días y 1.800 días; respectivamente. Asimismo, con una amortización de capital semestral y pago de intereses trimestral para cada clase. La emisión está amparada con la garantía general del emisor.

El Segundo Programa de Papel Comercial de corto plazo de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), por un monto de hasta US\$ 2,00 millones, con amortización de capital al vencimiento, con el esquema cero cupón. Dentro del programa del papel comercial, el Emisor realizará emisiones de hasta 720 días y hasta por el monto del programa, mismo que se encuentra amparado con la garantía general del emisor.

El Tercer Programa de Papel Comercial de corto plazo de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), por un monto de US\$ 1,00 millones, con amortización de capital al vencimiento a una tasa de 8,50%. Dentro del programa del papel comercial, la duración del programa es de hasta 720 días, mismo que se encuentra amparado con la garantía general del emisor.

La Segunda Emisión de Obligaciones de largo plazo de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER), por US\$ 1,50 millones, se conforma por una clase a un plazo de 1.080 días; con una amortización de capital semestral y pago de intereses trimestral con una tasa de 8,50%. La emisión está amparada con la garantía general del emisor.

Las proyecciones de Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther Cía. Ltda., se muestran adecuadas y con un buen cumplimiento considerando las previsiones macroeconómicas; así como, la estabilidad en los márgenes y los niveles de deuda del emisor.

## Instrumento Calificado

### Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo

Con fecha 05 de julio de 2019, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA., en donde se decidió aprobar la Primera Emisión de Obligaciones de largo plazo, por un monto de hasta US\$ 4'000.000,00, según el siguiente detalle que consta en la Circular de Oferta Pública:

Características de los Valores					
<b>Emisor:</b>	FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA.				
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 4.000.000,00				
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.				
<b>Características:</b>	<b>Clases</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo</b>	<b>Amortización de capital</b>	<b>Pago de intereses</b>
	1	1.000.000,00	1.440 días	Semestral	Trimestral
	2	3.000.000,00	1.800 días	Semestral	Trimestral
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting.				
<b>Rescates anticipados:</b>	Los valores correspondientes al capital de la emisión del papel comercial podrán ser rescatados anticipadamente previo acuerdo unánime del 100% de los obligacionistas cuyas obligaciones estén en circulación.				
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil.				
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
<b>Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:</b>	Real Casa de Valores S.A. (Casa Real).				
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
<b>Destino de los recursos:</b>	El objeto de la emisión es financiarse a través del Mercado de Valores para pagar pasivos con costo y capital de trabajo, específicamente para compra de inventarios, pago a proveedores e inversión en mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.				
<b>Resguardos de ley:</b>	La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas resolvió como los resguardos del Segundo Programa de Papel Comercial determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: 1. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores; y que los activos reales sobre los pasivos permanecerán en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 2. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 3. La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener la relación de 1.25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de estas, según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.				
<b>Resguardo Voluntario:</b>	Constituir un encargo fiduciario de administración de flujos, para los cual DISTHER S.A. destinará de manera irrevocable los recursos dinerarios y/o INVERSIONES futuras equivalente al dividendo semestral de la emisión de obligaciones realizada por FABRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA, que se generarán por las ventas que la compañía realiza al CLIENTE SELECCIONADO; y que deberán ingresar de manera mensual a la cuenta aperturada para el efecto, o en el caso de las INVERSIONES entregadas en custodia para que la FIDUCIARIA cumpla con las instrucciones estipuladas en el contrato de Encargo Fiduciario, hasta que se terminen de pagar íntegramente los VALORES en circulación.				
<b>Garantía:</b>	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
<b>Límite de Endeudamiento:</b>	El emisor se compromete a mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.				

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Mediante Resolución SCVS-INMV-DNAR-2019-00037901, de fecha 21 de noviembre de 2019, el ente de control resolvió aprobar el presente instrumento. Hasta la fecha de corte, el emisor presenta un saldo de capital por pagar de US\$ 519,27 mil. A continuación, un detalle por clase:

Resumen de pagos pendientes a noviembre 2023			
Clase	Capital	Intereses	Saldo Total
1	436.772,40	27.844,24	464.616,64
2	82.500,00	6.600,00	89.100,00
<b>Total</b>	<b>519.272,40</b>	<b>34.444,24</b>	<b>553.716,64</b>

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

### Destino de los Recursos:

El objeto de la emisión es financiarse a través del Mercado de Valores para pagar pasivos con costo y capital de trabajo, específicamente para compra de inventarios, pago a proveedores e inversión en mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.

### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:



Según el acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas se acordó preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:

1. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores; y que los activos reales sobre los pasivos permanecerán en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Indicador de Liquidez							
fecha	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	promedio
Liquidez	1,29	1,34	1,40	1,55	1,56	1,67	1,47

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

2. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1$
Activo Reales	14.768,24	1,52
Pasivo Totales	9.686,28	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

3. La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora.

*A la fecha de corte, el emisor no presenta obligaciones en mora, cumple con el resguardo establecido.*

4. Mantener la relación de 1.25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de estas.<sup>8</sup>

Activos depurados/Emisiones en Circulación		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos depurados	9.852.601,33	1,96
Emisiones en Circulación	5.019.272,40	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

### Resguardo Voluntario

Constituir un encargo fiduciario de administración de flujos, para los cuales el emisor destinará de manera irrevocable los recursos dinerarios y/o inversiones futuras equivalente al dividendo semestral de la emisión de obligaciones realizada por FABRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA, que se generarán por las ventas que la compañía realiza al cliente seleccionado; y que deberán ingresar de manera mensual a la cuenta aperturada para el efecto, o en el caso de las inversiones entregadas en custodia para que la FIDUCIARIA cumpla con las instrucciones estipuladas en el contrato de Encargo Fiduciario, hasta que se terminen de pagar íntegramente los valores en circulación.

