

**CALIFICACIÓN:**

Tercer Programa Papel Comercial	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de Deuda
Fecha última calificación	N/A

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

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

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

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato Privado y de más documentos habilitantes.

**CONTACTO**

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Tercer Programa de Papel Comercial de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC en comité No. 292-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 28 de octubre de 2024; con base en los estados financieros auditados de los períodos 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha septiembre de 2024. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas el 14 de octubre de 2024 por un monto de hasta USD 800.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector de alimentos en el Ecuador reflejó un crecimiento importante tras la pandemia, impulsado por el consumo a nivel nacional y la reactivación de varias actividades económicas. Sin embargo, diferentes factores en 2023 como inestabilidad política, la inseguridad y la crisis energética causaron cierta incertidumbre, por lo que el crecimiento se desaceleró a un 0,22%. La industria alimentaria es considerada de alta relevancia en el país, en términos de participación y contribución al crecimiento económico, así como de generación de empleo. En términos de oportunidades de cara a 2024, los acuerdos comerciales podrían tener un gran impacto, abriendo las puertas a nuevos mercados de forma preferencial, por lo que las previsiones para 2024 proyectan un crecimiento de 1,6%.
- FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC es reconocida como una marca familiar y de tradición que se remonta a la década de los años 20 en la fabricación y comercialización de agua embotellada en diversas presentaciones. Es una empresa que en los últimos años ha ido incrementando sus ingresos siguiendo buscando una mayor participación en el mercado por lo que se encuentra en constante innovación y desarrollo de nuevos productos siendo el principal canal de distribución las cadenas de supermercados.
- FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo definidas en el estatuto aprobado por la Junta General de Accionistas que gobierna la compañía, prácticas que han permitido mantener un Directorio que es el máximo órgano responsable de la administración, asegurándose de la viabilidad presente y futura de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, contar con comités que actúan de forma periódica con la finalidad de asegurar la calidad en los procesos y tomar medidas conducentes a enfrentar posibles contingencias. Además, la empresa cuenta con funciones de control interno para efectivizar la toma de decisiones y evaluar posibles riesgos.
- Los ingresos de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC tienen su origen en la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas que provienen de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicados en Latacunga. La continua innovación y la adición de nuevos productos han permitido el incremento de ingresos año a año. A septiembre 2024 la situación se revirtió, cuando los ingresos disminuyeron 4,49% con respecto a septiembre 2023, sin embargo, una mejora en la eficiencia en los costos, resultaron en un margen bruto superior al interanual. La proyección en un escenario conservador, indica que los ingresos disminuirán al finalizar el año, pero aumentarán en los próximos períodos.
- La utilidad operativa muestra una tendencia al alza y los gastos operacionales han aumentado por efecto del incremento de la actividad. Como consecuencia de este crecimiento, la empresa ha requerido de financiamiento el que se ha centrado en emisiones con el Mercado de Valores y en menor medida en préstamos de terceros y obligaciones con entidades financieras. Como consecuencia, ha existido un aumento en los gastos financieros. La utilidad neta que alcanzó un valor de USD 14 mil en 2023 se prevé que registre pérdida en 2024 debido a la situación económica del país que afectó directamente a la empresa y sus resultados observados a septiembre 2024. Sin embargo, se proyecta utilidad neta positiva para los años posteriores. El índice de liquidez se mantendrá en valores cercanos a la unidad y el apalancamiento que a septiembre 2024 llegó a 2,25 descendería paulatinamente hasta 2,07 el futuro cercano.

- El Programa de Papel Comercial bajo análisis se encuentra debidamente instrumentado y estructurado. Además, cuenta con un mecanismo de fortalecimiento consistente en un Encargo Fiduciario que tiene como instrucción la constitución de una hipoteca abierta que cubriría en más de 100% el monto máximo de la emisión.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC provienen de la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicado en Latacunga. Durante el periodo 2021-2023 se evidenció un incremento en los ingresos en el orden de 122% enfocándose en la apertura de nuevos canales de distribución y el desarrollo de nuevos productos con valor agregado. La principal fuente de ingresos es la venta de líquidos, que incluyen agua mineral sin gas, agua mineral en envases PET, agua mineral en envases de vidrio, entre otros. El mercado donde desempeña sus operaciones FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, es un mercado muy competitivo por lo que la innovación, cambio de imagen y demás adaptaciones a las tendencias son de vital importancia.

Al considerar la participación de los costos para los ingresos se aprecia un incremento pasando de 56,88% en 2021 a 60,36% en 2022, y disminuyendo a 59,28% en 2023. El incremento en 2022 se atribuye al alza de precio del plástico registrado durante ese año. Para septiembre de 2024, este indicador se ubicó en 55,30% evidenciando una mejora en la eficiencia de costos sobre ingresos.

Por otra parte, los gastos operativos se concentraron principalmente en sueldos y salarios, honorarios, fletes y acarreos, y gastos de promoción. La compañía cuenta con una estructura de gastos operativos que varía en función del volumen de ventas. En cuanto a la participación sobre los ingresos, se evidenció una mejora en la eficiencia, disminuyendo 3 puntos porcentuales entre 2021 y 2023.

A septiembre de 2024, este rubro mantiene el comportamiento creciente respecto del interanual al ubicarse en USD 1,86 millones, en comparación a USD 1,28 millones a septiembre de 2023, sin embargo, con un aumento en la participación sobre las ventas de diez y ocho puntos porcentuales ubicándose en 54,25%.

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a las instalaciones en donde se llevan a cabo las operaciones productivas, las cuentas por cobrar comerciales que responden directamente a los niveles de venta y los inventarios, cuya rotación se basa en las características del producto y responde a la estrategia de producción de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC.

El nivel de capital de trabajo ha fluctuado: fue positivo en 2021 y negativo a finales de 2022, producto de la estructura de financiamiento de la empresa. En el año 2023, ante la Primera Emisión de Obligaciones, con la cual se buscó reestructurar la deuda financiera hacia el largo plazo, se evidenció una mejora alcanzando un valor positivo de USD 110 mil.

Las principales alternativas externas de financiamiento de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC lo constituyen las obligaciones con proveedores, la deuda con el Mercado de Valores y préstamos con terceros que constituyen operaciones de *factoring*. Por otro lado, el patrimonio de la compañía mantuvo su financiamiento sobre activos de 31,30% en promedio durante el periodo de análisis, evidenciando el fortalecimiento del patrimonio por parte de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL	INTERANUAL			
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	2.198	3.674	4.881	3.598	3.436
Utilidad operativa (miles USD)	62	154	169	157	(328)
Utilidad neta (miles USD)	24	51	14	65	(393)
EBITDA (miles USD)	167	260	289	157	-328
Deuda neta (miles USD)	439	783	1.075	1.166	1.346
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	72	(237)	110	-	(78)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	226	471	463	620	352

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL	INTERANUAL			
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(176)	31	956	601	603
Razón de cobertura de deuda DSCRC	-0,95	8,37	0,30	0,26	0,00
Capital de trabajo (miles USD)	209	(160)	(54)	216	35
ROE	2,92%	5,56%	1,53%	9,09%	-39,25%
Apalancamiento	1,78	2,17	2,80	2,83	2,25

Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023, y Estados Financieros Internos septiembre 2023 y 2024.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión, se basan en los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico durante el periodo analizado y en la posición financiera a septiembre de 2024.

Las proyecciones elaboradas por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. parten de las realizadas por el estructurador financiero, para analizar la capacidad de reacción de la compañía en situaciones adversas y la necesidad de financiamiento para sostener las actividades de operación y de inversión. Las que se han supuesto bajo un escenario que contempla diferentes premisas propias de la calificadora.

En este sentido, y en función del comportamiento histórico registrado, se proyectan menores ventas al cierre de 2024, con una contracción anual estimada de 5% para 2024, revirtiéndose para 2025 con un crecimiento de 7% proyectado para este año y de 12% para el año 2026.

La participación del costo de ventas para el cierre de 2024 se proyecta estable con respecto a 2023, en niveles cercanos a 59%. Este porcentaje se proyecta mayor al registrado a septiembre 2024 (55%) debido a las dificultades que se esperan para el sector debido a la crisis energética. La normalización en las condiciones de mercado para periodos posteriores debería tender a estabilizar este rubro, por lo que se contempla una participación del costo sobre las ventas de forma similar en el 2025 y 2026. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, la cartera no relacionada se estima que se incremente con respecto a septiembre 2024, producto del mayor dinamismo en las ventas y las perspectivas de la empresa en cuanto a abarcar un mayor mercado local y a nivel internacional, por lo que se estima mantener en el periodo proyectado este comportamiento en 43 días de cartera.

El rubro de inventarios mantendrá días promedio de 95 en 2024 en coherencia con el comportamiento que se evidenció durante los meses a septiembre 2024. Asimismo, se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una estructura de cuentas por pagar estable. Los valores de deuda aumentarán en 2024, debido a principalmente a la colocación parcial del Tercer Programa de Papel Comercial y nuevos préstamos con entidades financieras. En años posteriores, el valor de la deuda neta disminuirá paulatinamente.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tiene la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado, por lo que se estima cumplimiento oportuno de todas las obligaciones que mantiene FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC.

