

Anexo 5: Informe completo de calificación de riesgo inicial:

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL - DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 173/2024 del 31 de julio de 2024

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2024

Analista: Econ. Jeams Castillo

jeams.castillo@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

DULCENAC S.A. DULCERIA NACIONAL, es una empresa ecuatoriana dedicada principalmente a la fabricación de barquillos rellenos, almohaditas rellenas, cereales, barras de cereal y snacks bajo las marcas "Crokitos", "Dulzura", "Brunchys", "Vidafit", "Gelito", "Texitos", entre otras.

Nuevo

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 173/2024 del 31 de julio de 2024 decidió otorgar la calificación de "AA" (Doble A) al Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL por un monto de hasta un millón de dólares (USD 1'000.000,00).

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".

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), la presente calificación de riesgo *"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste."*

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoria sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada al Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- DULCENAC S.A. DULCERIA NACIONAL es una empresa ecuatoriana, dedicada inicialmente a la fabricación de barquillos rellenos y almohaditas rellenas, principalmente bajo la marca "Crokitos". Posteriormente, implementó las líneas de cereales, barras de cereal y snacks bajo las marcas "Crokitos", "Dulzura", "Brunchys", "Vidafit", "Gelito", "Texitos", entre otras.
- DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL se ha esmerado en crear valor agregado a cada uno de sus productos, mediante el uso de tecnología innovadora, respetando los estándares de calidad y evidenciándolo a través de la obtención de certificados que los avala.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

- Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de expansión y crecimiento, con el fin de incursionar en nuevas líneas de productos que puedan alinearse a las necesidades de sus clientes dentro del mercado alimenticio, tanto en el canal moderno como en el tradicional; agregando además la próxima incursión en el mercado internacional.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento en el segmento en el cual desarrollan sus actividades, lo que le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Los ingresos de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 4,19 millones en diciembre de 2020 a USD 10,17 millones en diciembre de 2023, como efecto de mayores ventas en la mayoría de sus líneas de negocio (barras, cereal, barquillos, polvos y avena). Para mayo de 2024 los ingresos continúan su tendencia al alza (+12,67%) registrando USD 3,39 millones en mayo de 2023 a USD 3,82 millones en mayo de 2024. Este comportamiento se relaciona principalmente con la estrategia de expansión que ha implementado la compañía con el objetivo de ganar una mayor penetración en su mercado objetivo. Así mismo, obedece al incremento en volumen de ventas en la línea de "cereal", "barquillos y wafer".
- Para mayo de 2024, la línea de "cereal" se mantiene como la principal con el 70,87% (65,32% en diciembre de 2023); seguido de "barquillos" con el 13,76% (11,48% en diciembre de 2023) y wafer, su nuevo producto, con el 12,63% del total de los ingresos.
- Durante el periodo analizado los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, lo que generó un margen operativo positivo que pasó de 6,32% en 2022 a 6,92% al cierre de 2023. Para mayo de 2024 se mantiene el comportamiento ascendente, desde un 7,47% en mayo de 2023 a 8,35% en mayo de 2024. Lo anterior obedece a una mejor administración de los gastos.
- Luego de considerar los rubros de gastos financieros, otros ingresos no operacionales, la participación a trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía generó resultados positivos al final de cada periodo. En 2023 significó un 0,64% (1,09% en diciembre de 2022). A mayo de 2024 el margen antes de participaciones e impuestos se ubicó en 1,58%, superior al 1,44% de su similar del año previo.
- El EBITDA (acumulado) presentó un comportamiento creciente en su representación sobre los ingresos, conducta ligada a la tendencia de su utilidad operativa, es así que pasó de representar el 9,70% de los ingresos en el año 2022 y 10,91% en diciembre de 2023 y de 13,14% en mayo de 2024. Estos resultados evidencian que la compañía posee capacidad suficiente para generar flujo propio y cubrir sus gastos financieros.
- Los activos totales de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, pues pasaron de USD 11,09 millones en el año 2022 a USD 12,20 millones en 2023 y USD 12,81 millones en mayo de 2024. Lo anterior obedece a los movimientos registrados en cuentas por cobrar clientes, inventarios y propiedad, planta y equipo, neto.
- Al 31 de mayo de 2024, la compañía concentra el 88,65% de la cartera total en la categoría por vencer (74,50% en diciembre de 2023); y la diferencia de 11,35% corresponde a cartera vencida (25,50% en diciembre de 2023), la cual se concentró en el rango de 1 a 30 días. Los resultados mencionados anteriormente presentan una mejor posición frente a diciembre de 2023, determinando la estructura de una cartera relativamente sana.
- El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos presentó una tendencia creciente como efecto del registro de mayores deudas con costo a largo plazo, es así que pasaron de financiar el 65,06% de los activos en el año 2022 a 67,70% en diciembre de 2023 y 68,76% en mayo de 2024.
- El patrimonio pasó de USD 3,87 millones (34,94% de los activos) en 2022 a USD 3,94 millones (32,30% de los activos) en 2023 y USD 4,00 millones (31,24% de los activos) en mayo de 2024. Este comportamiento creciente obedece principalmente a los cambios registrados en la cuenta de utilidades acumuladas.
- Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad (excepto en el año 2022), con lo cual la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.
- El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio) resalta la importancia del financiamiento a través de recursos de terceros, el mismo que creció de 1,86 veces en el año 2022 a 2,10 veces en diciembre de 2023 y 2,20 veces en mayo de 2024.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 28 de junio de 2024, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta

2

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

reunión se resolvió autorizar por unanimidad el Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, por un monto de hasta USD 1,00 millón.

- DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL en calidad de Emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., como Agente Estructurador y Colocador, y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL.
- El Segundo Programa de Papel Comercial se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- La compañía se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72, en todo momento mientras esté vigente el programa de emisión de papel comercial.
- Con fecha 31 de mayo de 2024, el emisor presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 3,60 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 2,88 millones. Dicho valor genera una cobertura de 2,88 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que el Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- El surgimiento de nuevos competidores, con productos sustitutos o complementarios en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo, lo cual se está mitigando a través de la expansión de mercados.
- Fluctuaciones en el precio de sus materias primas (maíz y trigo que son productos commodities) por factores especulativos de oferta y demanda a nivel internacional, lo que traería consigo posibles problemas en los márgenes de la compañía, en caso de no poder trasladar sus efectos al precio de venta de los productos. La Administración maneja un riguroso seguimiento de los precios para tomar los correctivos necesarios a través de cambios y traslado progresivo de los costos hacia los precios de venta.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los clientes de la compañía podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda de los productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis. No obstante, según lo mencionado por la administración, la compañía, dentro de su trayectoria, ha aplacado estos impactos implementando exitosas acciones y estrategias.
- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones que se relacionen con la importación de materia prima que utiliza la compañía para su operación, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar principalmente a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible. En base a ello la Administración de la compañía se mantiene constante en la búsqueda de proveedores, tanto locales como del exterior.

3

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

- Cambios en las tendencias de consumo de la gente, es decir preferencias por productos con mayor aporte nutricional al que oferta al emisor, o a su vez que estos productos sean preparados de una manera más amigable con el medio ambiente, con lo cual podría verse afectado ciertas áreas de producción de la compañía, lo que ocasionaría una posible disminución parcial de sus ingresos. Sobre esto la Administración constantemente se encuentra ampliando su portafolio de productos de tal forma que este efecto sea mitigado.
- Otros de los riesgos a los que se expone la empresa, está relacionado con la estacionalidad que podrían presentar determinados productos, dado que la demanda de los mismos aumenta o disminuye dependiendo de la temporada. La administración constantemente lanza nuevas líneas ampliando así su portafolio de productos.
- Una desaceleración de la economía podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo. Sin embargo, la compañía mitiga este posible evento a través de un riguroso monitoreo de las capacidades de pago de sus clientes.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial podrían repercutir sobre los resultados de la compañía.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- Al no poseer una flota propia de transporte, la compañía está expuesta a riesgos relacionados con su logística, lo cual podría incidir en el retraso de la entrega de productos y posibles incumplimientos. Sin embargo, la compañía cuenta con varias empresas de transporte reconocidas que le brindan un buen servicio y respuesta oportuna.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL son los activos libres de gravamen consistentes en cuentas por cobrar e inventarios, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado los productos bajo este mecanismo de financiamiento.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría generar cartera que presente un comportamiento irregular de pago o a su vez un sobreendeudamiento de sus clientes, lo que podría comprometer su capacidad de pago y consecuentemente los ingresos de la compañía.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, en los cuales el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Este posible evento es mitigado con pólizas de seguros, mismas que se encuentran vigente.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión. A pesar de lo mencionado, se debe considerar que la rotación del inventario es alta y la planificación de la producción está atada a buenas estimaciones de la demanda de mercado.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente

4

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte, el inventario tiene un grado bajo para ser liquidado, pues depende de que tenga una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Al 31 de mayo de 2024, la empresa no registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato del Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL
- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 con sus respectivas notas a los Estados Financieros, así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de mayo de 2023 y 31 de mayo de 2024.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Circular de Oferta Pública.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.

Con base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgos previsibles de la calidad de activos que respalda la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor

5

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma, pues no es una actividad para la cual esté autorizada.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una opinión de la evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 28 de junio de 2024, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta reunión se resolvió autorizar por unanimidad el Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, por un monto de hasta USD 1,00 millón.

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL en calidad de Emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., como Agente Estructurador y Colocador, y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE CORTO PLAZO

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL- DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL	
Emisor	DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL
Capital a Emitir	Hasta USD 1.000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Características de los valores	Los valores se emitirán en forma desmaterializada de valor nominal unitario de USD 1.00 o sus múltiplos.
Sorteos y Rescates Anticipados	Los valores correspondientes al capital de la emisión de papel comercial no serán rescatables anticipadamente y no serán convertibles en acciones.
Tipo de Oferta	Pública.
Plazo del Programa	Hasta 720 días.
Plazo de la Emisión	Hasta 359 días
Amortización Capital	Al vencimiento de cada valor
Tasa de interés	0.00%
Agente Estructurador y Colocador	PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados 100% para capital de trabajo con enfoque asegurando la estabilidad y eficiencia operativa consistentes enfocándose en el pago a proveedores para asegurar descuentos por pronto pago, apoyar el ciclo operativo y mejorar el ciclo de efectivo
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Sistema de Colocación	Bursátil.
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del

6

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

	<p>máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Límite al Endeudamiento	<p>La compañía se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72, en todo momento mientras esté vigente el programa de emisión de papel comercial</p>

Fuente: Contrato de Emisión / Elaboración: Class International Rating

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

- ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

La compañía se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72, en todo momento mientras esté vigente el programa de emisión de papel comercial.