A la fecha de la presente revisión, el último informe de rendición de cuentas por parte de la fiduciaria sobre el encargo fiduciario administración flujos de obligaciones Disther, fue realizado con corte a octubre 2023. En el informe se mencionó los siguientes puntos:

- Monto colocado a la fecha de corte, US\$ 2,19 millones.
- Detalle de la apertura de cuenta en una institución bancaria, dicho registro fiduciario fue notificado al ente de control.
- Detalle de valores recaudados.
- Vencimientos de las obligaciones emitidas.

En dicho informe de rendición de cuentas, se concluye que, de acuerdo con el balance del encargo fiduciario, se demuestra que este provisiona los flujos necesarios para cubrir el pago a los inversionistas en las fechas acordadas según la tabla de amortización, es así como hasta septiembre 2023 ha realizado las cancelaciones de acuerdo con la tabla de amortización. Adicionalmente, el emisor reportó el pago de los intereses en el mes de corte del presente informe.

<sup>8</sup> Según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes

*Cabe recalcar que, el informe de rendición de cuentas se lo realiza semestralmente. Sin embargo, a la fecha de corte se ha ido cancelando los pagos acordes a la tabla de amortización. Finalmente, se concluye que el emisor cumple a cabalidad con el resguardo voluntario.*

**Limitaciones de Endeudamiento**

FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA., se compromete:

1. Mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.

Límite de endeudamiento		Cumplimiento $\leq$ 4 veces
<b>Pasivo con Costo</b>	6.285,32	1,11
<b>Patrimonio</b>	5.668,39	

Fuente: DISTHER Cia. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el límite de endeudamiento establecido.*

## Instrumento Calificado

### Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial de Corto Plazo

Con fecha 24 de enero de 2022, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA., en donde se decidió aprobar el Segundo Programa de Papel Comercial de corto plazo, por un monto de hasta US\$ 2'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Circular de Oferta Pública:

Características de los Valores				
<b>Emisor:</b>	FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA.			
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 2.000.000.00			
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.			
<b>Características:</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo del programa</b>	<b>Pago de Intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	2.000.000,00	720 días	cupón cero	al vencimiento
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.			
<b>Rescates anticipados:</b>	Los valores correspondientes al capital de la emisión del papel comercial podrán ser rescatados anticipadamente previo acuerdo unánime del 100% de los obligacionistas cuyas obligaciones estén en circulación.			
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es CASA DE VALORES SMARTCAPITAL S.A.			
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
<b>Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:</b>	CASA DE VALORES SMARTCAPITAL S.A.			
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
<b>Destino de los recursos:</b>	El destino de los recursos a captar sería para para capital de trabajo y específicamente para pagar pasivos con proveedores del giro del negocio y cancelar pasivos con costo, liberando cargas financieras que aliviarán los flujos operativos. Así como en la inversión en mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.			
<b>Resguardos de ley y establecidos en la Junta:</b>	La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas resolvió como los resguardos del Segundo Programa de Papel Comercial determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:			
	1. Mantener los activos reales sobre los pasivos exigibles con un índice mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores.			
	2.La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora.			
<b>Garantía:</b>	3.Mantener la relación de 1.25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de las mismas, según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.			
	Conforme a lo dispuesto en el artículo ciento sesenta y dos (162) de la Ley de Mercado de Valores (Código Orgánico Monetario y Financiero-Libro II), la presente emisión del Segundo Programa de Papel Comercial estará amparada por garantía general de DISTHER C. LTDA.			
<b>Resguardo Voluntario:</b>	Mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.			
	Mantener la relación menor o igual al 80% de los pasivos corrientes sobre el pasivo total, hasta la total redención del papel comercial.			

Fuente: Circular de Oferta Pública / **Elaboración:** PCR

Mediante Resolución SCVS-INMV-DNAR-2022-00004666, de fecha 20 de junio de 2022, el ente de control resolvió aprobar el presente instrumento. En julio de 2022 inician las colocaciones y terminan en noviembre 2022, habiendo colocado la totalidad del monto aprobado (US\$ 2,00 millones).

#### Destino de los Recursos:

El destino de los recursos a captar sería para para capital de trabajo y específicamente para pagar pasivos con proveedores del giro del negocio y cancelar pasivos con costo, liberando cargas financieras que aliviarán los flujos operativos. Así como en la inversión en mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.

#### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Según el acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas se acordó preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:

1. Mantener los activos reales sobre los pasivos exigibles con un índice mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1$
<b>Activo Reales</b>	14.768,24	<b>1,52</b>
<b>Pasivo Totales</b>	9.686,28	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / **Elaboración:** PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

2. La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora.

*A la fecha de corte, el emisor no presenta obligaciones en mora, cumple con el resguardo establecido.*

3. Mantener la relación de 1.25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de estas.<sup>9</sup>

Activos depurados/Emisiones en Circulación		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos depurados	9.852.601,33	1,96
Emisiones en Circulación	5.019.272,40	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

#### **Resguardos Voluntarios:**

FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA., se compromete:

1. Mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.

Límite de endeudamiento		Cumplimiento $\leq 4$ veces
Pasivo con Costo	6.285,32	1,11
Patrimonio	5.668,39	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo voluntario establecido.*

2. Mantener la relación menor o igual al 80% de los pasivos corrientes sobre el pasivo total, hasta la total redención del papel comercial.