RESULTADOS E INDICADORES	2024	2025	2026
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	4.637	4.962	5.557
Utilidad operativa (miles USD)	(227)	119	210
Utilidad neta (miles USD)	(337)	14	49
EBITDA (miles USD)	-105	259	343
Deuda neta (miles USD)	1.325	1.374	1.047
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(186)	238	366

RESULTADOS E INDICADORES	2024	2025	2026
	PROYECTADO		
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	425	454	345
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	622	1.111	1.188
Razón de cobertura de deuda DSCR	0,00	0,23	0,29
Capital de trabajo (miles USD)	(213)	(362)	123
ROE	-24,18%	1,00%	3,35%
Apalancamiento	2,13	2,17	2,07

Fuente: Estados Financieros Proyectados por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

## FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad junto con la crisis eléctrica, tienen impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad y los cortes eléctricos, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados, la implementación de medidas de protección, además de la adquisición de plantas eléctricas o planificaciones estratégicas de horarios laborales los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna y la crisis eléctrica son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- Fluctuaciones en los precios del plástico podría afectar directamente sobre la estructura financiera de la empresa, debido a que es parte esencial de la producción. Ante un posible incremento de esta materia prima, la empresa trasladaría los cambios hacia el precio final, también es importante considerar que dentro del catálogo de productos de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC también están productos embotellados en envases de vidrio, por lo que esta diversificación ayuda a la empresa.

Se debe indicar que los activos que respaldan el Papel Comercial, de acuerdo a la declaración juramentada, son propiedad, planta y equipo (USD 450.000), anticipos a proveedores (USD 450.000), inventario (USD 350.000) y cuentas por cobrar no relacionadas (USD 20.000). Los activos que respaldan la presente emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con las pólizas de seguros que se mantienen sobre los activos con diferentes aseguradoras.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.

Se debe indicar que dentro del activo no se evidencia valores correspondientes a empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES A	MONTO (USD) 800.000	PLAZO EMISIÓN (DÍAS) 359	PLAZO PROGRAMA (DÍAS) 720	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Saldo vigente	N/A					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán utilizados para capital de trabajo consistente en la compra de inventarios, insumos o materias primas y, por tanto, pago a proveedores no vinculados con el Emisor, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables; y, para restructuración de deuda financiera de corto plazo con Instituciones Financieras no vinculadas con el Emisor.					
Estructurador financiero	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A.					
Representantes de obligacionistas	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.					
Resguardos de Ley	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener durante la vigencia del programa de papel comercial, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25.</li> </ul>					
Mecanismo Fortalecimiento	Encargo Fiduciario consistente en una instrucción para hipotecar el terreno y edificio de San Felipe.					
Límite de endeudamiento	El Emisor se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de Deuda Financiera / Patrimonio no mayor a 2 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerará todas las obligaciones de corto y largo plazo contraídas con el sistema financiero y mercado de valores.					

**TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL**

Compromiso Adicional

El Emisor se obliga a provisionar el 100% del flujo de la cuota inmediata siguiente para el pago de inversionistas de la presente Emisión, con al menos cuarenta y ocho horas de anticipación

**Fuente:** Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Tercer Programa de Papel Comercial de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

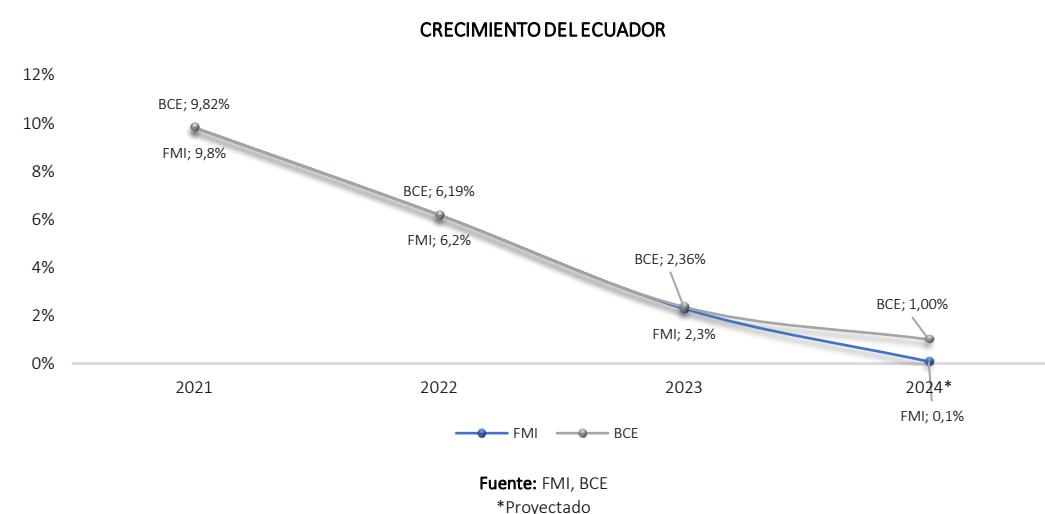
**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc**  
Presidente Ejecutivo

## PERFIL EXTERNO

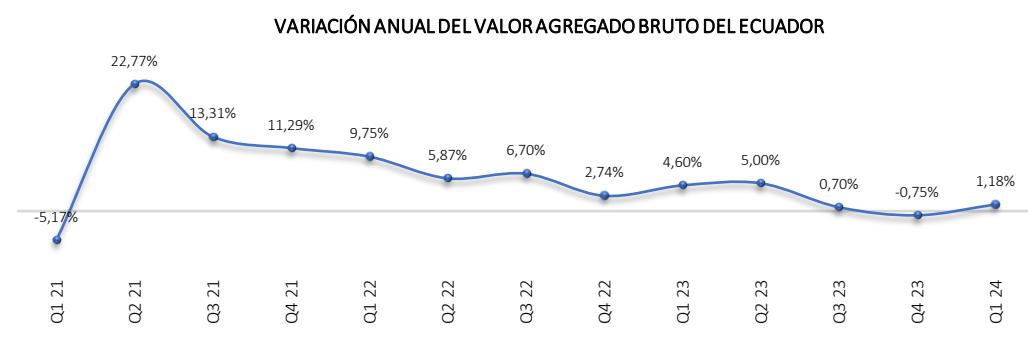
## ECUADOR: ENTORNO MACROECONÓMICO 2024

**CONTEXTO:** Se espera una desaceleración en el crecimiento económico mundial en 2024. Se prevé un crecimiento económico históricamente lento en los próximos años debido a condiciones que fomentarían una disminución del comercio internacional y la inversión. Entre los posibles riesgos se encuentran el aumento de tensiones en el conflicto de Oriente Medio, dificultades financieras, fragmentación en el comercio mundial y eventos climáticos adversos<sup>1</sup>. Otros factores son de naturaleza más cíclica, como los efectos del endurecimiento de políticas monetarias que son necesarias para reducir la inflación, la misma que se estima a la baja en 2024, junto con el retiro de apoyos fiscales en un contexto de alto endeudamiento. Bajo ese escenario, las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) sitúan el crecimiento económico mundial en 3,2% en 2024 y 2025, el mismo ritmo que en 2023. Estas proyecciones permanecen por debajo del promedio histórico (2000-2019) de 3,8%, sin embargo, los datos reportados en los primeros meses de 2024 mostraron una mayor resiliencia a lo proyectado en 2023, lo cual aumentó las previsiones para este año<sup>2</sup>.

Ecuador: Segundo el FMI, se espera que Ecuador cierre 2024 con una tasa de crecimiento de 0,1% y de 0,8% en 2025.



Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), en 2023 el PIB presentó un incremento con respecto a 2022 de 2,36%, impulsado por el incremento en el gasto de gobierno de 3,7% y de las exportaciones en 2,3%. El incremento del gasto de gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y con el pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud.<sup>3</sup> Por su parte, la dinámica de las exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo crudo, camarones, banano y productos mineros. Por otro lado, las importaciones presentaron una variación interanual negativa de 0,9%, debido principalmente a una disminución en la importación de materias primas en 12,1% como trigo, morcacho y otras manufacturas de metales; así como también en la disminución de donaciones provenientes del exterior en 57,7%.



<sup>1</sup> <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

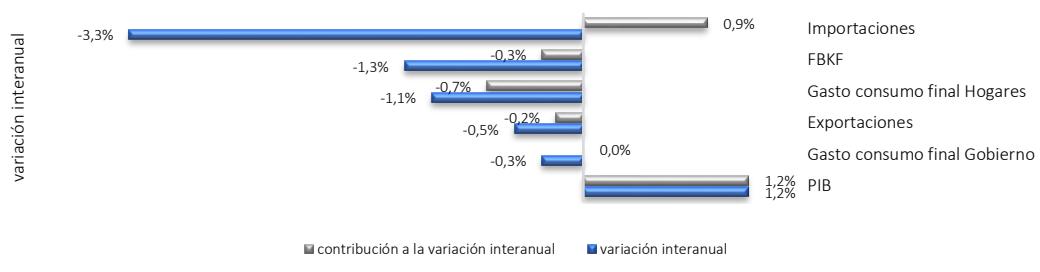
<sup>2</sup> <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2024/01/30/world-economic-outlook-update-january-2024#:~:text=Las%20proyecciones%20sit%C3%BAan%20el%20crecimiento,de%20lo%20esperado%20en%20Estados>

<sup>3</sup> <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-reporta-un-crecimiento-interanual-de-0-4-en-el-tercer-trimestre-de-2023>

En el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) del Ecuador creció en 1,18% anual, comportamiento atribuido a la reducción de las importaciones en 3,3% y por una variación positiva de las existencias (inventarios)<sup>4</sup>. Sin embargo, los principales componentes del PIB presentaron contracciones interanuales: el gasto de gobierno en -0,3%, las exportaciones en -0,5%, el consumo de los hogares en -1,1%, y la formación bruta de capital fijo (FBKF) en -1,3%.