Monto Máximo de la Emisión

El Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial está respaldado por una Garantía General otorgada por DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Al 31 de mayo de 2024, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL alcanzó un total de activos de USD 12,81 millones, de los cuales USD 5,30 millones corresponde a activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 2: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, MAYO 2024 (miles USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	363	6,85%
Exigibles	2.250	42,45%

7

CLAS INTERNATIONAL RATINO autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLAS INTERNATIONAL RATINO no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Realizables	1.377	25.99%
Activo fijo	895	16.89%
Otros activos	414	7.81%
TOTAL	5.300	100.00%

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de mayo de 2024, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones de papel comercial deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos el emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como el saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de mayo de 2024, presentó un total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 3,60 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 2,88 millones. Dicho valor genera una cobertura de 2,88 veces sobre el monto de la emisión determinando de esta manera que el Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

Por otro lado, se debe indicar que, al 31 de mayo de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 1,96 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores y el monto de los valores que estima emitir.

CUADRO 3: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN, MAYO 2024

Descripción	Miles USD
Total Activos	12.806
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-
(-) Activos Gravados	7.506
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	-
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁴	1.700
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	3.600
Monto Máximo de la emisión – 80.00% de los Activos con Deducciones	2.880
Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial (por emitir)	1.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	3,60

¹ "La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de enterar y única responsabilidad del emisor."

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁴ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	2,88
---	------

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de mayo de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto en circulación en el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,37 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el monto de los valores que la compañía mantiene en circulación y los que estima emitir representan al 31 de mayo de 2024, el 33,75% del 200% del patrimonio y el 67,49% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 4: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO, MAYO 2024

Descripción	miles USD
Patrimonio	4.000
200% del Patrimonio	8.001
Primer Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	1.000
Primer Programa de Emisión de Papel Comercial	700
Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial por emitir	1.000
Total Emisiones	2.700
Total Emisiones / 200% del Patrimonio	33,75%
Total Emisiones / Patrimonio	67,49%

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 5: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2024	2025	2026
Ventas	12.130	13.410	13.612
Costo de ventas	8.068	8.919	9.053
Utilidad bruta	4.062	4.491	4.559
Gastos de administración y ventas	2.616	2.892	2.936
Depreciación	280	291	302
Utilidad operativa	1.167	1.308	1.321
Gastos financieros	742	699	637
Otros ingresos netos	21	23	23
Utilidad antes de impuestos	445	632	707
Participación trabajadores	67	95	106
Impuesto a la renta	95	134	150
Utilidad neta	284	403	451

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero para el año 2024 anticipan un crecimiento de 19,24% en sus ingresos con respecto a su similar de 2023, mientras que para los años siguientes este sería de 10,55% para el año 2025 y de 1,50% en 2026. Lo mencionado estaría atado a la implementación de una nueva línea de productos, lo que potencialmente aumentaría sus niveles de inventario, además de una mejora continua en sus procesos y productos para impulsar sus ventas.

⁶ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

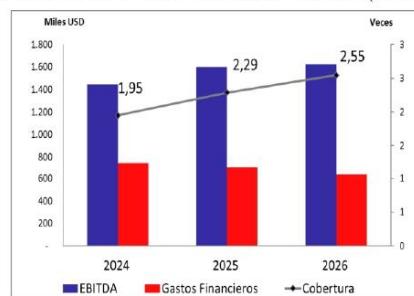
Los costos de ventas durante el periodo proyectado serían constantes, representando un 66,51% de los ingresos, lo que generaría un margen bruto de igual forma estable, que significaría el 33,49% sobre los ingresos entre los años 2024 a 2026.

Los gastos operacionales tendrían una participación promedio (2024-2026) sobre el total de los ingresos del 23,80%. Lo que generaría una utilidad operacional que representaría en promedio el 9,69% del total de ingresos durante el periodo 2024-2026.

Los gastos financieros tendrían una representación sobre los ingresos con un comportamiento decreciente; mientras, que la representatividad de otros ingresos netos sería inferior al punto porcentual, con lo cual; una vez descontados los impuestos de ley y la participación de trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría de 2,34% de los ingresos en 2024 a 3,31% en 2026.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 1,95 veces en 2024 a 2,55 veces en 2026.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arroja flujos de operación positivos; luego incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía en propiedad, planta y equipo para el periodo proyectado; finalmente, las actividades de financiamiento que contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer. La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a sus obligaciones, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 6: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2024	2025	2026
Utilidad neta	284	403	451
(+) Depreciación	280	291	302
(-) Variación Cuentas por cobrar clientes	(8)	(129)	(20)
(-) Variación Otras cuentas por cobrar	(13)	(17)	(3)
(-) Variación de Inventarios	(504)	(316)	(50)
(-) Variación de Otros activos	(16)	65	(20)
(+) Variación de Cuentas por pagar	(256)	126	(25)
(+) Variación de Otras cuentas por pagar	-	-	-
(+) Variación de Otros pasivos corrientes	(17)	34	83
(+) Variación de otros pasivos no corrientes	-	-	-
(+) Ajustes Varios	(67)	(106)	-
Flujo de efectivo generado por actividades operativas	(319)	351	717
(-) Variación en Propiedades, Planta y Equipo	(516)	(434)	(451)

10

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente a él propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

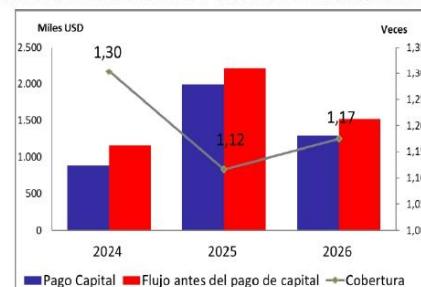
SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Flujo de efectivo generado por actividades de inversión	(516)	(434)	(451)
(+) Variación en financiamiento con Inst. Financieras	(488)	930	1.020
(+) Colocación I Programa de Papel Comercial	700	-	-
(+) Colocación II Programa de Papel Comercial	1.000	1.000	-
(+) Colocación I Emisión de Obligaciones	409	106	-
(-) Pago I Programa de Papel Comercial	(700)	(700)	-
(-) Pago II Programa de Papel Comercial	-	(1.000)	(1.000)
(-) Pago I Emisión de Obligaciones	(187)	(292)	(292)
Flujo de efectivo generado por actividades de financiamiento	734	45	(272)
Flujo de efectivo generado en el periodo	(102)	(38)	(6)
Saldo inicial de efectivo	372	270	232
Saldo final de efectivo	270	232	226

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁷ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 0,15 veces en 2024; mientras que, en 2026, sería de 0,08 veces. Además, la compañía refleja a lo largo del período proyectado 2024-2026 indicadores ROA y ROE positivos con un comportamiento ligeramente variable.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento de 1,25% en los costos de ventas para 2024 y 2025; y de 0,14% en el 2026, con lo cual la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los períodos proyectados.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Emisión de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

⁷(*) Flujo de efectivo final en cada uno de los períodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones financieras proyectadas.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,8% en 2024⁸. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 0,7% en 2024 y 2,0% en 2025⁹. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹⁰. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹¹.

El año 2024 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, la crisis de inseguridad que vive el país, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China, las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.¹²

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024¹³.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en mayo de 2024 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 7: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (abr 2024)	38,55%	Inflación mensual (jun- 2024)	-0,95%
Balanza Comercial Total (millones USD) abril 2024	2.301,4 (Superávit)	Inflación anual (jun 2024)	1,18%
Reservas Internacionales (millones USD mayo-2024)	6.740,1	Inflación acumulada (jun 2024)	0,70%
Riesgo país, 11 de jul 2024 (puntos)	1.339	Remesas (millones USD) I-ET 2024	1.393,7
Precio Barril Petróleo WTI (USD 14 jul 2024)	82,21	Tasa de Desempleo nacional (may- 2024)	3,55%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%¹⁴.

Durante el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó un crecimiento del 1,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este incremento fue impulsado por una

⁸ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.aspx>

⁹ <https://revistagestion.ec/noticias/el-banco-mundial-ajusta-la-proyeccion-de-crecimiento-de-ecuador-07-en-2024/>

¹⁰ <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitsstreams/12e40cf3-5e54-440e-8f0f-982edcb15c9/content>

¹¹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/12/Boletin-macroeconomico-Diciembre-2023.pdf>

¹² <https://datasmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

¹³ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/World-Economic-Outlook-October-2023>

¹⁴ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/informe_CNTIIITrim2023.pdf

12

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

reducción del 3,3% en las importaciones y un aumento positivo en las existencias. Sin embargo, los componentes principales del PIB mostraron contracciones interanuales: el gasto del gobierno cayó un 0,3%, las exportaciones descendieron un 0,5%, el consumo de los hogares bajó un 1,1% y la formación bruta de capital fijo (FBKF) disminuyó un 1,3%.¹⁵

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión¹⁶. Además, según estudios del Banco Interamericano de Desarrollo, se explica que los niveles crecientes de delincuencia impactan negativamente en el crecimiento de la economía¹⁷. El **Riesgo País** registró 1.339 puntos al 11 de julio de 2024. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁸.

La **calificación de deuda** al 20 de mayo de 2024 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadoras indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para mayo de 2024 mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "CCC"¹⁹, calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para mayo de 2024, S&P mantiene la calificación crediticia de Ecuador en B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.²⁰

Hasta mayo de 2024, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 11.026,6 millones, mostrando una reducción de USD 728,7 millones, lo que equivale a un descenso del 6,2% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.²¹

Las **exportaciones totales** en valores FOB hasta mayo de 2024 ascendieron a USD 14.026,9 millones, lo que representa un incremento del 11,1% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 29,5% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 4,4%, alcanzando un valor de USD 9.704,4 millones.

Hasta mayo de 2024, la **Balanza Comercial Total** mostró un superávit de USD 3.000,3 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 2.127,3 millones en comparación con el mismo período de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 1.664,9 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 1.335,5 millones.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento variable a lo largo de los períodos analizados, cerrando en USD 82,21 por barril el 14 de julio de 2024 (USD 71,65 el 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo²².

¹⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/informe_CNTITrim2024.pdf

¹⁶ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-relentiza-debido-la>

¹⁷ <https://publications.iadb.org/en/frontiers-economics-crime-lessons-latin-america-and-caribbean>

¹⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁹ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/acuerdo-entre-ecuador-y-fmi-reduce-riesgos-financieros-pero-retos-de-gobernabilidad-persisten-fitch/>

²⁰ <https://datomarco.e-expansion.com/ratings/ecuador>

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202407.pdf>

²² <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

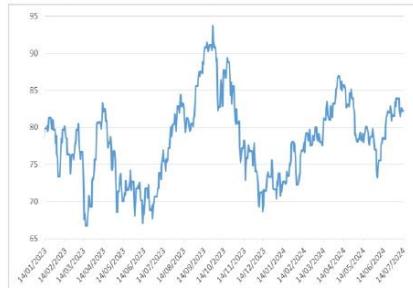
Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

La producción promedio diaria de crudo en el Ecuador registró 485 miles de barriles en mayo de 2024, EP Petroecuador registró un promedio de 390,2 miles de barriles y las Compañías privadas de 94,3 miles de barriles, cifras superiores a lo registrado en mayo de 2023 en 1,42% y 5,65% respectivamente. Por su parte las exportaciones de crudo en mayo de 2024 se ubicaron en 11.190 miles de barriles, 13,05% más que en su similar de 2023. De estas exportaciones, el 84,80% fueron exportados por empresas públicas, el 12,24% por el Ministerio de Energía y Minas y el 2,96% por otras compañías²³.