Resguardo Voluntario		Cumplimiento $\leq 80\%$
Pasivos Corrientes	5.328,04	55,01%
Pasivo Total	9.686,28	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo voluntario establecido.*

<sup>9</sup> Según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes

## Instrumento Calificado

### Tercer Programa de Papel Comercial de Corto Plazo

Con fecha 31 de enero de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria de socios de FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA. (DISTHER), en donde se decidió aprobar el Tercer Programa de Papel Comercial de Corto Plazo, por un monto de US\$ 1'000.000,00, según el siguiente detalle que consta en la Circular de Oferta Pública:

Características de los Valores					
<b>Emisor:</b>	FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA. (DISTHER)				
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 1.000.000,00				
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.				
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo del programa</b>	<b>Interés</b>	<b>Amortización de capital e intereses</b>
	<b>A</b>	1.000.000,00	720 días	8,50%	al vencimiento
<b>Sistema de sorteos, rescates, underwriting:</b>	La emisión no contemplará sorteos, rescates anticipados, ni contrato underwriting.				
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil.				
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
<b>Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:</b>	Casa de Valores Smartcapital S.A.				
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.				
<b>Destino de los recursos:</b>	Los recursos provenientes del presente papel comercial se utilizarán para capital de trabajo y específicamente para pagar pasivos con proveedores del giro de negocio y cancelar pasivo con costo, liberando cargas financieras que aliviarán los flujos provenientes así como, en la inversión de mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.				
<b>Resguardos de ley:</b>	Según lo establecido en la Junta General Extraordinaria de socios celebrada el 31 de Enero de 2023, resuelve determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: 1. Mantener los activos reales sobre los pasivos exigibles con un índice mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores. 2. La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3. Mantener la relación de 1.25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de las mismas, según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.				
<b>Garantía:</b>	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
<b>Resguardo Voluntario:</b>	El emisor se compromete a mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.				

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Mediante Resolución SCVS-INMV-DNAR-2023-00040427, de fecha 30 de junio de 2023, el ente de control resolvió aprobar el presente instrumento. Hasta agosto 2023, se colocaron los valores correspondientes.

### Destino de los Recursos:

Los recursos provenientes del presente papel comercial se utilizarán para capital de trabajo y específicamente para pagar pasivos con proveedores del giro de negocio y cancelar pasivo con costo, liberando cargas financieras que aliviarán los flujos provenientes así como, en la inversión de mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.

### Resguardos de Ley:

Los resguardos establecidos por Ley, en detalle son los siguientes:

1. Mantener los activos reales sobre los pasivos exigibles con un índice mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1$
<b>Activo Reales</b>	14.768,24	<b>1,52</b>
<b>Pasivo Totales</b>	9.686,28	

Fuente: DISTHER Cia. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

2. La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora.

*A la fecha de corte, el emisor no presenta obligaciones en mora, cumple con el resguardo establecido.*

3. Mantener la relación de 1.25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de estas.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes

Activos depurados/Emisiones en Circulación		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos depurados	9.852.601,33	1,96
Emisiones en Circulación	5.019.272,40	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

**Resguardo Voluntario:**

El emisor se compromete a mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.

Límite de endeudamiento		Cumplimiento $\leq 4$ veces
Pasivo con Costo	6.285,32	1,11
Patrimonio	5.668,39	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo voluntario establecido.*

## Instrumento Calificado

### Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo

Con fecha 31 de enero de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria de socios de FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA. (DISTHER), en donde se decidió aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones de largo plazo, por un monto de US\$ 1'500.000,00, según el siguiente detalle que consta en la Circular de Oferta Pública:

Características de los Valores					
<b>Emisor:</b>	FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA. (DISTHER)				
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 1.500.000.00				
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.				
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo</b>	<b>Amortización de capital</b>	<b>Pago de intereses</b>
	A	1.500.000,00	1.080 días	Semestral	Trimestral
<b>Sistema de sorteos, rescates, underwriting:</b>	La emisión no contemplará sorteos, rescates anticipados, ni contrato underwriting.				
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil.				
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
<b>Estructurador Financiero, Legal Agente Colocador: y Representante de los Obligacionistas:</b>	Casa de Valores Smartcapital S.A.				
<b>Destino de los recursos:</b>	Los recursos provenientes de la presente emisión de obligaciones se utilizarán para capital de trabajo y específicamente para pagar pasivos con proveedores del giro de negocio y cancelar pasivo con costo, liberando cargas financieras que aliviarán los flujos provenientes así como, en la inversión de mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.				
<b>Resguardos de ley:</b>	Según lo establecido en la Junta General Extraordinaria de socios celebrada el 31 de Enero de 2023, resuelve determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: 1. Mantener los activos reales sobre los pasivos exigibles con un índice mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores. 2. La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora. 3. Mantener la relación de 1.25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de las mismas, según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.				
<b>Garantía:</b>	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
<b>Resguardo Voluntario:</b>	El emisor se compromete a mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.				

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Mediante Resolución SCVS-INMV-DNAR-2023-00040431, de fecha 30 de junio de 2023, el ente de control resolvió aprobar el presente instrumento. Hasta agosto 2023, se colocaron los valores correspondientes. Para la siguiente revisión, se analizarán los flujos percibidos en la cuenta escrow para confirmar que el emisor provisiona los pagos de título valor. A la fecha de corte, el saldo por pagar es de US\$ 1,50 millones de capital<sup>1</sup>.