La reducción de las importaciones se debió a una contracción de la demanda en los productos refinados de petróleo, vehículos y equipos de transporte, mientras que el consumo de los hogares se vio afectado por la disminución de la demanda de los servicios de comercio y de transporte. Por su parte, la reducción del gasto de gobierno se sustentó en una disminución en sus servicios administrativos y el comportamiento negativo de la demanda externa a menores ventas al exterior de camarón elaborado. Finalmente, la variación de existencias contribuyó positivamente al PIB por una alta acumulación de los inventarios por parte de las empresas durante el primer trimestre de 2024 debido a las contracciones de la demanda interna y externa.

#### VARIACIÓN Y CONTRIBUCIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DEL PIB - Q1 2024



Fuente: BCE

A marzo de 2024, a nivel de industrias solamente 10 de los 20 sectores presentaron un desempeño positivo, entre los cuales se destacan: Suministro de electricidad y agua en 12,5%; Pesca y acuicultura en 10,8%; Explotación de minas y canteras en 4,3%; Actividades profesionales técnicas en 3,9% y Actividades inmobiliarias en 2,9%. Con relación al trimestre anterior, el PIB creció en 3,5%<sup>5</sup> comparado con el cuarto trimestre de 2023, impulsado por la recuperación de exportaciones en 10,6%, de la FBKF en 3,1%, del consumo de los hogares en 2,0% mientras que, las importaciones decrecieron en 10,2%, contribuyendo positivamente a la evolución del PIB. Sin embargo, el gasto de gobierno decreció en 0,3% y se reportó una desaceleración en la acumulación de las existencias de las empresas respecto al trimestre anterior, contribuyendo negativamente al desempeño del PIB.

El FMI espera que Ecuador cierre el año 2024 con una tasa de crecimiento de 0,1% (de 1,0% según el BCE), lo cual se podría definir como un estancamiento. Si se compara este valor con los países vecinos, Ecuador crecería por debajo del promedio de la región, considerando cifras para Latinoamérica y El Caribe de 1,9%. En 2025, se estima una leve recuperación, con un crecimiento de 0,8%<sup>6</sup>.

#### EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS

El riesgo país presentó una tendencia al alza en 2023 y cerró el año por encima de 2.000 puntos, reflejando una alta percepción de riesgo de default por parte de inversionistas<sup>7</sup>. El nivel alto que mantiene Ecuador significa que el país tiene posibilidades de financiamiento externo más caro, pues las tasas de interés son más elevadas, lo que representaría un problema considerando el déficit fiscal con atrasos de pagos a proveedores estatales, municipios y seguridad social.

<sup>4</sup> <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-reporto-un-crecimiento-de-1-2-en-el-primer-trimestre-de-2024-por-una-reduccion-de-las-importaciones-y-una-acumulacion-de-inventarios>

<sup>5</sup> Serie ajustada por efectos estacionales

<sup>6</sup> World Economic Outlook abril 2024

<sup>7</sup> El indicador de riesgo país, elaborado por el banco de inversión JP Morgan, muestra las probabilidades de que un país caiga en mora en sus obligaciones de deuda externa. Mientras más alto el indicador, los acreedores e inversionistas perciben que hay mayor probabilidad de impago y 'default.'



No obstante, en 2024 se observa una tendencia ligeramente a la baja, cerrando el segundo trimestre del año con el riesgo país más bajo desde enero 2023, alcanzando un promedio de 1.249 puntos. Esta caída coincide con el anuncio del gobierno de Daniel Noboa, quien propuso el alza del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 12% al 15% en enero de 2024 e implementada a partir de abril, lo cual incrementó los niveles de caja fiscal, proporcionando liquidez a corto plazo. Además, la reforma tributaria también contempla contribuciones especiales a las utilidades de la banca y a empresas con ganancias extraordinarias, así como aumentar el impuesto de salida de divisas (ISD).

#### NIVELES DE CRÉDITO

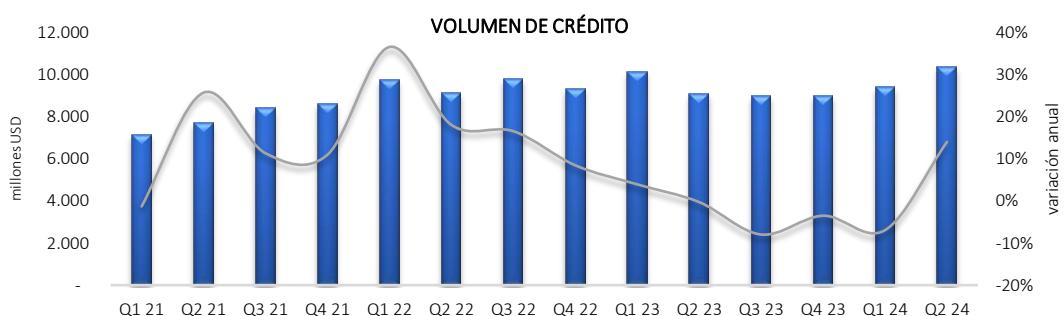


Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

Tras la reactivación económica desde 2021, la cartera de créditos en 2022 experimentó el mayor incremento desde 2019. A partir del tercer trimestre de 2021 el crecimiento anual de créditos superó los dos dígitos y llegó a un máximo de 18,12% de incremento anual en el segundo trimestre de 2022. Esto permitió que el total de cartera crezca 14,64% al cerrar ese año.

En 2023, el valor total de los préstamos en cartera bruta concedidos por entidades bancarias privadas alcanzó USD 42.129 millones. El crédito otorgado para sectores productivos fue de 44%, seguido por consumo con 41%, microcrédito con 8% e inmobiliario con 6% (el porcentaje restante se divide entre vivienda de interés social y público, educativo e inversión pública). Al segundo trimestre de 2024, el valor de préstamos en cartera bruta por entidades bancarias alcanzó USD 43.645 millones, un 8,14% mayor al del mismo periodo de 2023.

A pesar de que la cartera bruta de crédito presentó alzas a lo largo de todo 2023, el volumen otorgado de crédito a nivel nacional disminuyó en el segundo, tercer y cuarto trimestre ante la inestabilidad política, la incertidumbre sobre la posible llegada del fenómeno de El Niño y el mayor costo en el acceso a financiamiento externo<sup>8</sup>.



<sup>8</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-agropecuario-fenomeno-nino/>

**Fuente:** Superintendencia de Bancos del Ecuador

Según el FMI<sup>9</sup>, se espera que el crédito de la banca privada crezca en los próximos años, aunque en menor porcentaje que años anteriores, impulsado por menor crecimiento de los depósitos y por ende menor dinero disponible para los bancos. Es por eso que la evolución del crédito en 2024 dependerá de factores como el alza en las tasas de interés para atraer depósitos y las tasas de interés que deben pagar los bancos del Ecuador para fondearse en el exterior. En el primer trimestre de 2024, el crédito disminuyó 6,97% anual, sin embargo, al segundo trimestre ya se evidencia una variación anual positiva de 13,94%.

### PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

En 2024, las previsiones estiman un crecimiento de la economía del Ecuador que podría variar entre 0,1% y 1,0%, según el FMI y el BCE. Según el BCE, tras alcanzar el pico máximo de expansión, la economía ecuatoriana entró a una fase de desaceleración a partir del tercer trimestre de 2022 e inició un proceso de recesión en el cuarto trimestre de 2023, el cual se mantuvo hasta el segundo trimestre de 2024<sup>10</sup>. Un escenario de baja inversión privada, baja inversión extranjera directa, junto a la caída de la inversión pública, ralentización de ventas, crisis en el sector petrolero y empleo estancado, son algunos de los factores por los que la economía entró en recesión en el primer semestre de 2024, según el informe publicado en julio de 2024 por el BCE. Es por esto que el crecimiento futuro dependerá de factores externos como el precio del petróleo, el desembolso de recursos por parte de organismos multilaterales, el aumento en las exportaciones y el flujo de remesas. El reto del gobierno es generar políticas que fomenten la dinamización de la economía ante el aumento generalizado de los precios, las reformas tributarias y la crisis de inseguridad, que han desacelerado el consumo de los hogares privados.

La Proforma para el Presupuesto General del Estado 2024 asciende a USD 35.536 millones, valor 8,7% mayor al presupuestado para 2023, mientras que calcula un déficit fiscal de USD 4,81 millones y necesidades de financiamiento por USD 11,46 millones<sup>11</sup>. En este contexto, el acuerdo con el FMI establecido en abril por USD 4.000 millones, a pesar de ser positivo para el país, no es suficiente frente a las necesidades de fondeo<sup>12</sup>, por lo que se podría tomar medidas adicionales como una posible renegociación de la deuda con China para alcanzar la sostenibilidad fiscal.