Se debe indicar que, para el año 2024, el escenario del sector petrolero no es alentador, pues está previsto el cierre del bloque petrolero Ishpingo, Tambococha, Tiputini (ITT), ubicado en la provincia de Orellana. Siendo esta el área de mayor proyección petrolera del país; a noviembre de 2023 se extraían del bloque 43 - ITT 56.362 barriles de petróleo por día, correspondiente al 14% de la producción nacional. El último barril se extraerá el 31 de agosto de 2024. Esto le significaría para el Estado dejar de percibir cerca de USD 1.200 millones en ingresos anuales. Y en total, la pérdida por el cierre del ITT sumará USD 16.470 millones.²⁴

Hasta junio de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 10.002,12 millones, es decir existió un incremento de 4,09% respecto a su similar de 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta junio de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.628,68 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 3.353,71 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 558,00 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 276,57 millones.²⁵

La **inflación mensual** en junio de 2024 registró una variación de -0,95%, mientras que la variación **anual** fue de 1,18% y la **acumulada** fue de 0,70%. Para junio de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles con -0,76%. Y la división de alimentos y bebidas no alcohólicas también tuvo un impacto significativo del -0,15% en el resultado final del IPC.²⁶

En referencia al **salario nominal promedio**, para mayo de 2024, se fijó en USD 536,60²⁷; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,46 para mayo de 2024²⁸. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en mayo de 2024, se ubicó en USD 560,81²⁹, mientras el ingreso familiar mensual es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 53,11% del costo de la canasta.

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2024208.pdf>

²⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-petroleo-camaron-banano-mineria/>

²⁵ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Junio/Boletin_tecnico_06-2024-IPC.pdf

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas>

²⁸ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

²⁹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Mayo/Boletin_tecnico_05-2024-IPC.pdf

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 3,55% en mayo de 2024. La tasa de **empleo adecuado**³⁰ pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 33,41% en mayo de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 23,05% en ese mismo orden³¹.

A diciembre 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 26,0% y la pobreza extrema en 9,8%. En el área urbana la pobreza llegó al 18,4% y en el área rural alcanzó el 42,2%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³², se ubicó en 0,457 a diciembre de 2023 (0,466 en diciembre de 2022), es decir existe un leve decrecimiento con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,76 mensuales per cápita (a diciembre de 2022 USD 88,72 y USD 50,00 respectivamente)³³.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 8,27% para mayo de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 11,12%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,85%³⁴. Por su parte el saldo de la **líquidez total** para mayo de 2024 alcanzó la suma de USD 81.633,80 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.633,5 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.641,1 millones³⁵.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a febrero de 2024 se ubicó en USD 42.289 millones; lo que representa un decrecimiento del 0,60% frente a enero de 2024, en términos anuales la cartera bruta creció un 8,3%. La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que, en 2023, los bancos ecuatorianos mantuvieron la entrega de créditos a empresas y familias, buscando respaldar la economía a pesar de una desaceleración en el crecimiento financiero. Se destaca la necesidad de acciones de política pública para favorecer tasas de interés que impulsen el crédito y la inclusión financiera³⁶. No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos³⁷.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para febrero de 2024, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento anual del 8,3% anual en febrero de 2024, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales³⁸.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2024 totalizó USD 1.393,7 millones, cifra que representó un aumento del 6,8% en comparación con el cuarto trimestre de 2023 (USD 1.496,2 millones), y un incremento del 16,9% respecto al valor contabilizado en el primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos³⁹.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2024 fueron de USD 78,3 millones; monto superior en 47,8 millones frente a lo registrado en el primer trimestre de 2023 (USD 30,5 millones), resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera

³⁰ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

³¹ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

³² El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³³ https://www.ecuadoren cifras.gob.ec/documents/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312_PobrezaDesigualdad.pdf

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documents/Estadísticas/SectorMonFin/TasasInteres/TasasVigentes052024.htm>

³⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documents/Estadísticas/SectorMonFin/Liquidez/g1202403.pdf>

³⁶ <file:///C:/Users/Class/Downloads/Evolucion-de-la-Banca-01-2024.pdf>

³⁷ <https://www.expreso.e/c/actualidad/economia/banca-proyecta-entrega-credito-crecera-menor ritmo-2024-185113.html#text=El%20crecimiento%20se%20seguir%C3%A1%20desacelerando%20en%202024.&text=De%20acuerdo%20con%20publicaci%C3%B3n,3.540%20millones%20de%20C3%B3lare%20adicionales.>

³⁸ <https://www.ecuadoren vivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

³⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documents/Estadísticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere2023IV.pdf>

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁰. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros⁴¹.

Para abril de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 46.184,85 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para abril de 2024 fue de USD 11.995,46 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.111,16 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,57% del PIB superando el límite del 40% del PIB⁴².

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 6.740,05 millones en mayo de 2024)⁴³. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos, quienes generarán ingresos extra para la entidad. Esta medida dio como resultado una externalidad positiva para el sector fiscal, pues originó utilidades adicionales por USD 252,9 millones, de los cuales el 70% serán distribuidos en el primer trimestre de 2024⁴⁴.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, se constituyó mediante escritura pública celebrada el 22 de diciembre de 2003 en el Cantón Guayaquil, debidamente inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 10 de febrero de 2004. La compañía tiene una duración de 50 años contados a partir de la fecha de inscripción en el Registro Mercantil.

El objeto de la compañía consiste en la industrialización o elaboración, exportación, comercialización, importación, distribución, compra, venta e intermediación de toda clase de productos alimenticios, de dulces, de caramelos, de barquillos rellenos y de otros barquillos, conos y productos similares.

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL es una empresa ecuatoriana, dedicada inicialmente a la fabricación de barquillos rellenos y almohaditas rellenas bajo la marca "Crokitos".

En el año 2012, se crea la línea de producción de cereales, comercializados bajo la marca "Crokitos Cereales", simultáneamente se lanza al mercado "Samba" (posteriormente cambiada a "Dulzura"), una barra de cereal rellena y recubierta de chocolate. Posteriormente, en 2014 la compañía realiza el lanzamiento de la línea de snacks extruidos de maíz, así como la almohadita extruida y para esto posee una planta de producción ubicada en el Km 24 vía a Daule, la cual al cierre de 2023 cerró con una utilización del 40% de la capacidad instalada, siendo el total 5.000 TM/anuales.

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL se encuentra constantemente innovando con productos nutritivos (fitness) y completos que le permitan incrementar su portafolio de productos y presencia en el mercado ecuatoriano.

⁴⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-invers%C3%B3n-extranjera-directa>

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/bol6184/indice.htm>

⁴² <https://www.finanzas.gob.ec/https-www-deuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴³ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

⁴⁴ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/el-banco-central-concluye-exitosamente-proceso-de-recomposicion-de-las-reservas-internacionales-del-ecuador>

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de mayo de 2024, el capital suscrito y pagado de la compañía ascendió a USD 1,35 millones dividido en 1.346.147 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En el siguiente cuadro se evidencia la composición accionarial, en donde se observa que el 100% de las acciones se concentra en una sola persona.

CUADRO 8: ACCIONISTA⁴⁵

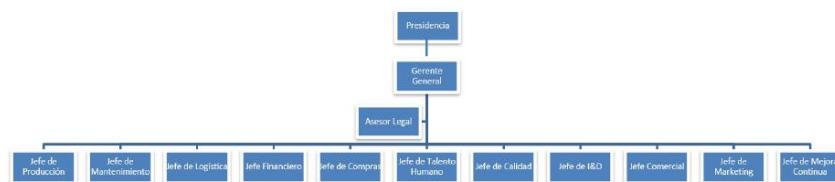
Nombre	Nacionalidad	Capital (USD)	Participación
AGUIRRE TROYA MAX ABEL	ECUATORIANO	1.346.147.00	100,00%
Total		1.346.147.00	100,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros /Elaboración: Class International Rating

De acuerdo a los estatutos de la compañía, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL es gobernada por la Junta General de Accionistas, que constituye su órgano supremo que según sus estatutos y políticas busca tomar las decisiones más adecuadas que permitan mantener una apropiada estructura financiera y procesos productivos eficientes. Asimismo, la compañía es administrada por el Presidente, Gerente General y Vicepresidente de acuerdo a las facultades y atribuciones que les han sido designadas.

La organización de la compañía procura mantener una adecuada estructura financiera, así como procesos de comercialización, entre otras, bajo las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados. Así mismo se debe indicar que la estructura de la compañía, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente: DULCENAC S.A./Elaboración: Class International Rating

La trayectoria y el reconocimiento de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL⁴⁶, en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, aptitud y visión de sus principales ejecutivos, profesionales con amplio conocimiento y experiencia que se han enfocado en la calidad del producto, innovación y tecnología, considerándose dichos lineamientos como una ventaja competitiva en la continuidad del negocio. A continuación se señalan los principales ejecutivos y miembros del directorio.

CUADRO 9: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
PRESIDENTE	MAX AGUIRRE AUAD
GERENTE GENERAL	MAX AGUIRRE TROYA
JEFE DE PRODUCCION	RONALD GONZALEZ
JEFE DE MANTENIMIENTO	MARCO FEJO
JEFE DE LOGISTICA	MALENA FARAH
JEFE FINANCIERO	HUGO SANTANA
JEFE DE COMPRAS	MALENA FARAH
JEFE DE TALENTO HUMANO	HECTOR MORETA
JEFE DE CALIDAD	ARACELY POVEDA
JEFE DE I&D	ENRIQUE BUESTAN
JEFE COMERCIAL	GERARDO VITERI

⁴⁵ El accionista de la compañía mantiene una sana independencia respecto de la administración y sus directrices están determinadas en las respectivas juntas de accionistas.

⁴⁶ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

JEFE DE MARKETING	JOEL COLLAGUAZO
JEFE DE MEJORA CONTINUA	GABRIELA LOYOLA

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL/Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL no cuenta con prácticas de Gobierno Corporativo formalmente implementadas; sin embargo, a través de su Junta General y Plan Gerencial impregna la toma de decisiones fundamentadas en transparencia, desarrollo, sostenibilidad y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas, altas gerencias como al personal en general, factores que están alineados a sus políticas.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento, además se determina aspectos generales de capitalización y distribución de utilidades, entre otras. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 31 de mayo de 2024, mantiene dentro de su nómina 118 empleados mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de empresa y están distribuidos en diferentes áreas. Es importante mencionar que el 58,47% de los empleados se concentran en las áreas de planta (directas e indirectas). Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones.