#### Destino de los Recursos:

Los recursos provenientes de la presente emisión de obligaciones se utilizarán para capital de trabajo y específicamente para pagar pasivos con proveedores del giro de negocio y cancelar pasivo con costo, liberando cargas financieras que aliviarán los flujos provenientes así como, en la inversión de mejoramiento de la eficiencia en procesos de producción y otras actividades del negocio.

#### Resguardos de Ley:

Los resguardos establecidos por Ley, en detalle son los siguientes:

1. Mantener los activos reales sobre los pasivos exigibles con un índice mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1$
Activo Reales	14.768,24	1,52
Pasivo Totales	9.686,28	

Fuente: DISTHER Cia. Ltda. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

2. La Compañía no repartirá dividendos mientras existan obligaciones en mora.

*A la fecha de corte, el emisor no presenta obligaciones en mora, cumple con el resguardo establecido.*



3. Mantener la relación de 1,25 de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, hasta la total redención de estas.<sup>11</sup>

Activos depurados/Emisiones en Circulación		Cumplimiento $\geq$ 1,25
Activos depurados	9.852.601,33	1,96
Emisiones en Circulación	5.019.272,40	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.

#### Resguardo Voluntario:

El emisor se compromete a mantener una relación de endeudamiento pasivo con costo de hasta cuatro veces frente al patrimonio.

Límite de endeudamiento		Cumplimiento $\leq$ 4 veces
Pasivo con Costo	6.285,32	1,11
Patrimonio	5.668,39	

Fuente: DISTHER Cía. Ltda. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo voluntario establecido.

#### Proyecciones de la Emisión

##### Estado de Resultados

A continuación, se contemplan las proyecciones del estado de resultados de FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS DISTHER C. LTDA. (DISTHER) incluidas en la Circular de Oferta Pública, misma que corresponde al periodo de 2023-2027.

En Ecuador, la Industria manufacturera es un sector que comprende unidades económicas dedicadas principalmente a la transformación mecánica, física o química de materiales o substancias con el fin de obtener productos nuevos; al ensamble en serie de partes y componentes fabricados; a la reconstrucción en serie de maquinaria y equipo industrial, comercial, de oficina y otros, y al acabado de productos manufacturados mediante el teñido, tratamiento calorífico, enchapado y procesos similares. Asimismo, se incluye aquí la mezcla de productos para obtener otros como aceites, lubricantes, resinas plásticas y fertilizantes.

El trabajo de transformación se puede realizar en sitios como plantas, fábricas, talleres, maquiladoras u hogares. Estas unidades económicas usan, generalmente, máquinas accionadas por energía y equipo manual. De esta manera, la actividad principal de la compañía es la elaboración y comercialización de productos para el sector ferretero e industrial; en donde se cataloga al emisor dentro del sector manufacturero. De acuerdo con la información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVC), DISTHER C. Ltda., se desempeña dentro del Sector Económico CIUU C2022.01 - Fabricación de pinturas, barnices, esmaltes o lacas pigmentos y tintes, opacificadores y colores preparados.

Las proyecciones anuales para el emisor se definieron en base al comportamiento de la industria y evolución del emisor dentro de mercado de químicos en los últimos años, en donde la empresa refleja un comportamiento fluctuante de ingresos, al pasar de US\$ 12,07 millones de ingresos en el 2018 a US\$ 11,29 millones a diciembre 2022, tales ingresos han sido derivados de la comercialización de sus productos derivados de diluyentes, línea para madera, automotriz, línea arquitectónica y complementarios.

De acuerdo con las premisas establecidas en el Prospecto de Oferta Pública, el emisor presentaría un incremento anual de +2,76%; sin embargo, para noviembre 2023 se observa una contracción del -2,99%, demostrando un avance de las proyecciones de ventas en 86,48%, registrando un valor de US\$ 10,04 millones.

Si bien, el margen de costo de ventas/ingresos disminuyó de forma interanual se atribuye al mayor decremento de los costos generales que de los ingresos (-9,45%) cerrando a la fecha de corte en US\$ 6,89 millones, de tal forma reflejaron un avance de 84,33%.

A la par, los gastos operacionales tanto de ventas como administrativos presentaron un sobrecumplimiento del 145,39% y un avance del 90,02%; respectivamente; mientras que, los gastos financieros del 137,06%. Es importante mencionar que, no se proyectaron otros ingresos y para la fecha de corte se reportó una cifra de US\$ 49,80 mil, lo cual influye positivamente sobre el resultado integral a la fecha de corte.

Finalmente, el emisor demostró un avance importante del 84,62% de la utilidad proyectada para el periodo 2023. Se prevé que, hasta el término del año, el emisor conserve las estrategias asertivas para continuar

<sup>11</sup> Según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes

con su tendencia creciente en el nivel de ventas y control de costos y gastos y alcance un cumplimiento total en el resultado integral.

A continuación, se muestra las proyecciones para el periodo comprendido entre 2023-2027:

Proyección de Estado de Situación Financiera							
Detalle	nov-23	Avance	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	10.040.066	86,48%	11.609.270	11.929.352	12.258.258	12.596.233	12.943.526
Costos de ventas	6.889.907	84,33%	8.170.604	8.437.034	8.686.570	8.926.069	9.172.171
<b>Ganancia bruta</b>	<b>3.150.159</b>	<b>91,61%</b>	<b>3.438.666</b>	<b>3.492.318</b>	<b>3.571.689</b>	<b>3.670.164</b>	<b>3.771.355</b>
Gastos administrativos	2.187.618	90,02%	2.430.205	2.497.209	2.565.125	2.635.849	2.708.522
Gastos ventas	56.596	145,39%	38.927	40.001	41.103	42.237	43.401
Gastos financieros	736.203	137,06%	537.140	519.362	506.715	494.797	476.709
Otros Ingresos	49.798		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>2.980.417</b>	<b>99,14%</b>	<b>3.006.272</b>	<b>3.056.571</b>	<b>3.112.943</b>	<b>3.172.883</b>	<b>3.228.632</b>
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>219.540</b>	<b>50,77%</b>	<b>432.394</b>	<b>435.746</b>	<b>458.745</b>	<b>497.282</b>	<b>542.723</b>
(-) Participación de trabajadores	0,00	0,00%	64.859	65.362	68.812	74.592	81.408
(-) Impuesto a la renta	0,00	0,00%	108.098	108.937	114.686	124.320	135.681
<b>Utilidad neta</b>	<b>219.540</b>	<b>84,62%</b>	<b>259.436</b>	<b>261.448</b>	<b>275.247</b>	<b>298.369</b>	<b>325.634</b>

Fuente: Casa de Valores SMARTCAPITAL S.A. / Elaboración: PCR

De acuerdo con lo mencionado anteriormente, la calificadora considera que el emisor presenta una saludable capacidad de generación de flujos en concordancia a las proyecciones y de las condiciones de mercado, derivado de su posicionamiento y adecuada administración de capital de trabajo, esto le ha permitido al emisor cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones tanto con el mercado de valores, así como con las instituciones financieras con las que mantiene relación. De tal manera, se evidencia que el emisor muestra una adecuada solvencia y capacidad de pago para hacer frente a sus obligaciones aun en periodos de estrés.

#### Garantía General

PCR ha recibido por parte del emisor el valor en libros de los activos libres de gravamen al corte del 30 de noviembre de 2023; es así como, el monto máximo a emitir es de US\$ 3,85 millones.

Monto máximo a emitir a noviembre 2023	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	15.354.669
(-) Activos Diferidos e Intangibles	0,00
(-) Impuestos Diferidos	40.004,96
(-) Activos Gravados	5.462.062
(-) Activos en Litigio	22.042,00
(-) Impugnaciones Tributarias	0,00
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	5.019.272
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	0,00
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	0,00
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	0,00
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	0,00
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	0,00
<b>Total de Activos Libres de Gravamen</b>	<b>4.811.287</b>
<b>80% Activos Libres de Gravamen</b>	<b>3.849.030</b>
<b>Monto no redimido de Emisiones en Circulación</b>	<b>5.019.272</b>
<b>Monto por emitir III Emisión de Obligaciones</b>	<b>2.000.000</b>
<b>Monto por emitir/ALG</b>	<b>41,57%</b>
<b>Cumplimiento &lt; 80%</b>	<b>SI</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

#### Riesgo Legal

Para noviembre 2023, según la página web del Consejo de la Judicatura, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) como *demandado/procesado* registra un total de 11 procesos contemplados desde al año 2019 hasta el 2023, por concepto de indemnización por despido intempestivo y cobro de facturas, jubilación y otros. Paralelamente, como *actor/ofendido* exhibe 10 procesos que van desde el 2016 al 2023 y corresponden a facturas, abuso de confianza, entre otros. Sin embargo, de acuerdo con la información remitida por el emisor, mantiene activos en litigio por un monto de US\$ 22,04 mil.

Adicionalmente, la calificadora ha revisado los valores que mantiene Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) en el mercado de valores, mismos que se encuentran inferiores al límite del 200% de su patrimonio como establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación a noviembre 2023	
Detalle	Valor (US\$)
<b>Patrimonio</b>	<b>5.668.392,44</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>11.336.784,88</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	5.019.272,40
Monto por emitir III Emisión de Obligaciones	2.000.000,00
<b>Monto total por emitir + Monto en Circulación</b>	<b>7.019.272,40</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>123,83%</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago segunda, la cual respaldado ampliamente por la garantía general en 1,75 veces; como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a noviembre 2023 (US\$)				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	1.216.561,62	4.421.020,40	1.823.453,18	1.579.641,71
Pasivo Acumulado	1.216.561,62	5.637.582,02	7.461.035,20	9.040.676,91
<b>Fondos Líquidos (Caja y Bancos)</b>	777.846,56			
<b>Activos Libres de Gravamen + saldo emisiones en circulación</b>	9.852.601,33			
Cobertura Fondos Líquidos	0,64	0,14	0,10	0,09
Cobertura ALG	8,10	1,75	1,32	1,09

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

### Activos que respaldan a las Emisiones

PCR ha tomado los activos que respaldan a las emisiones, según los prospectos de oferta pública de cada Emisión de Obligaciones. Es así como, la cobertura de los activos por cada emisión es de:

Activos que respaldan la emisión Miles (US\$)							
I Emisión	Valor	II PC	Valor	III Papel Comercial	Valor	II Emisión	Valor
Inventarios	4.374	Inventarios	4.374	Inventarios	4.374	Inventarios	4.374
Cuentas por Cobrar	1.580	Cuentas por Cobrar	1.580	Cuentas por Cobrar	1.580	Cuentas por Cobrar	1.580
		Impuestos Pagados por anticipado	567	Impuestos Pagados por anticipado	567	Impuestos Pagados por anticipado	567
<b>Total</b>	<b>5.953</b>	<b>Total</b>	<b>6.521</b>	<b>Total</b>	<b>6.521</b>	<b>Total</b>	<b>6.521</b>
<b>Saldo por Pagar</b>	<b>519</b>	<b>Monto aprobado</b>	<b>2.000</b>	<b>Monto aprobado</b>	<b>1.000</b>	<b>Monto por emitir</b>	<b>1.500</b>
Cobertura	11,46	Cobertura	3,26	Cobertura	6,52	Cobertura	4,35

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

Con respecto a la Primera Emisión de Obligaciones, la cobertura de los activos que respaldan dicho instrumento es de 11,46 veces sobre el saldo a pagar, mientras que, para el Segundo Programa de Papel Comercial mantiene una cobertura de 3,26 veces, para el Tercer Papel Comercial y Segunda Emisión de Obligaciones 6,52 veces y 4,35 veces; respectivamente.

### Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo PCR

### Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados financieros auditados
  - Año 2018: Firma COAUDSERVG (S.P.), informe sin salvedades.
  - Año 2019, 2020 y 2021: Firma Auditora Campos & Asociadas Cía. Ltda., informes sin salvedades.
  - Año 2022: Auditores externos Varela & Patiño Cía. Ltda.
  - Información interna a noviembre 2022 y noviembre 2023.
- Circular de Oferta Pública de la Tercera Emisión de Obligaciones.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte a noviembre 2023.
- Otros papeles de trabajo.

### Presencia Bursátil

#### Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es un mecanismo en el que se realizan todas las operaciones de inversión, dirigidas al financiamiento de diferentes actividades que generan una rentabilidad. Esto, se lo realiza a través de la emisión y negociación de valores, de corto o largo plazo, así como con operaciones realizadas de forma directa en las Bolsas de Valores. Entre las principales ventajas del mercado de valores está, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

En Ecuador se encuentra acoplándose a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece el mercado bursátil, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y durante el 2020 un 13%; mientras que la diferencia se ubica en el

mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2021, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 15.702 millones lo que representa un 14,8% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 32,08% en comparación con su similar periodo anterior.

Para diciembre de 2022, el monto bursátil nacional negociado ascendió a US\$ 113.783 millones con una ponderación de 11,8% en el PIB. Para junio de 2023, el valor ascendió a US\$ 6.587 millones lo que reflejó una participación sobre el PIB del 5,4% y corresponde a las negociaciones realizadas en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Al analizar el mercado por sector, se puede notar que los títulos emitidos por el sector privado evidenciaron una mayor participación, representando el 57,18%, mientras que los del sector público, ponderaron el 42,82%<sup>12</sup>.

Los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional, a junio 2023, son el Comercial (29,74%), seguido del Industrial (24,18%), Servicios (12,09%), Agrícola, Ganadero, Pesquero y Maderero (11,44%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior. De todos estos emisores, el 82,59% corresponde a las provincias Guayas y Pichincha; es decir, las principales ciudades del país son los más importantes dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El 2020 fue un año desafiante para el Mercado bursátil ecuatoriano, en primera instancia la Crisis Sanitaria por Covid-19 afectó a la liquidez de la economía en general, varias empresas se vieron afectadas por lo coyuntura por lo que incluso de los 333 emisores en la bolsa del país, un 15% se acogió a la Resolución que emitió la Junta de Regulación Financiera en donde reprogramaron el pago de cuotas de capital con el objetivo de no ajustar la liquidez. Otro evento clave fue la intervención de varios partícipes de mercado bursátil (Casa de Valores y Depósito Centralizado de Valores) tras las investigaciones por parte de la Fiscalía y la Superintendencia de Compañías luego que el Ministerio de Gobierno emitiera sus denuncias por movimientos extrabursátiles en los que el Instituto de Seguridad Social de la Policía invirtió US\$ 532 millones; proceso que impactó negativamente la imagen del mercado.

A pesar de que durante el 2020 se observó un leve incremento en las negociaciones en comparación con el 2019, este comportamiento obedece más a transacciones de títulos en el mercado primario. Para el 2021, la economía se reactivó paulatinamente, haciendo que el consumo de los hogares se incremente y las actividades económicas regresen a la normalidad, es así como, se observa que para este año se reportaron un total de US\$ 15.701,59 millones de montos negociados a nivel nacional en donde el 85% se encontraba en el mercado primario y 15% en el mercado secundario. Para diciembre de 2022, se reportaron US\$ 13.451,65 millones de los cuales el 81% se encuentran en el mercado primario y el resto (19%) en el secundario. Mientras que a junio de 2023, se reportaron US\$ 6.586,97 millones de montos negociados de los cuales el 80,76% pertenecen al mercado primario y el restante (19,24%) pertenecen al mercado secundario.

### **Indicador de Presencia Bursátil**

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>13</sup>. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{N^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{N^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Para los valores que FÁBRICA DE DILUYENTES Y ADHESIVOS – DISTHER C. LTDA. mantiene en el mercado de valores, el indicador de liquidez se ubicó en promedio 0,00 durante los meses negociados en la Bolsa de Quito y de Guayaquil, lo que significaría una liquidez nula del valor. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que, PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A noviembre 2023, Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) registra en el Mercado de Valores los siguientes instrumentos vigentes:

<sup>12</sup> Cifras tomadas a junio de 2023 de la Bolsa de Valores de Quito, *Boletines Mensuales*

<sup>13</sup> Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

Presencia Bursátil (US\$)				
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de capital	Calificaciones
			nov-23	
I Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2019-00037901	4.000.000	519.272	PCR AA+
	(21 de noviembre de 2019)			29/08/2023
II Programa de Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-2022-00004666	2.000.000	1.401.751	PCR AA+
	20 de junio de 2022			29/08/2023
III Programa de Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-2023-00040427	1.000.000	999.997,00	PCR AA+
	30 de junio de 2023			29/08/2023
II Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2023-00040431	1.500.000	1.500.000,00	PCR AA+
	30 de junio de 2023			29/08/2023
<b>Total</b>		<b>8.500.000</b>	<b>4.421.020</b>	

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

### Relación con Empresas Vinculadas

El emisor mantiene cuentas por cobrar relacionadas producto de su giro del negocio con las empresas Zoomcorp, Invergusi y Gutieser. A la fecha de corte, estas contabilizan US\$ 190,91 mil.