En noviembre de 2023, el estiaje presentado en varias provincias del Ecuador causó que el gobierno nacional declare en emergencia el sector eléctrico, por lo que inició un periodo de racionamiento de electricidad en todo el país. En abril de 2024 el gobierno anunció una nueva crisis energética que trajo consigo nuevos apagones por racionamiento de energía. La Cámara de Industrias y Producción (CIP) junto a la Cámara de Comercio de Quito advierten que, por cada hora sin electricidad, el sector comercial a nivel nacional dejaría de vender USD 18 millones,<sup>13</sup> lo que podría tener graves efectos sobre la productividad del Ecuador en 2024. La falta de lluvias en el periodo de octubre a marzo, la disminución en la venta de electricidad de Colombia a Ecuador, y el alza en la demanda de electricidad en la Costa por la ola de calor en la región, son algunos de los problemas que persisten y que siguen deteriorando la productividad del sector eléctrico<sup>14</sup>.

El Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía; tensiones geopolíticas, fragmentaciones en los mercados de materias primas, fenómenos climáticos, incertidumbre política y la crisis de inseguridad son algunos de los factores decisivos. Las estrategias adoptadas por el sector privado y el gobierno del presidente Daniel Noboa a lo largo del año serán claves para incidir en la atracción de inversión privada, en el desarrollo de obras públicas, en un mayor dinamismo del empleo y en el control de la crisis de inseguridad.

### INDICADORES

PIB ECUADOR	2021	2022	2023	MARZO 2023	MARZO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento de la economía	9,8%	6,2%	2,4%	4,6%	1,2%	-3,4 p.p.

**Fuente:** BCE

SECTOR REAL	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del consumidor (IPC)	1,94	3,74	1,35	1,69	1,18	-0,51 p.p.

<sup>9</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banca-privada-credito-perspectivas/><sup>10</sup> <https://www.primicias.ec/economia/cuatro-indicadores-muestran-economia-ecuador-recesion-74574/><sup>11</sup> Boletín Macroeconómico Asobanca marzo 2024<sup>12</sup> [https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/#:>text=El%20Fondo%20Monetario%20Internacional%20\(FMI,2024%20por%20USD%204.000%20millones.&text=Se%20trata%20de%20un%20programa,un%20plazo%20de%2048%20meses.](https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/#:>text=El%20Fondo%20Monetario%20Internacional%20(FMI,2024%20por%20USD%204.000%20millones.&text=Se%20trata%20de%20un%20programa,un%20plazo%20de%2048%20meses.)<sup>13</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/hora-luz-sector-comercial-ecuador-deja-vender-18-millones-177610.html><sup>14</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/cortes-luz-crisis-falta-electricidad-colombia/>

SECTOR REAL	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del productor (IPP)	1,72	6,14	0,91	0,51	4,56	4,05 p.p.
Empleo adecuado	33,9%	36,0%	35,9%	34,5%	35,4%	0,90 p.p.
Desempleo	4,1%	4,1%	3,4%	3,8%	3,1%	-0,70 p.p.
Ventas netas (millones USD)	199.775	228.977	237.515	114.361	112.684	-1,5%

Fuente: BCE, INEC

SECTOR EXTERNO	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Exportaciones - millones USD FOB	26.699	32.658	31.126	15.159,00	16.952,10	11,83%
Exportaciones petroleras - millones USD FOB	8.607	11.587	8.952	3.989,60	4.989,60	25,07%
Exportaciones no petroleras - millones USD FOB	18.092	21.071	22.175	11.169,50	11.962,50	7,10%
Importaciones - millones USD FOB	23.831	30.334	29.128	14.029,50	13.213,40	-5,82%
Balanza Comercial - millones USD FOB	2.868	2.325	1.998	1.129,60	3.738,60	230,97%
Precio promedio del petróleo (WTI) - USD	76,99	80,26	71,65	73,71	80,78	9,58%
Riesgo país promedio	869	1.250	2.055	1.849	1.249	-32,44%

Fuente: BCE

SECTOR FISCAL	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Ingresos fiscales acumulados – millones USD	38.462	45.199	43.607	22.391	23.687	5,79%
Gastos fiscales acumulados– millones USD	40.245	45.222	47.883	22.035	21.420	-2,79%
Resultado fiscal– millones USD	-1.782	-23	-4.277	356	2.267	536,91%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

SECTOR MONETARIO-FINANCIERO	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Oferta Monetaria (M1) - millones USD	30.255	30.191	30.489	29.696	29.738	0,14%
Cuasidinero - millones USD	39.820	45.120	49.855	46.823	52.657	12,46%
Liquidez total (M2) - millones USD	70.075	75.310	80.344	76.519	82.395	7,68%
Base Monetaria (BM) - millones USD	28.951	28.698	27.672	27.291	28.173	3,23%
Multiplicador monetario (M2/BM)	2,0	2,6	2,9	2,8	2,9	0,04 p.p.
Reservas internacionales -millones USD	7.898	8.459	4.454	6.967	7.090	1,77%
Reservas bancarias -millones USD	8.094	7.230	5.484	5.777	6.024	4,28%
Tasa activa referencial	7,44	8,48	9,94	9,03	11,14	0,23 p.p.
Tasa pasiva referencial	5,91	6,35	7,7	7,03	8,44	0,20 p.p.

Fuente: BCE

## SECTOR MANUFACTURA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS

El sector alimenticio es uno de los principales propulsores de la economía ecuatoriana. La fabricación de alimentos y bebidas representa gran parte de la producción de la industria manufacturera en Ecuador, situándose como una de las industrias más dinámicas e importantes en la productividad del país. Las ventas de la industria desde el 2016 reflejan este dinamismo e, incluso, un fuerte vínculo con la realidad social del país y el mundo al tener una caída considerable en su actividad en 2020 debido a la pandemia. En 2023, la industria de manufactura de alimentos fue una de las más representativas a la economía ecuatoriana en cuanto a la producción de bienes y servicios. Este hecho además se refleja en la contribución del sector a la generación de empleo.

### CRECIMIENTO

En 2021 y 2022, el sector de manufactura de alimentos mantuvo crecimientos superiores a dos dígitos, ubicándose en 11,35% y 11,97% anual, respectivamente. Este crecimiento importante respondió a la reactivación de la economía tras la pandemia y el fin de las medidas de restricción, lo que impulsó el consumo a nivel nacional. Sin embargo, el crecimiento en 2023 fue de apenas 0,22%, evidenciando la disminución de consumo ante incertidumbre causada por la inestabilidad política. También se debe considerar que la crisis de inseguridad causa un problema en todo el sistema de distribución de alimentos, tomando en cuenta las afectaciones por 'vacunas' y extorsiones, que han incrementado considerablemente<sup>15</sup>. Además, a lo largo del año cayó el precio del camarón y la producción de pescado y de aceite, industrias importantes en la productividad del sector.

<sup>15</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/es-critica-la-inseguridad-para-la-distribucion-de-alimentos-y-se-nos-vienen-cosas-mas-complicadas-nota/>

## CRECIMIENTO - MANUFACTURA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS



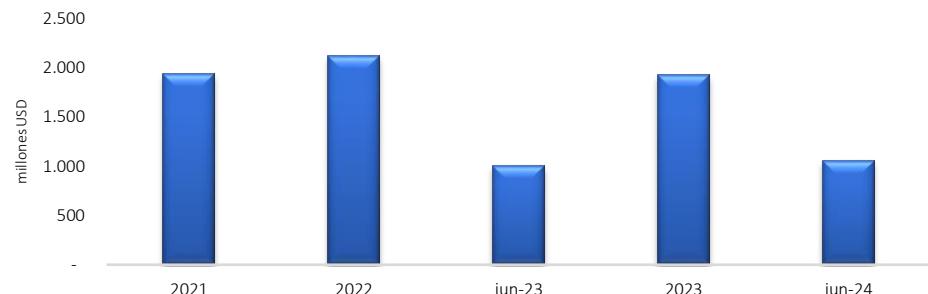
Fuente: BCE

En el último trimestre de 2023, la manufactura de productos alimenticios creció 0,93%, que, si bien es una cifra relativamente baja, ya presenta una mejora al compararse con el decrecimiento de 4,47% en el tercer trimestre. La variación anual en el primer trimestre de 2024 se revirtió y fue de -3,09% debido especialmente a la disminución en la elaboración de aceites y grasas, productos de panadería y pastelería, y otros productos alimenticios diversos<sup>16</sup>.

## CRÉDITO OTORGADO

La Superintendencia de Bancos registró un volumen de crédito del sector alimentos creciente hasta 2022, situación que se revirtió en 2023 cuando la variación anual fue de -9,24%. Debido a que el riesgo país incrementó a lo largo ese año, el financiamiento de bancos se encareció, produciendo una contracción en el nivel de crédito otorgado en varias industrias. Además, a lo largo del año hubo incertidumbre por los posibles efectos del fenómeno de El Niño, considerando que en la época lluviosa de 2023 Ecuador registró pérdidas de cultivos de arroz, cacao, banano, ganado y vías que conectan la región Costa con la Sierra, necesarias para el intercambio de productos<sup>17</sup>. Las actividades que más crédito recibieron en 2023 fueron las de elaboración y conservación de pescados, crustáceos y moluscos, seguida por elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal y por elaboración de otros productos alimenticios.