La compañía no cuenta con sindicatos ni comités de empresa, que puedan afectar el giro del negocio y el buen desarrollo de la empresa.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas⁴⁷

CUADRO 10: COMPAÑÍAS RELACIONADAS

Nombre	Tipo De Vinculación	Empresa Vinculada	Situación legal
Aguirre Troya Max Abel	Administración	ARICACORP S.A.	ACTIVA
	Administración	FORTUFOREST S.A.	ACTIVA
	Administración / accionista	RIERPE S.A.	ACTIVA
	Administración	PREDIAL INMOBILIARIA MAX S.A.	ACTIVA
	Administración	PASSARELLI S.A.	ACTIVA

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos de la Empresa

Clientes⁴⁸

Entre los clientes de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL se destacan: Canal Moderno (Autoservicios (a los cuales también les proporciona servicios de maquila)), Tradicional, y clientes del Sector Industrial (como industrias lácteas que emplean los cereales en sus productos).

Al 31 de mayo de 2024, el principal cliente de la compañía registró una participación del 71,54% sobre el total de cuenta por cobrar, la diferencia corresponde a clientes con una participación individual inferior al 7,00%. Lo antes

⁴⁷ De acuerdo a lo indicado por la Administración las empresas vinculadas no tienen relaciones operativas con DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL.

⁴⁸ La compañía posee una buena capacidad de negociación con sus clientes.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

mencionado evidencia un posible riesgo de concentración en los ingresos de la compañía, no obstante, este cliente es corporativo y cuentan con una importante presencia dentro del mercado nacional.



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

La compañía reporta que, a mayo de 2024, el 90,00% de las ventas se realizaron a crédito.

Al 31 de mayo de 2024, la compañía concentra el 88,65% de la cartera total en la categoría por vencer (74,50% en diciembre de 2023); y la diferencia de 11,35% corresponde a cartera vencida (25,50% en diciembre de 2023), la cual se concentró en el rango de 1 a 30 días. Los resultados mencionados anteriormente presentan una mejor posición frente a diciembre de 2023, determinando la estructura de una cartera relativamente sana.

CUADRO 11: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

DETALLE	2022	2023	may-24
Por vencer	75,15%	74,50%	88,65%
Vencida de 1 a 30 días	24,85%	13,15%	6,39%
Vencida de 31 a 60 días	0,00%	6,85%	4,95%
Vencida de 61 a 90 días	0,00%	5,50%	0,00%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas fue de 5,77% en mayo de 2024; aspecto que deberá ser reforzado, con la finalidad de proporcionar el resguardo adecuado a este activo. A pesar de lo indicado, la compañía menciona que el riesgo por incobrabilidad es bajo, puesto que gran parte de la cartera de clientes son formales y reconocidos en la industria, además, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL realiza revisiones regularmente a sus clientes para evaluar su riesgo.

Según lo mencionado en el Informe de los auditores externos del año 2023, las cuentas por cobrar no generan interés y poseen un periodo de crédito de 90 a 120 días promedio.

Proveedores

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL cuenta con un portafolio diversificado de proveedores para diversas materias primas, los cuales cuentan con amplia experiencia en el mercado, mitigando un posible riesgo por concentración. Para mayo de 2024, los 4 principales proveedores de la compañía representan en conjunto el 32,62% de las cuentas por pagar proveedores, luego se encuentran proveedores con participaciones inferiores al 7,00%.

19

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificador de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

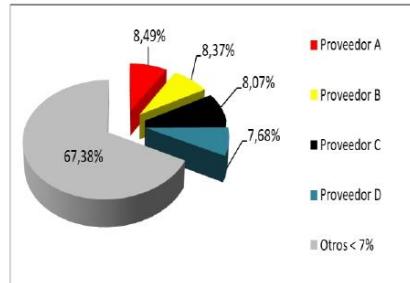
Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

GRÁFICO 6: PRINCIPALES PROVEEDORES, MAYO 2024



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe indicar que la compañía posee la capacidad de negociación con sus proveedores y tiene la flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo.

Finalmente, a mayo de 2024, el 35,06% de las cuentas por pagar comerciales corresponde a cartera por vencer; mientras que el restante 65,05% pertenecen a cartera vencida concentrada en su mayoría en el rango comprendido entre 1 a 30 días.

Política de Precios

La política de precios de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL define una categorización de precios por canal de clientes: Moderno (autoservicios), Tradicional e Industrial.

Políticas de Inversión

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, destina principalmente sus inversiones a la adquisición de activos fijos, es así que esta cuenta representó el 60,14% del total de activos en mayo de 2024 (58,83% en 2023).

Política de Financiamiento

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, ha financiado sus operaciones principalmente con pasivos, es así que al 31 de mayo de 2024 financiaron el 68,76% de los activos (67,70% de los activos en diciembre de 2023).

Para mayo de 2024 la deuda con costo financió el 55,61% del total de activos, en donde la deuda de largo plazo lo hizo en un 38,54% de los activos; mientras que, la deuda a corto plazo en un 17,07%. El financiamiento ha sido a través de la banca privada, pública y mercado de valores.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA, MAYO 2024



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

20

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificador de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Responsabilidad Social

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, registró los siguientes proyectos de responsabilidad social:

- Capacitación a la comunidad sobre el plan de manejo ambiental de la compañía.
- Integración comunitaria por las fiestas Juliana.
- Desayuno navideño con niños de la comunidad.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, es una sociedad anónima sujeta a las leyes ecuatorianas, las cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones, por lo que está sujeta a la regulación de varios organismos de control como son: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Servicio de Rentas Internas, Ministerio de Trabajo, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Normas Municipales, Defensoría del Pueblo, entre otras.

Por otra parte, es importante mencionar que las actividades de la empresa al enmarcarse dentro de la industria alimenticia, está sujeta a cumplir estándares de sanidad y calidad de cada producto, y por lo tanto la empresa está sujeta a las disposiciones pertinentes de la Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria.

La compañía cuenta con las certificaciones de Buenas Prácticas de Manufactura y Food Safety System Certification FSSC 22000.

Riesgo Legal

De acuerdo con los datos disponibles en la página web de la Función Judicial, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, al 31 de mayo de 2024, figura como actor/ofendido en un caso de incumplimiento de contrato. Por otro lado, en calidad de demandado/procesado, la empresa está involucrada en 5 procesos legales. Es importante indicar que de acuerdo a lo indicado por la Administración dicho proceso no compromete la normal operación de la empresa.

Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial del Segundo Programa de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en próximas revisiones.

Al 31 de mayo de 2024, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL registra las siguientes emisiones vigentes:

CUADRO 12: EMISIONES VIGENTES

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Aprobado	Estado
Primera Emisión Obligaciones a Largo Plazo	SCVS-INMV-DNAR-2023-00043160	1.000.000	Vigente
Primera Emisión Obligaciones a Corto Plazo	SCVS-INMV-DNAR-2023-00043161	700.000	Vigente

Fuente: DULCENAC S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Al ser la calificación inicial de la presente emisión, todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la presencia bursátil de los títulos, lo que será analizado posteriormente en la siguiente revisión.

21

CLASS INTERNATIONAL RATINGS autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATINGS no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Hechos Relevantes

- Lanzamiento al mercado del producto hojuelas con leche condensada, el cual tuvo gran acogida en el mercado local.
- Realización de estudios técnicos para la creación de nuevos productos principalmente en la línea de polvos, que incluye gelatinas y malteadas, los cuales se están lanzando en el mercado local.
- Implementación de una nueva línea de producción que le permitirá a la compañía un incremento de sus niveles de producción (nueva línea de producción de wafers, marca Crokitos y marca blanca).
- La maquinaria importada ha sido instalada en la planta, y actualmente se está llevando a cabo la instalación de la infraestructura necesaria para su correcto funcionamiento. Además, se está llevando a cabo un proceso de pruebas para garantizar su eficacia y rendimiento óptimo.

Situación del Sector

La manufactura permite la elaboración de productos con un mayor nivel de valor agregado, en los cuales existe buena capacidad de diferenciación y, sobre todo, un menor nivel de volatilidad en los precios. El desarrollo de este sector fortalece al país, ya que más allá de lo mencionado, también genera fuentes de empleo calificadas y formales.

La industria de alimentos y bebidas ha sido durante mucho tiempo uno de los sectores más grandes y fundamentales de la economía global. Para aquellos que lideran esta industria, se presenta una vasta oportunidad de crecimiento; sin embargo, este crecimiento conlleva riesgos que pueden impactar negativamente en las operaciones, la rentabilidad y la reputación.⁴⁹

La innovación y sostenibilidad son dos ejes que impulsan el crecimiento de la industria de alimentos y bebidas en Ecuador. Estas iniciativas no solo reflejan el compromiso de la Asociación de Fabricantes de Alimentos y Bebidas (ANFAB) y sus aliados con el desarrollo sostenible y competitivo de la industria alimentaria ecuatoriana, sino que también subrayan el potencial de Ecuador para convertirse en un líder en la exportación de productos agroalimentarios de alto valor agregado.⁵⁰ Este esfuerzo es importante para dinamizar la industria de alimentos y bebidas en Ecuador y potenciar la exportación de productos con alto valor agregado a escala mundial, los diferentes actores de la cadena ponen en marcha iniciativas para asegurar un crecimiento sostenible y competitivo del sector.⁵¹

La implementación de tecnologías avanzadas como la inteligencia artificial está revolucionando la industria de alimentos y bebidas, logrando mayor eficiencia en los procesos de producción, distribución y comercialización. Asimismo, la industria está prestando cada vez más atención a los requerimientos y necesidades del consumidor moderno para garantizar su permanencia en el mercado, adaptando modelos de economía circular en sus procesos, planteando productos innovadores, compartiendo el origen de sus ingredientes y destacando los beneficios de su oferta, más allá del aporte nutricional.⁵²

En tanto que la sostenibilidad se ha convertido en un pilar fundamental para el crecimiento de la industria. Desde prácticas agrícolas sostenibles, pasando por procesos de trazabilidad transparente y el desarrollo de estrategias para reducir el desperdicio de alimentos o el ahorro de recursos. Todo se encamina hacia un mismo propósito, impulsar el crecimiento sostenible de la industria alimentaria.⁵³

⁴⁹ <https://alimentoecuador.com/2024/01/09/10-riesgos-comunes-en-la-industria-de-alimentos-y-bebidas/>