Cartera con Relacionadas Disther Cía. Ltda.		
Detalle	nov-22	nov-23
Zoomcorp	110.384,61	54.899,61
Invergusi	71.676,30	72.526,30
Gutieser	59.295,12	63.487,24
<b>Total</b>	<b>241.356,03</b>	<b>190.913,15</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

### Miembros de Comité



Econ. Yoel Acosta



Lic. Carlos Polanco



Econ. Fernanda Acosta

**Anexos**

SEGUNDA EMISIÓN OBLIGACIONES A LARGO PLAZO					
N°	FECHA	Capital	Intereses	PAGO TOTAL	ESTADO
1	17/11/2023		31.875,00	31.875,00	PAGADO
2	17/02/2024	250.050,00	31.875,00	281.925,00	
3	17/05/2024		26.561,43	26.561,43	
4	17/08/2024	250.050,00	26.561,43	276.611,43	
5	17/11/2024		21.247,89	21.247,89	
6	17/02/2025	250.050,00	21.247,89	271.297,89	
7	17/05/2025		15.934,32	15.934,32	
8	17/08/2025	250.050,00	15.934,32	265.984,32	
9	17/11/2025		10.620,75	10.620,75	
10	17/02/2026	250.050,00	10.620,75	260.670,75	
11	17/05/2026		5.307,18	5.307,18	
12	17/08/2026	249.750,00	5.307,18	255.057,18	
<b>TOTAL</b>		<b>1.500.000,00</b>	<b>223.093,14</b>	<b>1.723.093,14</b>	

Fuente: SMARTCAPITAL S.A. / Elaboración: PCR

Anexo: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)							
DISTHER - Fábrica de Diluyentes y Adhesivos C. LTDA.							
Estados Financieros Individuales	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	nov-22	dic-22	nov-23
<b>Balance General</b>							
Efectivo y equivalentes de efectivo	302	113	13	47	303	286	778
Cuentas por cobrar comerciales	2.117	2.783	1.956	1.982	2.837	2.906	2.467
Cuentas por cobrar relacionadas	25	-	172	220	241	426	190,91
Otras cuentas por cobrar	511	508	2	478	555	27	481
Inventarios	2.553	2.896	3.031	3.803	4.408	4.478	4.374
Impuestos corrientes	205	225	485	404	790	563	567
Otros activos corrientes	33	28	19	121	33	18	29
<b>Activo Corriente prueba ácida</b>	<b>3.194</b>	<b>3.658</b>	<b>2.647</b>	<b>3.252</b>	<b>4.759</b>	<b>4.226</b>	<b>4.513</b>
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>5.747</b>	<b>6.554</b>	<b>5.678</b>	<b>7.056</b>	<b>9.167</b>	<b>8.704</b>	<b>8.887</b>
Cuentas y Documento por Cobrar L/P	-	-	342	364	364	371	387
Propiedad, Planta y Equipo	5.438	5.237	5.103	5.200	5.127	6.165	6.062
Impuesto a la Renta Diferido	32	53	19	19	19	19	19
Otros Activos No Corrientes	20	33	48	-	-	-	-
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>5.490</b>	<b>5.323</b>	<b>5.512</b>	<b>5.583</b>	<b>5.510</b>	<b>6.554</b>	<b>6.468</b>
<b>Total Activo</b>	<b>11.237</b>	<b>11.877</b>	<b>11.190</b>	<b>12.638</b>	<b>14.677</b>	<b>15.258</b>	<b>15.355</b>
Obligaciones Bancarias C/P	1.292	706	511	462	522	457	1.003
Obligaciones Mercado Valores	-	-	-	1.100	2.926	2.826	2.402
Cuentas por pagar Comerciales	3.039	4.655	3.181	3.209	3.174	3.227	1.580
Cuentas por pagar Relacionadas	25	89	-	-	-	54	-
Impuestos por pagar	351	251	345	386	580	424	344
Beneficios a empleados	553	717	735	880	-	393	-
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>5.260</b>	<b>6.418</b>	<b>4.772</b>	<b>6.038</b>	<b>7.202</b>	<b>7.380</b>	<b>5.328</b>
Obligaciones Bancarias L/P	1.533	1.059	676	459	827	827	861
Obligaciones Mercado Valores	-	-	1.293	1.477	865	865	2.019
Beneficios a empleados	94	105	100	100	1.015	494	1.217
Cuentas por pagar Accionistas	216	192	199	274	261	-	261
Anticipo Clientes	-	-	5	-	-	-	-
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>1.844</b>	<b>1.356</b>	<b>2.273</b>	<b>2.310</b>	<b>2.968</b>	<b>2.447</b>	<b>4.358</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>7.104</b>	<b>7.774</b>	<b>7.046</b>	<b>8.348</b>	<b>10.170</b>	<b>9.828</b>	<b>9.686</b>
Capital Social	332	332	332	532	532	532	832
Reserva Legal	16	16	16	16	16	16	16
Resultados acumulados	3.701	3.671	3.712	3.658	3.875	3.743	4.736
Otro Resultado Integral	85	85	85	85	85	1.139,14	84,56
<b>Total Patrimonio</b>	<b>4.133</b>	<b>4.103</b>	<b>4.144</b>	<b>4.291</b>	<b>4.507</b>	<b>5.430</b>	<b>5.668</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>2.825</b>	<b>1.765</b>	<b>2.480</b>	<b>3.499</b>	<b>5.140</b>	<b>4.975</b>	<b>6.285</b>
Corto Plazo	1.292	706	511	1.562	3.448	3.283	3.405
Largo Plazo	1.533	1.059	1.970	1.936	1.692	1.692	2.881
<b>Estado de Ganancia y Pérdidas</b>							
Ingresos Operacionales	12.069	11.621	8.213	9.504	10.349	11.290	10.040
(-) Costos de ventas	8.225	7.816	5.410	6.745	7.609	8.101	6.890
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>3.845</b>	<b>3.805</b>	<b>2.803</b>	<b>2.758</b>	<b>2.740</b>	<b>3.189</b>	<b>3.150</b>
(-) Gastos operacionales	3.745	3.485	2.386	2.235	2.118	2.487	2.244
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>100</b>	<b>320</b>	<b>417</b>	<b>523</b>	<b>622</b>	<b>702</b>	<b>906</b>
(-) Gastos Financieros	301	311	322	333	416	476	736
Otros Ingresos	300	2	49	12	10	8	50
<b>Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta</b>	<b>100</b>	<b>12</b>	<b>143</b>	<b>203</b>	<b>216</b>	<b>234</b>	<b>220</b>
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto a la Renta	88	11	73	79	-	109	-
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>71</b>	<b>124</b>	<b>216</b>	<b>125</b>	<b>220</b>
(-) Otros Resultados Integrales	-	-	-	-	-	1.055	-
<b>Total Resultado Integral del Periodo</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>71</b>	<b>124</b>	<b>216</b>	<b>1.180</b>	<b>220</b>