## VOLUMEN DE CRÉDITO - ALIMENTOS



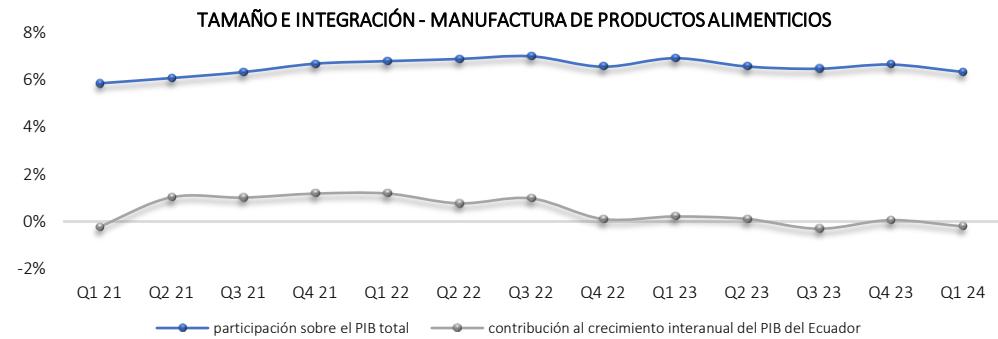
Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

A junio de 2024, se registró un crecimiento de 5,14% en el monto total de crédito otorgado, alcanzando una cifra de USD 1.055 millones. El banco privado que más crédito ha otorgado al sector en el primer trimestre del año es Banco Guayaquil S.A., seguido por Banco Bolivariano C.A. y Banco Pichincha C.A. Las actividades que más crédito han recibido son la elaboración y conservación de pescados, crustáceos y moluscos, seguido por elaboración de otros productos alimenticios y la de elaboración de azúcar.

## TAMAÑO E INTEGRACIÓN

La manufactura de productos alimenticios ha mantenido una participación promedio de 6,55% desde 2021. Se encuentra por encima de la manufactura de productos no alimenticios, las actividades inmobiliarias, las actividades financieras y de seguros y de la construcción, lo que la posiciona como uno de los sectores con mayor relevancia en la productividad del Ecuador.

<sup>16</sup> Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales BCE<sup>17</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/alimentos-inflacion-pobreza-fenomeno-nino-ecuador/>



Fuente: BCE

En cuanto a la contribución del crecimiento interanual del país, la manufactura de productos alimenticios resultó en -0,21% en el primer trimestre de 2024, cifras que se encuentran por debajo de la contribución al crecimiento promedio que ha tenido en los últimos años, aunque coherente con la contracción que presentó el sector.

#### PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

Después de la pandemia, el desarrollo del sector alimenticio se vio beneficiado por un aumento de consumo tras la reactivación económica. En 2023, la incertidumbre por elecciones anticipadas, la crisis de inseguridad y las reformas tributarias causaron una desaceleración en el crecimiento de la manufactura de productos alimenticios, marcando un decrecimiento interanual en el tercer trimestre del año, evidenciado también en la disminución del crédito otorgado. Sin embargo, en el último trimestre del año se evidenció un crecimiento de 0,93%, que junto con los demás períodos permitió un crecimiento total de 0,22% en el año.

Desde mayo 2024, el acuerdo comercial que el gobierno del expresidente Guillermo Lasso consiguió con China se presenta como una oportunidad de crecimiento y desarrollo ya que permite que un 99% de las exportaciones del Ecuador entren a China con preferencias arancelarias, representando así una ventaja para los productos nacionales ante una de las economías más grandes del mundo, especialmente en sectores y productos agrícolas como el banano, café, camarón, entre otros, que tienen efectos directos sobre el sector alimenticio del país. Sin embargo, el desarrollo se podría ver afectado ante el alza del IVA del 12% al 15%, así como la persistencia de la inseguridad. Entre los alimentos que tienen IVA en esta canasta están: helados, galletas, snacks, café soluble, gaseosas, jugos de frutas, refrescos, gelatinas, aliños, mayonesa y salsa de tomate. El costo de la canasta básica familiar, compuesta por 75 productos, se ubicó en USD 795,75 en junio de 2024, esto es un incremento de USD 23,40 con relación a junio del año pasado, cuando estaba en USD 772,35<sup>18</sup>. Por esta razón, el crecimiento para 2024 y años futuros dependerá en gran medida de las políticas y reformas adoptadas por el gobierno, así como la resiliencia del sector privado.

INDICADORES	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VAR. ANUAL
Inflación alimentos y bebidas no alcohólicas (IPC, variación anual)	1,08%	7,60%	4,24%	4,18%	2,28%	-1,9 p.p.
Inflación bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (IPC, variación anual)	1,67%	5,77%	2,90%	2,46%	2,64%	0,18 p.p.
Inflación productos alimenticios, bebidas y tabaco; textiles, prendas de vestir y productos de cuero (IPP, variación anual)	2,91%	4,64%	1,51%	-0,03%	0,84%	0,87 p.p.
Inflación productos de la agricultura, silvicultura y pesca (IPP, variación anual)	-2,43%	7,68%	3,35%	2,38%	11,50%	9,12 p.p.
Empleo adecuado – manufactura	48,70%	50,20%	45,60%	47,40%	52,00%	4,60 p.p.
Desempleo - manufactura	3,40%	4,80%	2,80%	3,90%	3,60%	-0,3 p.p.

Fuente: INEC, Ministerio de Producción

INDICADORES	2021	2022	2023	MAYO 2023	MAYO 2024	VAR. ANUAL
Ventas netas - manufactura (millones USD)	31.105	35.386	35.078	13.715	13.196	-3,78%

Fuente: SRI

#### POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la posición competitiva de la empresa dentro del sector en el cual desarrolla sus actividades, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC ha posicionado su marca insignia "San Felipe" con éxito, sin embargo, enfrenta una fuerte

<sup>18</sup> INEC

competencia dentro del mercado de agua embotellada. FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC realizó encuestas para investigar su posicionamiento de marca e identificó a cuatro marcas como su competencia directa. El cuadro a continuación presenta a la competencia del sector según sus ingresos reportados a 2023.

COMPETENCIA (AUDITADOS 2023)	INGRESO TOTAL (USD)	ACTIVO (USD)	PATRIMONIO (USD)	UTILIDAD DEL EJERCICIO (USD)	ROE
The Tesalia Springs Company S.A.	296.513.613	225.257.520	50.104.511	1.504.352	3,00%
Bebidas Arcicontinental Ecuador ARCADOR S.A.	267.286.988	183.987.224	110.328.664	18.033.794	16,35%
Imperialbc S.A.	7.299.810	16.148.869	5.388.581	81.357	1,51%
<b>FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC</b>	<b>4.881.230</b>	<b>3.422.379</b>	<b>900.831</b>	<b>13.789</b>	<b>1,53%</b>
Acquasplendor S.A.	7.980.327	48.121.430	-11.608.584	-2.977.353	25,65%

Fuente: SCVS

Con lo antes expuesto, es opinión de GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que el sector al que pertenece el Emisor presenta una posición estable con tendencia creciente, estructura conformada por empresas robustas y cuyo comportamiento no se ve mayormente afectado por cambios en el entorno económico ni en los mercados relevantes.

## PERFIL INTERNO

## GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC es una compañía familiar latacungueña, que se remonta a la década de los años 20 en la fabricación y comercialización de agua embotellada en diversas presentaciones. A partir de 1991 se formaliza la compañía con las nuevas generaciones.

<b>2024</b> <b>ACTUALIDAD</b>	Actualmente FUENTES SAN FELIPE S.A. brinda un gran número de fuentes de trabajo, además de trabajar con más de 45 distribuidores a nivel nacional, con una variedad de productos en agua sin y con gas, bajo diversas presentaciones, en envase retornable y descartable. La empresa recientemente ha incursionado en la venta de refrescos bajo su marca propia "Felipín".
<b>2015</b> <b>MEDALLA DE ORO</b>	Recibida al sabor y calidad de producto otorgado por la <i>Monde Selection</i> en Bruselas, Bélgica.
<b>2013-2014</b> <b>PREMIO EKOS</b>	Durante años seguidos FUENTES SAN FELIPE S.A. recibe los galardones por la revista Ekos, Premios Ekos, de la mejor mediana empresa en la categoría de bebidas.
<b>2001</b> <b>MINISTERIO DE TRABAJO</b>	Recibe el premio al Mérito Laboral, entregado por el Ministerio de Trabajo y Recursos Humanos.
<b>1991</b> <b>CONSTITUCIÓN</b>	FUENTES SAN FELIPE S.A. se constituye en el cantón Latacunga, siendo una empresa netamente familiar y un símbolo de tradición en Cotopaxi, su provincia de origen.
<b>1960</b> <b>CAMBIO DE IMAGEN</b>	Con el pasar de las décadas fue cambiando el diseño y la forma de los envases, de acuerdo con las tendencias de la época, así como la maquinaria, que poco a poco se fue automatizando.
<b>1938</b> <b>EMBOTELLAMIENTO</b>	El fundador de la compañía inicia el embotellamiento del agua en botellas verdes y cafés, con etiquetas de papel, las mismas que eran empacadas en sacos de yute y distribuidas en carretillas en Latacunga. A través del tren llegaba hasta Guayaquil, y por medio de barcos de la Grace Line llegó a Estados Unidos.
<b>1928</b> <b>INICIOS</b>	Eloy Alberto Sánchez Cañas adquiere los terrenos donde hoy se encuentran ubicadas las fuentes de agua mineral, en el sector de San Felipe, en la ciudad de Latacunga, provincia de Cotopaxi.