⁵⁰ <https://ekosnegocios.com/articulo/innovacion-y-sostenibilidad-dos-ejes-que-impulsan-el-crecimiento-de-la-industria-de-alimentos-y-bebidas-en-ecuador>

⁵¹ <https://ekosnegocios.com/articulo/innovacion-y-sostenibilidad-dos-ejes-que-impulsan-el-crecimiento-de-la-industria-de-alimentos-y-bebidas-en-ecuador>

⁵² <https://ekosnegocios.com/articulo/innovacion-y-sostenibilidad-dos-ejes-que-impulsan-el-crecimiento-de-la-industria-de-alimentos-y-bebidas-en-ecuador>

⁵³ <https://ekosnegocios.com/articulo/innovacion-y-sostenibilidad-dos-ejes-que-impulsan-el-crecimiento-de-la-industria-de-alimentos-y-bebidas-en-ecuador>

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

El índice de expectativas de la economía (IEE), del mes de mayo de 2024 se situó en 54,6 puntos, lo que significa que las empresas mostraron una mayor confianza con respecto al mes anterior (51,3 puntos). El aumento de la confianza empresarial estaría relacionado con la evolución positiva que registraron dos de los cuatro sectores de los IEE analizados: comercio y servicios. Por el contrario, los sectores de manufactura y construcción disminuyeron en el mes de análisis.⁵⁴

En mayo de 2024, los empresarios del sector manufacturero disminuyeron levemente su confianza, al situarse en 54,2 puntos respecto a la evolución del mes anterior, lo que representa una baja de 0,2 puntos en comparación con abril de 2024 (54,4 puntos).⁵⁵

Por otro lado, se percibe positivamente la situación económica futura de los negocios. Para junio de 2024, el 24,8% de empresarios consideraron que estarían en una mejor condición, mientras el 8,5% opinó que estarían peor. El 66,8% restante consideró que la situación se mantendría sin cambios.⁵⁶

Por otro lado, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, emplea las harinas de maíz y trigo en su proceso productivo, razón por la cual es relevante analizar el comportamiento de estas materias primas.

El maíz amarillo es uno de los principales ingredientes para la formulación de balanceados a nivel mundial, por su alto valor energético, debido a su contenido de almidón y grasa. A nivel mundial, se cultivan aproximadamente 203 millones de hectáreas, superficie en la cual se produce cerca de 1.163 millones de toneladas del cereal.⁵⁷

En Ecuador, el maíz amarillo duro se cultiva en dos épocas del año; en la primera denominada lluviosa o invierno, se siembra cerca del 79% de la producción anual; mientras que, en la segunda época (seca o verano) se produce el resto 21% de cereal. Este cultivo se desarrolla en alrededor del 37% de la superficie total sembrada de cultivos transitorios. Para el año 2023, la producción bruta de maíz amarillo duro alcanzó 1,8 millones de toneladas, en una superficie cosechada de 308.373 hectáreas.

Aproximadamente el 74% de la producción a nivel nacional proviene de dos provincias: Los Ríos (47%) y Manabí (27%). El sector maicero genera una importante fuente de empleo; donde, solo en producción primaria laboran alrededor de 187.094 personas, de quienes aproximadamente el 63% corresponde a mano de obra familiar.⁵⁸

En cuanto a la producción mundial de cereales alcanzará un nuevo máximo histórico en 2024, con 2.854 millones de toneladas, informó este viernes la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO).⁵⁹

En cuanto al trigo es una de las materias primas más demandadas por el mercado luego⁶⁰ de caer en las cuatro ruedas precedentes por una toma de ganancias de los inversores y por la previsión de buenos rendimientos para los cultivos de invierno estadounidenses, el valor del trigo retomó el camino ascendente y subió con fuerza hoy en el mercado internacional por las malas condiciones ambientales que afectan los cultivos en Rusia, el principal exportador mundial del grano fino. Una combinación de falta de humedad con heladas tardías puso a los principales estimadores a recalculando sus cifras en las últimas semanas y se pasó de proyecciones que oscilaban de 93 a 95 millones de toneladas a un rango que, bajo las actuales condiciones, gana consenso en torno de los 85 millones de toneladas.

El índice de precios de los cereales de la FAO registró en junio un promedio de 115,2 puntos, esto es, 3,5 puntos (un 3,0 %) menos que en mayo y 11,4 puntos (un 9,0 %) por debajo de su valor de junio de 2023. Respecto del mes anterior, disminuyeron los precios mundiales para la exportación de todos los cereales principales.⁶¹

⁵⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202405.html>

⁵⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202405.html>

⁵⁶ <https://sipr.agricultura.gob.ec/index.php/situacionales-agricolas/situacional-maiz-duro-2021>

⁵⁷ <https://sipr.agricultura.gob.ec/index.php/situacionales-agricolas/situacional-maiz-duro-2021>

⁵⁸ <https://thefoodtech.com/industria-alimentaria-hoy-la-produccion-mundial-de-cereales-alcanzara-su-maximo-historico-en-2024-segun-la-fao/>

⁵⁹ <https://www.lacion.com.ar/economia/campo/agricultura/con-rusia-como-fundamento-principal-el-precio-del-trigo-subio-un-58-en-la-bolsa-de-chicago-nrd20052024/>

⁶⁰ [&text=hace%20de%20C3%ADAs-%E1%20%C3%ADndice%20de%20precios%20de%20los%20cereales%20de%202019,valor%20de%20Junio%20de%202023.](https://www.3tres3.com/es-ar/print/15932#text=5%20de%20Julio%20de%202024%2F%20FAO)

23

CLASIS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificador de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASIS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

En cuanto a las barreras de entrada que tiene esta industria, destaca el alto nivel de inversión en propiedad planta y equipo, puesto que el segmento alimenticio demanda de una importante tecnificación en su proceso productivo, además se encuentran los permisos de funcionamiento, el registro de marcas y patentes, entre otros. Así mismo se debe mencionar que en esta industria el prestigio de una marca o empresa ocupa un lugar preponderante, ya que los gustos y preferencias del consumidor se direccionan mayormente hacia productos que ya han sido probados previamente, manteniendo un temor o resistencia hacia productos o marcas nuevas que ingresan al mercado. Como barrera de salida, la mayor dificultad se encontraría en la liquidación de los activos y el cumplimiento de las obligaciones vigentes que mantendría la empresa.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos, aranceles, entre otros. En general, el sector ha mostrado adaptabilidad empresarial ante cambios en las condiciones de mercado y normativa legal.

Expectativas

Mirando hacia el futuro, se espera que la industria de alimentos y bebidas continúe su camino hacia la automatización y la sostenibilidad y que las tendencias apunten a una mayor personalización de productos, adaptándose a las necesidades dietéticas y preferencias de los consumidores.⁶²

En un mundo donde la innovación y la tecnología avanzan a pasos agigantados, la industria de alimentos y bebidas no se queda atrás, el año 2024 marca un hito en esta evolución, presentando avances significativos en procesos de fabricación, envasado y distribución.⁶³

Las expectativas de que la producción mundial de maíz aumente en casi 64 millones. Los aumentos de la oferta de los productores clave han compensado con creces las preocupaciones sobre el suministro de exportación desde Ucrania. Mientras tanto, la debilidad de los precios significa que la demanda mundial debería repuntar algo más de un 3% en 2024.⁶⁴

El maíz y trigo al ser identificados como un producto básico o commodity, por lo cual la estabilidad en su precio, producción, oferta y demanda serán únicamente determinados por el mercado, puesto que pueden existir factores de tipo climático, especulativo o de plagas a nivel mundial que afecte directamente a la producción del cereal, por lo que su precio, oferta y demanda será fluctuante conforme puedan ocurrir afectaciones de este tipo.

Adicionalmente, es importante indicar que las preferencias de consumo de los hogares cambian constantemente y algunas empresas deberán explotarlas con la creación de nuevas líneas de negocio, dado que los consumidores están cada vez más interesados en productos saludables y que sean elaborados de manera sostenible, lo cual implica un alto grado de transparencia de las cadenas de valor, buscando el establecimiento de estándares de responsabilidad ambiental y social para la compra de materias primas y para el procesamiento y venta de los productos. Por otra parte, la alta competitividad dentro del sector de alimentos panificados obliga a la industria a transformarse integrando innovaciones tecnológicas, las cuales también resultan efectivas a la hora de garantizar la calidad de los alimentos.

Posición Competitiva de la Empresa

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL forma parte del CIIU (C1061.21), pues tiene como actividad principal la elaboración de productos alimenticios: Elaboración de alimentos a base de cereales tostados, insuflados, o macerados, hojaldrados, granos pulidos y cereales partidos o triturados, cereales para el desayuno y snacks a base de cereales.

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL posee una participación aproximada del 20% en el mercado en el que se desenvuelve, dentro del cual se destacan sus dos principales competidores, Nestlé y Kellogg. Es importante

⁶² <https://thefoodtech.com/tecnologia-de-los-alimentos/confia-en-el-proceso-innovaciones-en-la-fabricacion-de-alimentos-y-bebidas-para-2024/>

⁶³ <https://thefoodtech.com/tecnologia-de-los-alimentos/confia-en-el-proceso-innovaciones-en-la-fabricacion-de-alimentos-y-bebidas-para-2024/>

⁶⁴ <https://www.mercad2.es/2023/12/07/trigo-soja-maiz-2024-tensiones-1505612/>

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

mencionar que la compañía cuenta con varias ventajas competitivas que le permiten ganar relevancia respecto a sus competidores:

- Constante desarrollo de las marcas.
- Maquila para ciertos autoservicios y empresas industriales.
- Economías de escala, mayor producción y reducción de costos fijos.
- Capacidad de producción instalada que permite atender demandas potenciales.

La amplia gama de productos que la compañía pone a disposición de sus clientes marca un punto diferenciador frente a la competencia, además maneja un rango de precios amplio por lo que logra satisfacer la demanda de diferentes estratos de poder adquisitivo en el país, lo cual ha fortalecido sus ventas y ha mejorado su posicionamiento en el mercado.

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad.