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

Anexo: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$ )							
DISTHER - Fábrica de Diluyentes y Adhesivos C. LTDA.							
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	nov-22	dic-22	nov-23
<b>Márgenes</b>							
Costo de Ventas / Ingresos	68,14%	67,26%	65,87%	70,98%	73,52%	71,75%	68,62%
Margen Bruto	31,86%	32,74%	34,13%	29,02%	26,48%	28,25%	31,38%
Gastos Operacionales / Ingresos	31,03%	29,99%	29,06%	23,52%	20,47%	22,03%	22,35%
Margen EBIT	0,83%	2,76%	5,07%	5,51%	6,01%	6,22%	9,02%
Gastos Financieros / Ingresos	2,49%	2,67%	3,93%	3,50%	4,02%	4,22%	7,33%
Margen Neto	0,10%	0,01%	0,86%	1,31%	2,09%	10,45%	2,19%
Margen EBITDA	0,86%	4,27%	7,26%	6,89%	7,07%	7,26%	10,60%
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
Depreciación y Amortización	3,25	173,20	130,36	119,08	99,91	110,26	108,07
EBITDA (12 meses)	103,26	495,94	596,17	654,87	798,43	820,18	1.160,52
EBITDA (acumulado)	103,26	495,94	596,17	654,87	731,89	820,18	1.063,81
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	0,34	1,60	1,85	1,97	1,76	1,72	1,45
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,08	0,70	1,17	0,42	0,23	0,25	0,34
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,04	0,28	0,24	0,19	0,16	0,16	0,18
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,01	0,06	0,08	0,08	0,08	0,08	0,12
<b>Solvencia</b>							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,74	0,83	0,68	0,72	0,71	0,75	0,55
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,26	0,17	0,32	0,28	0,29	0,25	0,45
Deuda Financiera / Patrimonio	0,68	0,43	0,60	0,82	1,14	0,92	1,11
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,40	0,23	0,35	0,42	0,51	0,51	0,65
Pasivo Total / Capital Social	21,40	23,41	21,22	15,69	19,12	18,47	11,64
Pasivo Total / Patrimonio	1,72	1,89	1,70	1,95	2,26	1,81	1,71
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	27,36	3,56	4,16	5,34	6,44	6,07	5,42
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	68,79	15,67	11,82	12,75	12,74	11,98	8,35
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)	0,10%	0,01%	0,63%	0,98%	1,61%	7,73%	1,56%
ROE (12 meses)	0,29%	0,04%	1,71%	2,90%	5,24%	21,72%	4,23%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	1,09	1,02	1,19	1,17	1,27	1,18	1,67
Prueba Acida	0,61	0,57	0,55	0,54	0,66	0,57	0,85
Capital de Trabajo	487	136	906	1.018	1.965	1.323	3.559
<b>Rotación</b>							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	63	86	86	75	90	93	81
Días de Cuentas por Cobrar Relacionadas	1	-	8	8	8	14	6
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	133	214	212	171	138	143	76
Días de Inventarios	112	133	202	203	191	199	209
Ciclo de conversión de efectivo	43	5	83	115	152	162	221
<b>Flujo de Efectivo</b>							
Flujo Operativo	467	1.207	(806)	(816)	316	(943)	328
Flujo de Inversión	(959)	(334)	(11)	(167)	-	(29)	-
Flujo de Financiamiento	112	(1.060)	716	1.018	(61)	1.211	164
Saldo al inicio del período	681	302	113	13	47	47	286
Saldo al final del período	302	113	13	47	303	286	778

Fuente: Fábrica de Diluyentes y Adhesivos Disther C. Ltda. (DISTHER) / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello  
**Gerente General**  
**Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.**



Econ. Gabriela Calero  
**Analista de Riesgo**

<sup>i</sup> Ver tabla de amortización al pie de página.