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 150.000, con acciones ordinarias y nominativas de USD 1 cada una. Con fecha 08 de junio de 2022, la Junta General Extraordinaria de Accionistas aprobó el aumento de capital social por una cuantía de USD 10.000, alcanzó un saldo de capital social suscrito y pagado de USD 150.000. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GLOBAL RATINGS

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que éstos están comprometidos al desarrollo y crecimiento de la compañía evidenciado en la formalización de los procesos operativos de la empresa, que le ha permitido un constante crecimiento y posicionamiento dentro del mercado en el que opera.

Es importante notar que, el día 29 de abril de 2024, la Junta General Ordinaria de Accionistas de la empresa, aprobó el aumento del capital por USD 150.000 llegando a contabilizar USD 300.000. A la fecha del presente informe, este aumento se encuentra en proceso de registro en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, por lo que el detalle a continuación no considera el aumento de capital.

ACCIONISTAS FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Cotopaxisprings Holding S.A.S.	Ecuador	78.704	52,47%
M. Zambrano Avilés	Ecuador	16.665	11,11%
L. Sánchez Villacís	Ecuador	10.859	7,24%
Woffs Asset Management Holding S.A.S.	Ecuador	8.340	5,56%
C. Sánchez Jurado	Ecuador	4.170	2,78%
A. Sánchez Sánchez	Ecuador	4.170	2,78%
V. Sánchez Sánchez	Ecuador	4.170	2,78%
X. Sánchez Sánchez	Ecuador	4.170	2,78%
L. Sánchez Villacís	Ecuador	4.170	2,78%
C. Villacís Sánchez	Ecuador	4.170	2,78%
C. Villacís Sánchez	Ecuador	4.170	2,78%
L. Villacís Sánchez	Ecuador	4.170	2,78%
C. Sánchez Villacís	Ecuador	2.072	1,38%
<b>Total</b>		<b>150.000</b>	<b>100,00%</b>
ACCIONISTAS COTOPAXISPRINGS HOLDING S.A.S.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
N. Sánchez Figueroa	Ecuador	800	40,00%
B. Sánchez Figueroa	Ecuador	600	30,00%
N. Sánchez Villacís	Ecuador	600	30,00%
<b>Total</b>		<b>2.000</b>	<b>100,00%</b>
ACCIONISTAS WOFFS ASSET MANAGEMENT HOLDING S.A.S.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
A. Garzón Viteri	Ecuador	5.000	100,00%
<b>Total</b>		<b>5.000</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SCVS

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC tiene como misión: "Enlazar y acercar a la comunidad, agua mineral natural y derivados de excelente calidad con gestión interna robusta, un equipo humano de excelencia, permanente innovación y competitividad local e internacional", mientras que la visión es: "Ser una empresa reconocida en el Ecuador, por su agua mineral y derivados, ocupando al menos el 15% del mercado de agua mineral en el país, y generando al menos el 20% de nuestros ingresos de los mercados internacionales hasta el 2030."

Actualmente, la empresa cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo definidas en sus estatutos, aprobados por Junta General Extraordinaria de Accionistas el 21 de junio de 2021, en la que se estableció el marco de la gobernanza articulando los elementos del programa de gobierno, aclarando los roles de la Junta General de Accionistas y la administración, ilustrando una relación apropiada entre el gobierno, la gestión de riesgos y la cultura organizacional. Esto dio lugar a una estructura organizativa clara e integral que incluye a los involucrados en la toma de decisiones, es decir: la Junta General de Accionistas, la Gerencia General y el Directorio.

La Junta General de Accionistas es el órgano supremo de gobierno de FUENTES SAN FELIPE S.A., que reúne de manera colegiada a los tenedores de títulos. Tiene a cargo la aprobación de los estados financieros, el informe de los auditores externos, el destino de las utilidades y el pago de dividendos del ejercicio económico. Está conformada por los accionistas legalmente convocados y reunidos, que tienen todos los deberes, atribuciones y responsabilidades establecidas en la ley y en el Estatuto. Se convoca una vez al año, de manera ordinaria y de forma extraordinaria cuantas veces fuere convocada por el Presidente o el/la Gerente General.

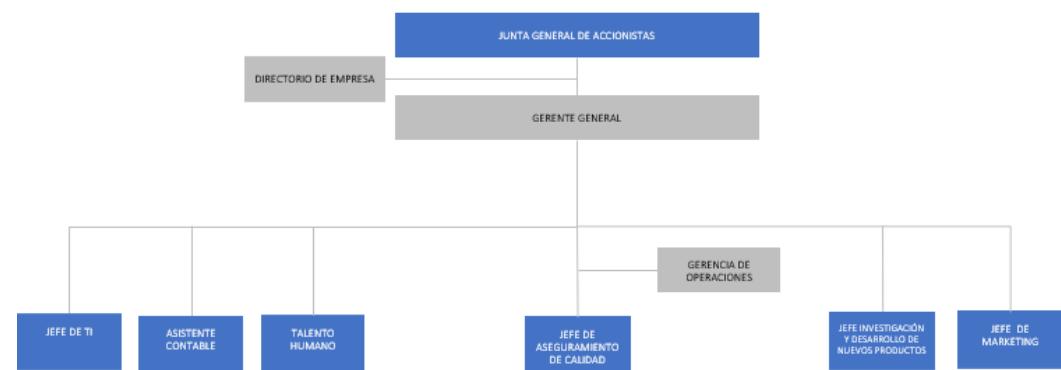
El Directorio es el máximo órgano responsable de la administración, asegurándose de la viabilidad presente y futura de FUENTES SAN FELIPE S.A., de manera que siga generando valor para los grupos de interés. El Directorio estará integrado por cinco miembros como mínimo y nueve como máximo, actualmente compuesto por 5

miembros designados por la Junta General de Accionistas por períodos de dos años que pueden ser reelectos. De estos 3 son miembros externos y 2 internos, de conformidad con el Estatuto Social. Se reúnen en sesiones de Directorio una vez al mes, con la posibilidad de realizar convocatorias extraordinarias, de ser necesario.

La Junta General de Accionistas, a petición del Directorio de la Sociedad, aprobó el Reglamento de Régimen Interno de Organización y Funcionamiento, en el que se definen las funciones y competencias del propio Directorio, las normas y procedimientos que regulan su actuación, así como las reglas de conducta de sus miembros. En caso de que la Sociedad cuente con futuras subsidiarias o compañías filiales, el Reglamento será asimismo de aplicación a sus órganos de administración, respetando su necesaria autonomía.

El Directorio aprobará con carácter anual un Informe de Gobierno Corporativo, complementario a la Memoria, en los términos que el propio Directorio determine, sobre la base del Código Ecuatoriano de Gobierno Corporativo.

En la actualidad, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC emplea a 82 trabajadores en diferentes áreas. Además, cuenta con 3 comités: Ejecutivo, SSO y Operaciones. Adicionalmente, se realizan evaluaciones de desempeño a todo el personal y cuentan con una Plan Anual de Capacitaciones. No existen sindicatos, ni conflictos laborales.



Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC cuenta con políticas de respaldo, con cargas diarias del sistema Orion en dos computadoras ubicadas estratégicamente en lugares diferentes. Adicionalmente, se respalda en discos externos mensualmente, de todas las máquinas. Además de este sistema, tiene diversos sistemas informáticos para los diferentes procesos del día a día.

SISTEMAS INFORMÁTICOS	FUNCIONES
Sistema Orion	Gestión contable, financiera, producción e inventario
Brain Fact	Facturación electrónica
Mobil vendor	Registro de ventas y facturas
Shippfy	Planificación de rutas para entregas a domicilio
Power BI	Reportes gerenciales

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

Además, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC cuenta con funciones de control interno vigentes a partir de enero 2024. Este sistema incluye un conjunto de acciones, normas, políticas y métodos establecidos por las empresas con el fin de evitar riesgos en su entorno. El sistema de control interno junto con la implementación del sistema contable OpenBravo, levantó una serie de procesos para implementar políticas que FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC necesitaría para efectivizar la toma de decisiones y la implementación de KPIs indispensables para la eficiencia de la gestión Gerencial.

Con todo lo expuesto anteriormente, es opinión de GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC se ha hecho acreedora a varios certificados y premios por distintas organizaciones nacionales debido a la gran trayectoria de la compañía. Dentro de estos se encuentran:

- Premio especial Feria Exposición del Centro Agrícola de Latacunga (noviembre 1954)
- Premio especial Feria Exposición del Centro Agrícola de Latacunga (noviembre 2002)
- Reconocimiento por la brillante trayectoria empresarial y contribución al adelanto provincial otorgado por el Consejo Provincial de Cotopaxi (2003)
- Premio Ekos, mejor mediana empresa categoría bebidas (2014)
- Medalla de Oro al sabor y calidad del producto otorgado por Monde Selection Bélgica (2015)
- Condecoración Luigi Ripalda Bonilla otorgada por el Municipio de Latacunga al desarrollo de la provincia (2016)
- Premio Power Digital Brands – mejor marca en la red social Instagram, categoría “Agua Con Gas” (2022)

Adicionalmente, cuenta con las certificaciones *Business Process Management* (BPM), HACCP, *The Fine Water Society*, *Monde Selection*, *Superior Taste Award* y Carbón Neutro.