La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado, es así que señalan que varias de sus marcas son líder en el mercado.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 13: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Amplia gama de productos, producción de cereales, cacao, gelatina, barquillos, barras. Sólido tiempo de reacción ante las demandas de los mercados lo cual contribuye al crecimiento exponencial y sostenido en el volumen de producción.	Todas las líneas de productos mantienen un nivel de calidad que permitiría el ingreso a mercados internacionales sobre lo cual se está trabajando.
Crecimiento satisfactorio en marcas propias y marcas blancas con las que se ha establecido barreras de entrada para competidores potenciales.	La utilización de la capacidad instalada está preparada para atender cualquier incremento de demanda, inclusive expandiendo características de productos y nuevos portafolios.
Riesgo de incobrabilidad mitigado. Cartera de clientes controlada. La Compañía mantiene políticas rigurosas que conlleva a la selectividad de clientes. Asimismo, muchos de los clientes son importantes en el medio, con robusta liquidez y con satisfactoria calificación crediticia.	Oportunidades de crecimiento en el mercado local, tanto en el canal moderno como en el tradicional, los cuales están evidenciando crecimientos importantes.
Normas de calidad y buenas prácticas reconocidas: FSSC22000, BPM y Meta.	
Líneas de producción en planta adecuadas para producir varios ítems con diversas características (formas, texturas, colores, sabores, etc.) lo cual otorga muchas alternativas para el desarrollo continuo de productos del portafolio.	
Creación de economías de escala que implican minimización de costos; y una estructura administrativa óptima que no representa gastos elevados.	
DEBILIDADES	AMENAZAS
No mantener una flota propia. Sin embargo, se trabaja con Compañías de Transportes reconocidas, con buen servicio y de respuesta oportuna, al menor costo.	Disponibilidad y cambios en precios de materias primas y demás de insumos, por cuanto la compañía mantiene constantes acciones mitigantes
El crecimiento exponencial de la facturación y producción ha llevado al alquiler de almacenamiento. En los próximos años se considerará realizar la inversión en capacidad de almacenaje de producto terminado.	Afectaciones por cambios de Gobiernos locales.

Fuente y Elaboración: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de efectivo previsto por el Emisor, así como la continuidad de la operación en términos generales se encuentran relacionados con procesos internos, sucesos naturales, políticas gubernamentales, relación con los proveedores, fallas humanas, etc.

Uno de los riesgos con mayor impacto sobre la operación de la compañía es el desabastecimiento de materia

25

CLASS INTERNATIONAL RATINO autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATINO no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

primaria, sin embargo, la empresa indica tener un abastecimiento continuo y en las cantidades necesarias de materia prima para tener a disposición de los clientes la cantidad de productos demandados.

Otro de los factores que podría afectar el desarrollo normal de las actividades son las posibles medidas impositivas como el aumento de aranceles o la restricción de las importaciones al imponer cupos, prohibiciones, fijación de precios o cualquier otro tipo de decisiones que perjudique la periodicidad, o el nivel de compras, provocando el desabastecimiento del mercado actual y un estancamiento o reducción de los niveles de crecimiento planteados por la empresa. Sin embargo, al ser productos que se encuentran arraigados en los gustos y preferencias de los consumidores, la empresa considera que cualquier incremento en el costo tendrá clara opción de ser trasladado al precio.

Los cambios en políticas de Gobierno podrían influir en la tasa de interés y de esta forma afectar directamente los resultados de la compañía al tener una mayor carga financiera, lo que reduciría los niveles de rentabilidad. Así mismo el riesgo de un incremento en la inflación afectaría a los precios al registrar incremento, existiendo una pérdida de valor al no poder adquirir el mismo volumen con la misma cantidad de dinero.

De igual manera y para asegurar aún más que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL cuenta con seguros de incendio todo riesgo, lucro cesante de incendio, lucro cesante por rotura, rotura de maquinaria, robo y/o asalto, equipo electrónico, entre otros, cuyas pólizas están vigentes hasta julio de 2024.

Por otra parte, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL cuenta con un departamento de sistemas que almacena, gestiona y maneja los respaldos de información de negocio almacenada en los servidores de la empresa de forma cifrada y segura. La periodicidad de los respaldos es diaria y se ejecutan de manera programada (automática).

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL**, se realizó en base a los informes auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 junto a las cifras de los Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, 31 de mayo de 2023 y 31 de mayo de 2024.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 4,19 millones en diciembre de 2020 a USD 10,17 millones en diciembre de 2023, como efecto de mayores ventas en la mayoría de sus líneas de negocio (barras, cereal, barquillos, polvos y avena).

Para mayo de 2024 los ingresos continúan su tendencia al alza (+12,67%) registrando USD 3,39 millones en mayo de 2023 a USD 3,82 millones en mayo de 2024. Este comportamiento se relaciona principalmente con la estrategia de expansión que ha implementado la compañía con el objetivo de ganar una mayor penetración en su mercado objetivo. Así mismo, obedece al incremento en volumen de ventas en la línea de "cereal", "barquillos y wafer".

Para mayo de 2024, la línea de "cereal" se mantiene como la principal con el 70,87% (65,32% en diciembre de 2023); seguido de "barquillos" con el 13,76% (11,48% en diciembre de 2023) y wafer, su nuevo producto, con el 12,63% del total de los ingresos.

Es importante mencionar que el producto barras es un producto de temporada cuya facturación se incrementa visiblemente en el segundo semestre de cada año.

26

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificador de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente a él propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

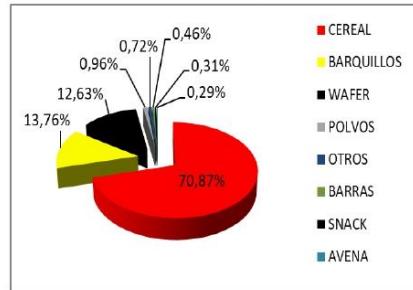
Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

GRÁFICO 8: DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS POR LÍNEAS DE NEGOCIO (MAYO 2024)



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

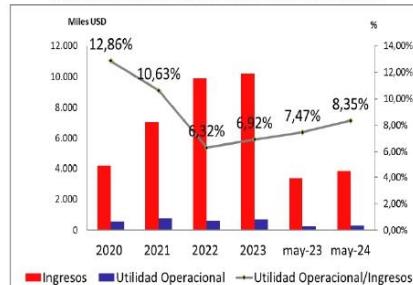
El costo de ventas, que estuvo conformado principalmente por bienes no producidos por la entidad, productos en proceso, y productos terminados, a diciembre de 2022 significó el 70,68% de los ingresos en el año 2022, mientras que a diciembre de 2023 representaron el 71,19%. Estos resultados generaron un margen bruto positivo de 29,32% de los ingresos en 2022 y del 28,81% en diciembre de 2023.

Para mayo de 2024, el costo de ventas significó el 72,95% de los ingresos, porcentaje superior al alcanzado en su similar de 2023, cuando fue de 70,90%, conducta atada al incremento de sus ingresos. Esto derivó en un margen bruto que representó el 27,05% de los ingresos en mayo de 2024 (29,10% en mayo de 2023).

Por su parte los gastos operacionales que estuvieron conformados principalmente por honorarios profesionales, convenios comerciales, movilización y transporte, sueldos y salarios, entre otros, pasaron de representar el 23,00% de los ingresos en el año 2022 a 21,89% en diciembre de 2023. Estos resultados demuestran un mejor manejo en su política de gastos. Para mayo de 2024 los gastos operacionales representaron el 18,71% de los ingresos, porcentaje inferior a los 21,63% registrados en mayo de 2023, denotando un aumento en la eficiencia en el control de los gastos.

Durante el periodo analizado los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, lo que generó un margen operativo positivo que pasó de 6,32% en 2022 a 6,92% al cierre de 2023. Para mayo de 2024 se mantiene el comportamiento ascendente, desde un 7,47% en mayo de 2023 a 8,35% en mayo de 2024. Lo anterior obedece a una mejor administración de los gastos.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros, que se derivan de los intereses financieros, descuento por pronto pago y comisiones financieras, representaron el 5,05% de los ingresos en diciembre de 2022, 6,10% en 2023 y 7,17% en mayo de 2024.

27

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente a propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

Luego de considerar los rubros de gastos financieros, otros ingresos no operacionales, la participación a trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía generó resultados positivos al final de cada periodo. En 2023 significó un 0,64% (1,09% en diciembre de 2022). A mayo de 2024 el margen antes de participaciones e impuestos se ubicó en 1,58%, superior al 1,44% de su similar del año previo.

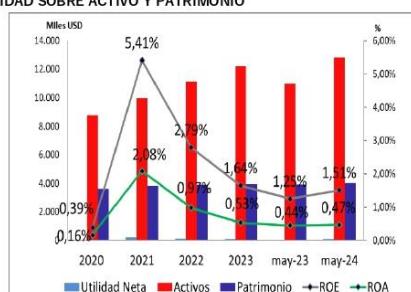
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los índices de rentabilidad de la compañía se presentaron positivos durante todo el periodo analizado y su comportamiento se encontró ligado a los resultados de la compañía, lo que demostró que los activos generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 14, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Item	2020	2021	2022	2023
ROA	0,16%	2,08%	0,97%	0,53%
ROE	0,39%	5,41%	2,79%	1,64%

Item	may-23	may-24
ROA	0,44%	0,47%
ROE	1,25%	1,51%



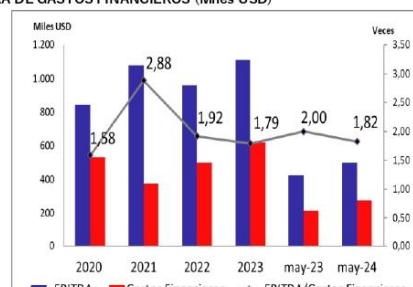
Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) presentó un comportamiento creciente en su representación sobre los ingresos, conducta ligada a la tendencia de su utilidad operativa, es así que pasó de representar el 9,70% de los ingresos en el año 2022 y 10,91% en diciembre de 2023. Para mayo de 2024 el EBITDA (acumulado) significó un 13,14% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2023 (12,53% de los ingresos). Estos resultados evidencian que la compañía posee capacidad suficiente para generar flujo propio y cubrir sus gastos financieros.

CUADRO 15, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Item	2020	2021	2022	2023
EBITDA	844	1.077	959	1.110
Gastos Financieros	532	374	500	621
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,58	2,88	1,92	1,79

Item	may-23	may-24
EBITDA	425	500
Gastos Financieros	213	274
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,00	1,82



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

Capital Adequado

Activos

Los activos totales de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, pues pasaron de USD 11,09 millones en el año 2022 a USD 12,20 millones en 2023 y USD 12,81 millones en mayo de 2024.

28

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente a través del informe de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

millones en mayo de 2024. Lo anterior obedece a los movimientos registrados en cuentas por cobrar clientes⁶⁵, inventarios y propiedad, planta y equipo, neto.

En cuanto a su estructura, primaron los activos no corrientes, que pasaron del 70,11% de los activos en 2022 a 61,26% en 2023 y 63,37% en mayo de 2024. El principal rubro de los activos no corrientes es propiedad, planta y equipo neto, que representó el 60,14% del total de activos totales a mayo de 2024 (58,83% en diciembre de 2023).

Los activos corrientes por su lado significaron el 36,63% de los activos totales en mayo de 2024 (38,74% en diciembre de 2023), siendo su cuenta más relevante inventarios (constituidos por suministros y materiales, producto terminado, materia prima, productos en proceso y mercadería en tránsito), con una participación del 16,22% de los activos a mayo de 2024 (20,46% en diciembre de 2023), luego se encuentra cuentas por cobrar clientes con el 13,14% (10,05% en diciembre de 2023), entre los más relevantes.

Pasivos

El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos presentó una tendencia creciente como efecto del registro de mayores deudas con costo a largo plazo, es así que pasaron de financiar el 65,06% de los activos en el año 2022 a 67,70% en diciembre de 2023 y 68,76% en mayo de 2024.

Al referirnos a su estructura, se debe indicar que los pasivos corrientes financiaron el 29,97% de los activos totales en mayo de 2024 (37,08% en diciembre de 2023), los cuales estuvieron estructurados mayormente por préstamos con instituciones financieras que fondearon el 11,49% de los activos (17,71% en diciembre de 2023), seguido de cuentas por pagar proveedores locales y del exterior⁶⁶ con 10,35% (12,83% en diciembre de 2023) y obligaciones con el mercado de valores con 5,57% (4,77% en diciembre de 2023).

Por otro lado, el pasivo corriente financió el 30,62% de los activos en diciembre de 2023, mientras que a mayo de 2024 lo hizo en un 38,79%, el cual se encuentra conformado principalmente por obligaciones financieras con el 35,82% en mayo de 2024 (30,36% en diciembre de 2023).

Al 31 de mayo de 2024, la deuda con costo de corto y largo plazo financió el 55,61% de los activos totales (52,84% a diciembre de 2023), misma que estuvo conformada por obligaciones con instituciones financieras públicas y privadas (nacionales y extranjeras), y con el Mercado de Valores. Finalmente, a mayo de 2024 la participación de la deuda financiera frente al pasivo y al patrimonio fue de 80,87% y 178,00%, respectivamente.

Patrimonio

El patrimonio pasó de USD 3,87 millones (34,94% de los activos) en 2022 a USD 3,94 millones (32,30% de los activos) en 2023 y USD 4,00 millones (31,24% de los activos) en mayo de 2024. Este comportamiento creciente obedece principalmente a los cambios registrados en la cuenta de utilidades acumuladas.

En cuanto a su estructura, Superávit por revaluación de propiedades primaron dentro del financiamiento de los activos, con el 16,61% en mayo de 2024 y el 17,45% en diciembre de 2023. A este le sigue el capital social con un 10,51% en mayo de 2024 y 7,92% en diciembre de 2023, cuyo valor (en términos monetarios) se mantuvo sin variación entre los años 2020 y 2023 (USD 0,97 millones), sin embargo, para mayo de 2024 se concretó el aporte para futura capitalización y el capital social ascendió a USD 1,35 millones⁶⁷.

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía no distribuye dividendos puesto que se considera este flujo para seguir invirtiendo en el crecimiento del negocio.

⁶⁵ Las cuentas por cobrar no generan intereses y poseen un periodo de crédito de 90 a 120 días promedio.

⁶⁶ Entre los años 2022 y 2023 las cuentas por pagar a proveedores crecieron en 77,67%, comportamiento relacionado con un aumento en el stock de la compañía, puesto que la línea de "barras" es un producto de temporada cuyas facturaciones inician durante el segundo semestre de cada año.

⁶⁷ Conforme lo resuelto por la Junta General Extraordinaria de Accionistas reunida en sesión del 14 de agosto de 2023, el aumento de capital se lo realiza mediante acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de USD 1,00 cada una, pagadas en su totalidad mediante la cuenta Aportes para Futuras Capitalizaciones.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

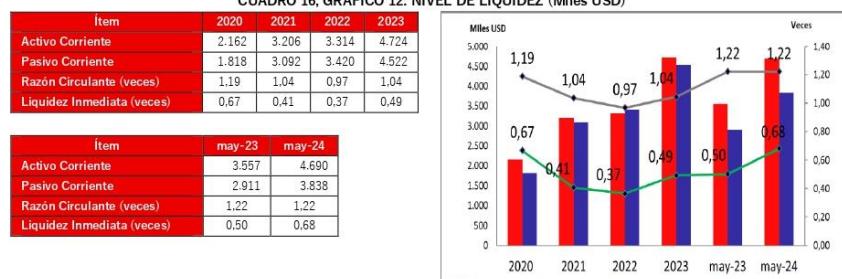
JULIO 2024

Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad (excepto en el año 2022), con lo cual la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo. Lo mencionado conllevó a que su capital de trabajo sea positivo, mismo que significó el 1,66% de los activos totales en diciembre de 2023 y el 6,65% en mayo de 2024.

CUADRO 16, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentó un periodo de cobros de 44 días al cierre de 2023, lo que determinó que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente. Por otra parte, el plazo para pagar a sus proveedores fue de 79 días, resultado que evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo que muestra en el pago a sus proveedores hubo un calce de 35 días. En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que éste registró una rotación en bodega de 126 días a diciembre de 2023.

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo del periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 90 días para 2023, lo que demuestra que la compañía debe recurrir a otras fuentes de financiamiento aparte de sus proveedores, para financiar su operación.

Indicadores de Endeudamiento Solvencia y Solidez

El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio) resalta la importancia del financiamiento a través de recursos de terceros, el mismo que creció de 1,86 veces en el año 2022 a 2,10 veces en diciembre de 2023 y 2,20 veces en mayo de 2024.

30

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en él.

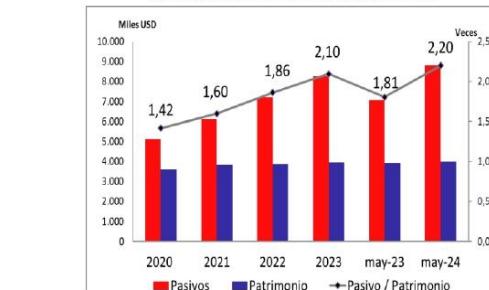
Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social pasó de 8,55 veces en 2023 a 6,54 veces en mayo de 2024. Estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas, valor que depende en alto grado de la representación que el capital social tiene dentro de la estructura del patrimonio.

El indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) se ubicó en 7,44 años al cierre de 2023 y 7,43 años en mayo de 2024, determinando que los recursos propios de la compañía permitirían cancelar el total de sus obligaciones en dicho periodo de tiempo. Por otro lado, el indicador que relaciona la deuda financiera/EBITDA (anualizado) se ubicó en 5,80 años al cierre de 2023, mientras que para mayo de 2024 fue 6,01 años, cifra que refleja el tiempo en que la compañía podría cancelar la totalidad de su deuda financiera con recursos de su operación.

Contingentes

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL registra una operación como codeudor en el sistema financiero, cuyo monto representa el 4,11% de los activos totales de la compañía, a mayo de 2024.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁶⁸

Hasta junio de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 16 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 3 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 13 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 78,70 millones, valor que representó el 23,62% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 333,24 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 70,82%, mientras que las titularizaciones representaron el 5,56%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

⁶⁸ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	113	220	279	161	372	363
Cuentas por cobrar Clientes y Relacionados	524	834	694	1.033	1.226	1.683
Provisión cuentas incobrables	(14)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
Inventarios	948	1.946	2.064	2.094	2.495	2.077
Otras cuentas por cobrar	102	89	74	39	132	158
Otros Activos Corrientes	489	128	214	241	511	420
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2.162	3.206	3.314	3.557	4.724	4.690
Propiedad, planta y equipo neto	6.271	6.367	7.226	7.164	7.174	7.701
Otros Activos No Corrientes	321	370	548	285	297	414
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	6.592	6.737	7.774	7.449	7.471	8.115
TOTAL ACTIVOS	8.755	9.944	11.088	11.005	12.195	12.806
PASIVOS						
Obligaciones financieras	1.131	1.637	2.378	1.452	2.160	1.472
Proveedores locales y del exterior	531	1.198	881	1.144	1.565	1.325
Otros Pasivos Corrientes	156	257	161	314	215	328
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	1.818	3.092	3.420	2.911	4.522	3.838
Obligaciones financieras LP	3.285	2.994	3.761	4.139	3.702	4.587
Otros Pasivos No Corrientes	32	32	32	32	32	32
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	3.317	3.026	3.794	4.171	3.734	4.967
Deuda Financiera	4.416	4.631	6.139	5.592	6.444	7.121
Deuda Financiera C/P	1.131	1.637	2.378	1.452	2.742	2.186
Deuda Financiera L/P	3.285	2.994	3.761	4.139	3.702	4.935
TOTAL PASIVOS	5.135	6.118	7.214	7.082	8.256	8.805
PATRIMONIO						
Capital Social	966	966	966	966	966	1.346
Reservas (legal y facultativa)	42	42	42	42	42	42
Superávit por revaluación de propiedades	2.172	2.172	2.127	2.127	2.127	2.127
Aportes para futuras capitalizaciones	380	380	380	380	380	-
Utilidades acumuladas	45	59	251	359	359	425
Utilidades del ejercicio	14	207	108	49	65	60
TOTAL PATRIMONIO	3.619	3.826	3.874	3.923	3.939	4.000

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
Ingresos	4.186	7.041	9.887	3.390	10.173	3.820
Costo de ventas	2.532	4.516	6.988	2.404	7.242	2.786
MARGEN BRUTO	1.653	2.524	2.899	987	2.931	1.033
Total Gastos Operacionales	1.115	1.776	2.274	733	2.227	715
UTILIDAD OPERACIONAL	538	748	625	253	704	319
Gastos Financieros	532	374	500	213	621	274
Otros ingresos no operacionales	17	6	45	8	20	15
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	23	381	170	49	103	60
Participación trabajadores	3	57	26	0	16	0
Impuesto a la Renta	6	117	37	0	23	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	14	207	108	49	65	60