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantiene objetivos estratégicos en el corto, mediano y largo plazo definidos dentro del Plan Estratégico San Felipe 2025. Para llegar al objetivo principal, “Una visión; un futuro sostenible”, se ha venido trabajando en la consecución de objetivos anuales desde 2019 y bajo tres fases estratégicas: Tomar las riendas, excelencia operacional y consolidación del negocio.

TOMAR LAS RIENDAS (2019)	EXCELENCIA OPERACIONAL (2020-2022)	CONSOLIDACIÓN DEL NEGOCIO (2022-2025)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Enfoque en poner la empresa en orden</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambio de mandos medios y altos.</li> <li>• Ordenamiento físico del centro de producción.</li> <li>• Evolucionar la cultura organizacional.</li> <li>• Mejorar las capacidades productivas.</li> <li>• Evolucionar la estructura de la empresa.</li> <li>• Diagnósticos y mejoras emergentes.</li> <li>• Inocorporar equipo de ejecutivos de mayor nivel.</li> <li>• Prospección de oportunidades internacionales.</li> <li>• Mejora del gobierno familiar y corporativo.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Nuevos mandos toman control de áreas</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Procesos se estabilizan e ingresan en fase de optimización.</li> <li>• Enfoque agresivo en ventas y apertura sítémica de canales internacionales.</li> <li>• Consolidación del gobierno familiar,</li> <li>• Incremento de cobertura a nivel nacional.</li> <li>• Disminución de costos operacionales.</li> <li>• Mejora de los procesos de I+D.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Consolidación de tres pilares</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Gestión de las relaciones familiares.</li> <li>• Incremento de patrimonio.</li> <li>• Acumulación de valor financiero y empresarial.</li> </ul> </li> </ul>

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, trabaja bajo el propósito empresarial de “Entregar al mundo salud y bienestar de una manera sostenible.” Dentro del modelo de negocio, lidera el embotellamiento de vidrio y la empresa ofrece servicios de entrega de agua a domicilio para devolver el empaque y cerrar el ciclo de reciclaje, mostrando así su compromiso con la sostenibilidad. Además, la Gerencia inauguró la Academia San Felipe, para la formación de líderes de línea en el área de producción, programa que fue bien recibido por parte del personal y ha permitido aprovechar el talento que dispone y estimular a que hagan carrera dentro de la empresa.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Servicio de Rentas Internas, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y un certificado del buró de crédito donde no mantiene deudas en mora ni es codeudor. De esta manera, se evidencia que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha no mantienen juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación no existen compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación.

## NEGOCIO

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC es una compañía ecuatoriana fundada en el año 1991 que tiene como principal actividad económica la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas. El agua mineral que embotella proviene de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicados en la ciudad de Latacunga. Se encuentra domiciliada en Latacunga, donde está ubicada la oficina y planta central desde donde se manejan todas las operaciones. Por la ubicación de la planta, ante la posible emergencia volcánica, se ha evaluado los diferentes escenarios y está tomado medidas preventivas al respecto.

La empresa opera únicamente con líneas de bebidas saborizadas, gasificadas y no gasificadas. El catálogo de productos cuenta con 5 diferentes marcas y tipos.

### FRUMM

- Agua mineral natural, ligeramente gasificada y saborizadas, cero calorías.

### AGUA CON GAS SAN FELIPE

- Proviene de los deshielos del coloso volcán Cotopaxi, ubicado en las serranías del Ecuador, recorriendo los suelos subterráneos e incorporando a su paso un sinfín de minerales, tales como: calcio, potasio y magnesio; llega a sus vertientes naturales en Latacunga, donde se desarrolla el proceso de extracción y envasado, conservando así el verdadero sabor de la naturaleza. Presentaciones en botellas de vidrio o plástico.

### AGUASIN GASSAN FELIPE

- Agua San Felipe purificada sin gas ayuda al excelente funcionamiento del organismo. Presentaciones en botellas de vidrio o plástico.

### REFRESCO FELIPÍN

- De la importancia de consumir agua, junto a la preocupación por el consumo de bebidas refrescantes, se crea limonada y naranjada Felipín. Bebidas saborizadas sin azúcar, convirtiéndose en un producto saludable y refrescante.

### SAN FELIPE PLUS: COLÁGENO

- Agua mineral con un plus especial: colágeno. Presentaciones con sabores a sandía, mango y maracuyá. Bebidas endulzadas con edulcorante no calórico y sin colorantes.

### SAN FELIPE PLUS: LIMÓN Y GENGIBRE

- Agua mineral natural con gas con un plus de limón y gengibre. Presentación con sabor a té verde y endulzada con edulcorante no calórico y sin colorantes.

### TORONJA MINERAL

- Agua mineral natural con gas sabor a toronja.

**Fuente:** FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

La fuerza de ventas se canaliza a través de sus principales clientes que incluyen: Corporación Favorita, Tiendas Tuti, Mega Santa María y Corporación GPF

## RIESGO OPERATIVO

Dentro de sus políticas principales, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC busca mantener lineamientos de seguridad para evitar pérdidas futuras por lo que cuenta con varias pólizas de seguros vigentes con Sweaden Compañía de Seguros S.A. que cubren las áreas más importantes del negocio incluyendo robo y salto, edificio, responsabilidad civil, entre otros.

RAMOS-PÓLIZAS DE SEGURO	COMPAÑÍA ASEGURADORA	FECHA VENCIMIENTO
Rotura de máquina	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2025
Robo y asalto	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2025
Incendio	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2025
Responsabilidad civil	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2025
Vehículos livianos	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	1/8/2025
Vehículos pesados	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	1/8/2025

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

**PRESENCIA BURSÁTIL**

Hasta la fecha del presente informe FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantiene dos instrumentos vigentes en el mercado bursátil: Primera Emisión de Obligaciones y Segundo Programa de Papel Comercial.

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primer Programa Papel Comercial	2021	SCVS-IRQ-DRMV-2021-00011281	750.000	Cancelado
Primera Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00008681	600.000	Vigente
Segundo Programa de Papel Comercial	2023	SCVS-IRQ-DRMV-2023-00094235	800.000	Vigente

Fuente: SCVS

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que ha presentado el instrumento mantenido por FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, en circulación en el Mercado de Valores.

LIQUIDEZ INSTRUMENTOS	CLASE	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primer Programa Papel Comercial	A	32	15	750.000
	B	1	2	47.000
	C	1	2	110.000
	D	1	1	66.000
	E	182	3	171.300
	F	8	2	48.200
	G	13	6	246.900
	H	143	2	125.000
	I	1	1	82.000
	J	1	3	151.155
Primera Emisión de Obligaciones	B	1	2	167.000
	C	59	5	433.000
Segundo Programa de Papel Comercial	A	37	12	800.000
	B	1	1	7.106
	C	1	1	155.845
	D	11	6	162.646

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

**INSTRUMENTO**

Con fecha 14 de octubre de 2024, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Compañía FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC autorizó el Tercer Programa de Corto Plazo o Papel Comercial por un monto de hasta USD 800.000 por hasta 720 días.

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL		CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características		A	800.000	359	720	Al vencimiento	Cupón cero
Saldo vigente	N/A						
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.						
Garantía específica	N/A						
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán utilizados para capital de trabajo consistente en la compra de inventarios, insumos o materias primas y, por tanto, pago a proveedores no vinculados con el Emisor, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables; y, para restructuración de deuda financiera de corto plazo con Instituciones Financieras no vinculadas con el Emisor.						
Estructurador financiero	Picaval Casa de Valores S.A.						
Agente colocador	Picaval Casa de Valores S.A.						
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A.						
Representantes de obligacionistas	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.						

## TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Resguardos de Ley	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia del programa de papel comercial, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25.</li> </ul>
Mecanismo Fortalecimiento	Encargo Fiduciario consistente en una instrucción para hipotecar el terreno y edificio de San Felipe.
Límite de endeudamiento	El Emisor se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de Deuda Financiera / Patrimonio no mayor a 2 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerará todas las obligaciones de corto y largo plazo contraídas con el sistema financiero y mercado de valores.
Compromiso Adicional	El Emisor se obliga a provisionar el 100% del flujo de la cuota inmediata siguiente para el pago de inversionistas de la presente Emisión, con al menos cuarenta y ocho horas de anticipación

Fuente: Circular de Oferta Pública

Al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos se verificará en revisiones posteriores. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó que la Circular de Oferta Pública cumpla con todos los requerimientos formales necesarios para su análisis.