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

32

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente a través del propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
Gastos Operacionales / Ingresos	26,64%	25,23%	23,00%	21,63%	21,89%	18,71%
Utilidad Operacional / Ingresos	12,86%	10,63%	6,32%	7,47%	6,92%	8,35%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,33%	2,94%	1,09%	1,44%	0,64%	1,58%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	3841,76%	361,70%	578,73%	517,80%	1087,94%	529,25%
Utilidad / capital permanente	0,33%	5,17%	2,26%	2,28%	1,37%	2,29%
Utilidad Operativa / capital permanente	12,54%	18,70%	13,09%	11,81%	14,94%	12,10%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	121,54%	3,10%	41,97%	16,98%	31,08%	25,56%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	3799,30%	180,60%	462,92%	434,77%	959,09%	454,81%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,39%	5,41%	2,79%	1,25%	1,64%	1,51%
Rentabilidad sobre Activos	0,16%	2,08%	0,97%	0,44%	0,53%	0,47%
Utilidad operacional / activos operacionales	6,86%	8,00%	6,09%	5,82%	6,25%	6,48%
Resultados operativos medidos / activos totales	6,15%	7,52%	5,63%	5,52%	5,77%	5,98%
Liquidez						
Razón Corriente	1,19	1,04	0,97	1,22	1,04	1,22
Liquidez Inmediata	0,67	0,41	0,37	0,50	0,49	0,68
Capital de Trabajo	344	115	-106	646	202	852
Capital de Trabajo / Activos Totales	3,03%	1,15%	-0,95%	5,87%	1,66%	6,65%
Cobertura						
EBITDA	844	1.077	959	425	1.110	500
EBITDA anualizado	844	1.077	959	1.020	1.110	1.185
Ingresos	4.186	7.041	9.887	3.390	10.173	3.820
Gastos Financieros	532	374	500	213	621	274
EBITDA / Ingresos	20,16%	15,30%	9,70%	12,53%	10,91%	13,08%
EBITDA/Gastos Financieros	1,58	2,88	1,92	2,00	1,79	1,82
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,12	0,16	0,10	0,11	0,11	0,11
EBITDA / Deuda total	0,19	0,23	0,16	0,08	0,17	0,07
Flujo libre de caja / deuda total	0,03	0,05	0,05	0,03	0,01	0,03
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,84	2,78	0,80	9,32	3,14	1,67
Gastos de Capital / Depreciación	0,97	1,33	3,57	0,64	0,87	3,92
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	1,42	1,60	1,86	1,81	2,10	2,20
Activo Total / Capital Social	9,06	10,29	11,48	11,39	12,62	9,51
Pasivo Total / Capital Social	5,32	6,33	7,47	7,33	8,55	6,54
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	5,23	4,30	6,40	5,48	5,80	6,01
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	6,09	5,68	7,52	6,95	7,44	7,43
Deuda Financiera / Pasivo	86,00%	75,70%	85,11%	78,95%	78,05%	80,87%
Deuda Financiera / Patrimonio	122,01%	121,03%	158,47%	142,53%	163,60%	178,00%
Pasivo Total / Activo Total	58,66%	61,52%	65,06%	64,35%	67,70%	68,76%
Capital Social / Activo Total	11,03%	9,71%	8,71%	8,78%	7,92%	10,51%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	25,62%	35,36%	38,73%	25,97%	42,55%	30,70%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	41,34%	38,48%	34,94%	35,65%	32,30%	31,24%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	44	43	25	46	44	66
Duración de Existencias (días)	137	157	108	132	126	113
Plazo de Proveedores (días)	77	97	46	72	79	72

Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

33

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente a través del propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Anexo 6: Resumen de Calificación de Riesgo:

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL - DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 173/2024 del 31 de julio de 2024
Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2024

Analista: Econ. Jeams Castillo
jeams.castillo@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

DULCENAC S.A. DULCERIA NACIONAL, es una empresa ecuatoriana dedicada principalmente a la fabricación de barquillos rellenos, almohaditas rellenas, cereales, barras de cereal y snacks bajo las marcas "Crokitos", "Dulzura", "Brunchys", "Vidafit", "Gelito", "Texitos", entre otras.

Nuevo

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 173/2024 del 31 de julio de 2024 decidió otorgar la calificación de "AA" (Doble A) al Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL por un monto de hasta un millón de dólares (USD 1'000.000,00).

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".

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), la presente calificación de riesgo *"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."*

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada al Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- DULCENAC S.A. DULCERIA NACIONAL es una empresa ecuatoriana, dedicada inicialmente a la fabricación de barquillos rellenos y almohaditas rellenas, principalmente bajo la marca "Crokitos". Posteriormente, implementó las líneas de cereales, barras de cereal y snacks bajo las marcas "Crokitos", "Dulzura", "Brunchys", "Vidafit", "Gelito", "Texitos", entre otras.
- DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL se ha esmerado en crear valor agregado a cada uno de sus productos, mediante el uso de tecnología innovadora, respetando los estándares de calidad y evidenciándolo a través de la obtención de certificados que los avala.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgo, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en él.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

- Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de expansión y crecimiento, con el fin de incursionar en nuevas líneas de productos que puedan alinearse a las necesidades de sus clientes dentro del mercado alimenticio, tanto en el canal moderno como en el tradicional; agregando además la próxima incursión en el mercado internacional.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento en el segmento en el cual desarrollan sus actividades, lo que le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Los ingresos de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 4,19 millones en diciembre de 2020 a USD 10,17 millones en diciembre de 2023, como efecto de mayores ventas en la mayoría de sus líneas de negocio (barras, cereal, barquillos, polvos y avena). Para mayo de 2024 los ingresos continúan su tendencia al alza (+12,67%) registrando USD 3,39 millones en mayo de 2023 a USD 3,82 millones en mayo de 2024. Este comportamiento se relaciona principalmente con la estrategia de expansión que ha implementado la compañía con el objetivo de ganar una mayor penetración en su mercado objetivo. Así mismo, obedece al incremento en volumen de ventas en la línea de "cereal", "barquillos y wafer".
- Para mayo de 2024, la línea de "cereal" se mantiene como la principal con el 70,87% (65,32% en diciembre de 2023); seguido de "barquillos" con el 13,76% (11,48% en diciembre de 2023) y wafer, su nuevo producto, con el 12,63% del total de los ingresos.
- Durante el periodo analizado los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, lo que generó un margen operativo positivo que pasó de 6,32% en 2022 a 6,92% al cierre de 2023. Para mayo de 2024 se mantiene el comportamiento ascendente, desde un 7,47% en mayo de 2023 a 8,35% en mayo de 2024. Lo anterior obedece a una mejor administración de los gastos.
- Luego de considerar los rubros de gastos financieros, otros ingresos no operacionales, la participación a trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía generó resultados positivos al final de cada periodo. En 2023 significó un 0,64% (1,09% en diciembre de 2022). A mayo de 2024 el margen antes de participaciones e impuestos se ubicó en 1,58%, superior al 1,44% de su similar del año previo.
- El EBITDA (acumulado) presentó un comportamiento creciente en su representación sobre los ingresos, conducta ligada a la tendencia de su utilidad operativa, es así que pasó de representar el 9,70% de los ingresos en el año 2022 y 10,91% en diciembre de 2023 y de 13,14% en mayo de 2024. Estos resultados evidencian que la compañía posee capacidad suficiente para generar flujo propio y cubrir sus gastos financieros.
- Los activos totales de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, pues pasaron de USD 11,09 millones en el año 2022 a USD 12,20 millones en 2023 y USD 12,81 millones en mayo de 2024. Lo anterior obedece a los movimientos registrados en cuentas por cobrar clientes, inventarios y propiedad, planta y equipo, neto.
- Al 31 de mayo de 2024, la compañía concentra el 88,65% de la cartera total en la categoría por vencer (74,50% en diciembre de 2023); y la diferencia de 11,35% corresponde a cartera vencida (25,50% en diciembre de 2023), la cual se concentró en el rango de 1 a 30 días. Los resultados mencionados anteriormente presentan una mejor posición frente a diciembre de 2023, determinando la estructura de una cartera relativamente sana.
- El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos presentó una tendencia creciente como efecto del registro de mayores deudas con costo a largo plazo, es así que pasaron de financiar el 65,06% de los activos en el año 2022 a 67,70% en diciembre de 2023 y 68,76% en mayo de 2024.
- El patrimonio pasó de USD 3,87 millones (34,94% de los activos) en 2022 a USD 3,94 millones (32,30% de los activos) en 2023 y USD 4,00 millones (31,24% de los activos) en mayo de 2024. Este comportamiento creciente obedece principalmente a los cambios registrados en la cuenta de utilidades acumuladas.
- Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad (excepto en el año 2022), con lo cual la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.
- El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio) resalta la importancia del financiamiento a través de recursos de terceros, el mismo que creció de 1,86 veces en el año 2022 a 2,10 veces en diciembre de 2023 y 2,20 veces en mayo de 2024.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 28 de junio de 2024, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta

2

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

reunión se resolvió autorizar por unanimidad el Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, por un monto de hasta USD 1,00 millón.

- DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL en calidad de Emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., como Agente Estructurador y Colocador, y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato del Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL.
- El Segundo Programa de Papel Comercial se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- La compañía se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72, en todo momento mientras esté vigente el programa de emisión de papel comercial.
- Con fecha 31 de mayo de 2024, el emisor presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 3,60 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 2,88 millones. Dicho valor genera una cobertura de 2,88 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que el Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial – DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- El surgimiento de nuevos competidores, con productos sustitutos o complementarios en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo, lo cual se está mitigando a través de la expansión de mercados.
- Fluctuaciones en el precio de sus materias primas (maíz y trigo que son productos commodities) por factores especulativos de oferta y demanda a nivel internacional, lo que traería consigo posibles problemas en los márgenes de la compañía, en caso de no poder trasladar sus efectos al precio de venta de los productos. La Administración maneja un riguroso seguimiento de los precios para tomar los correctivos necesarios a través de cambios y traslado progresivo de los costos hacia los precios de venta.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los clientes de la compañía podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda de los productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis. No obstante, según lo mencionado por la administración, la compañía, dentro de su trayectoria, ha aplacado estos impactos implementando exitosas acciones y estrategias.
- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones que se relacionen con la importación de materia prima que utiliza la compañía para su operación, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar principalmente a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible. En base a ello la Administración de la compañía se mantiene constante en la búsqueda de proveedores, tanto locales como del exterior.

3

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en él.

Class International Rating

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

SEGUNDO PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL

JULIO 2024

- Cambios en las tendencias de consumo de la gente, es decir preferencias por productos con mayor aporte nutricional al que oferta el emisor, o a su vez que estos productos sean preparados de una manera más amigable con el medio ambiente, con lo cual podría verse afectado ciertas áreas de producción de la compañía, lo que ocasionaría una posible disminución parcial de sus ingresos. Sobre esto la Administración constantemente se encuentra ampliando su portafolio de productos de tal forma que este efecto sea mitigado.
- Otros de los riesgos a los que se expone la empresa, está relacionado con la estacionalidad que podrían presentar determinados productos, dado que la demanda de los mismos aumenta o disminuye dependiendo de la temporada. La administración constantemente lanza nuevas líneas ampliando así su portafolio de productos.
- Una desaceleración de la economía podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo. Sin embargo, la compañía mitiga este posible evento a través de un riguroso monitoreo de las capacidades de pago de sus clientes.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial podrían repercutir sobre los resultados de la compañía.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- Al no poseer una flota propia de transporte, la compañía está expuesta a riesgos relacionados con su logística, lo cual podría incidir en el retraso de la entrega de productos y posibles incumplimientos. Sin embargo, la compañía cuenta con varias empresas de transporte reconocidas que le brindan un buen servicio y respuesta oportuna.

Atentamente,


Este documento electrónico fue firmado por:
LUIS RENATO
JARAMILLO JIMENEZ

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

4
CLASS INTERNATIONAL RATING autorizado a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en él.