#### MECANISMO DE FORTALECIMIENTO

El presente Programa de Papel Comercial mantiene un mecanismo de fortalecimiento que consiste en un Encargo Fiduciario constituido por el Emisor, en el cual le otorga un mandato irrevocable a Anefi S.A Administradora de Fondos y Fideicomisos, que consiste en la entrega de un poder irrevocable, amplio y suficiente para que la administradora fiduciaria, en representación, por cuenta y orden del Emisor, suscriba la escritura pública de constitución de una hipoteca abierta sobre un bien inmueble consistente en uno o varios terrenos con sus construcciones y equipos fincados sobre dichos inmuebles, los cuales se encuentran ubicados en la provincia de Cotopaxi, cantón Latacunga, parroquia Eloy Alfaro y que son de propiedad del Emisor. La hipoteca se constituirá a través de la administradora fiduciaria en favor del Representante de Obligacionistas de la Tercera Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial emitida por Fuentes San Felipe SANLIC S.A., con el objetivo de que dicha garantía real, adicional a la garantía general, respalde el pago a los inversionistas en caso de que el Emisor, incumpliera los pagos de capital e intereses según corresponda.

Una vez concluidas las instrucciones del Encargo Fiduciario, se esperaría que la hipoteca abierta entregada al Representante de Obligacionistas ofrezca una cobertura del 141% sobre el monto a emitir del Tercer Programa de Papel Comercial ya que el avalúo de estos bienes, a valor de mercado, a la presente fecha es de: construcciones por USD 1.044.602; terreno por USD 81.888.

#### MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El presente Programa de Papel Comercial está respaldado por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos. Al 30 de septiembre de 2024, la compañía posee un total de activos de USD 4,34 millones, de los cuales USD 2,96 millones son activos menos deducciones, evidenciando que el monto máximo de emisión es de USD 2,36 millones.

El proceso para determinar el monto máximo de la emisión es: "Al total de activos del 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 esté 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 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 complementarias. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir."

	MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	MONTO (USD)
<b>Activo Total</b>		<b>4.344.360</b>
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos		16.015
(-) Activos gravados		273.000
Inventarios		
Maquinaria y equipos		
Terrenos		
(-) Activos en litigio		
(-) Monto de las impugnaciones tributarias		
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros		
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados		
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores		1.100.033
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social		
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor		
<b>Total activos menos deducciones</b>		<b>2.955.312</b>
<b>80 % Activos menos deducciones</b>		<b>2.364.250</b>

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de septiembre de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos depurados ofrece una cobertura de 1,35 veces sobre las demás obligaciones del Emisor.

Por otro lado, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de los instrumentos en circulación, representan el 71,14% del 200% del patrimonio y el 142,28% del patrimonio al 30 de septiembre de 2024, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (SEPTIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
<b>Patrimonio</b>	<b>1.335.463</b>
200% Patrimonio	2.670.927
Segundo Programa de Papel Comercial	800.000
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	300.033
Nueva Emisión de Obligaciones	800.000
Total Emisiones	1.900.033
<b>Total Emisiones/200% Patrimonio</b>	<b>71,14%</b>

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

## PERFIL FINANCIERO

## PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros del año 2021 auditados por Willi Bamberger & Asociados Cía. Ltda. y los Estados Financieros de 2022 y 2023 auditados por Smart Audit. Estos estados financieros no presentaron salvedades en la opinión. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte septiembre 2023 y 2024 según consta en anexos.

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

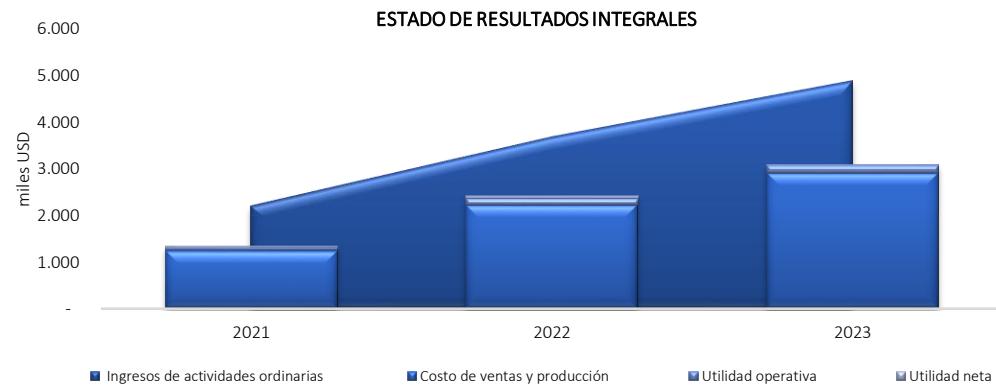
Los ingresos provienen de la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicados en Latacunga. Desde un enfoque por líneas de producción, la de mayor representatividad es la venta de líquidos con marca “San Felipe”, la cual ha venido ganando mayor mercado año a año.

La continua innovación del portafolio de productos y adición de nuevos productos permitieron un alcance de ingresos por USD 2,20 millones en 2021. Para 2022, la venta de líquidos incrementó un 61% con respecto a 2021. Al terminar el año 2023, se reportaron ventas por USD 4,88 millones, demostrando un crecimiento anual de 32,86%. Las líneas recientes de producto como refrescos, néctar, botellones y otros productos con valor agregado experimentaron crecimientos, evidenciando el desarrollo de nuevos productos que con la correcta implementación de estrategias comerciales generaron resultados favorables. El mercado donde desempeña sus operaciones FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, es un mercado muy competitivo por lo que la innovación, cambio de imagen y demás adaptaciones a las tendencias es de vital importancia.

INGRESOS POR LÍNEA DE NEGOCIO	SEPTIEMBRE 2024 (USD)	
	PART.	
Venta líquidos	1.316.219	38,30%
Productos maquillados	1.186.106	34,52%
Bebidas saborizadas	418.720	12,19%
Botellones	294.774	8,58%
Gaseosas	101.673	2,96%
Ingresos por reciclaje	6.912	0,20%
Productos retornables	2.912	0,08%
Nectar Felipin	1.868	0,05%
Otros	166.547	4,85%
(-) Descuento en ventas	(59.418)	-1,73%
<b>Total</b>	<b>3.436.313</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Estados Financieros Internos septiembre 2024

Dentro de la comparación interanual, los ingresos registraron una disminución de 4,49% con respecto al interanual pasando de USD 3,60 millones en septiembre de 2023 a USD 3,44 millones en septiembre de 2024. La venta de líquidos, principal fuente de ingresos, continua en ascenso, representando 38,30% de los ingresos en el periodo interanual.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021 – 2023.

En cuanto al costo de ventas, este mantiene un comportamiento alineado a la evolución de los ingresos, sin embargo, al considerar la participación de los costos para los ingresos se aprecia un incremento pasando de 56,88% en 2021 a 60,36% en 2022, y disminuyendo a 59,28% en 2023. El incremento en 2022 se atribuye al alza de precio del plástico registrado durante ese año. Para septiembre de 2024, este indicador se ubicó en 55,30% evidenciando una mejora en la eficiencia de costos sobre ingresos. Dentro de los costos los rubros de mayor relevancia son los envases botellón, los envases para el agua mineral con y sin gas y agua mineral de vidrio, lo que va de la mano con el enfoque de producción del Emisor.

En función del comportamiento del costo de ventas, el margen bruto mantuvo un comportamiento decreciente entre 2021 y 2023, con un nivel promedio de 41,05%. Sin embargo, a nivel monetario, el margen bruto aumentó de USD 948 mil en 2021 a USD 1,97 millones en 2023, a pesar del encarecimiento generalizado de materias primas durante 2023, producto del proceso inflacionario a nivel mundial y local. Con respecto al interanual, se registró un margen bruto superior de USD 1,54 millones en septiembre 2024, en relación con USD 1,43 millones reportados en septiembre 2023, debido a la mejora en la eficiencia de costos mencionada anteriormente.

### GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos operativos se concentraron principalmente en sueldos y salarios, honorarios, fletes y acarreos, y gastos de promoción. La compañía cuenta con una estructura de gastos operativos que varía en función del volumen de ventas. Dado el crecimiento experimentado por la empresa, el nivel de gastos operativos ha crecido pasando de USD 885 mil en el 2021 hasta USD 1,80 millones al cierre de 2023, sin embargo, la participación que estos presentan sobre el total de ingresos disminuyó en 3 puntos porcentuales pasando de 40,28% a 36,95%, lo que evidencia mejoras en la eficiencia operativa. A septiembre de 2024, este rubro mantiene el comportamiento creciente respecto del interanual al ubicarse en USD 1,86 millones, en comparación a USD 1,28 millones a septiembre de 2023, sin embargo, con un aumento en la participación sobre las ventas de diez y ocho puntos porcentuales ubicándose en 54,25%.

Durante 2022, concorde al incremento que presentaron las ventas, los resultados operativos reportaron un crecimiento histórico de 146% con respecto a 2021, llegando a contabilizar USD 154 mil. Para 2023, ante la mejora de eficiencia en la estructura operativa, la utilidad operativa volvió a aumentar, esta vez un 10,19% con relación a 2022. En función del comportamiento de los resultados operativos, el EBITDA mantuvo una tendencia creciente entre 2021 y 2023. En el análisis interanual, se registró pérdida operativa debido al aumento en gastos operativos. Esta pasó de contabilizar USD 157 mil en septiembre 2023 a -USD 328 mil en septiembre 2024. Con ello, el EBITDA en el interanual también disminuyó.

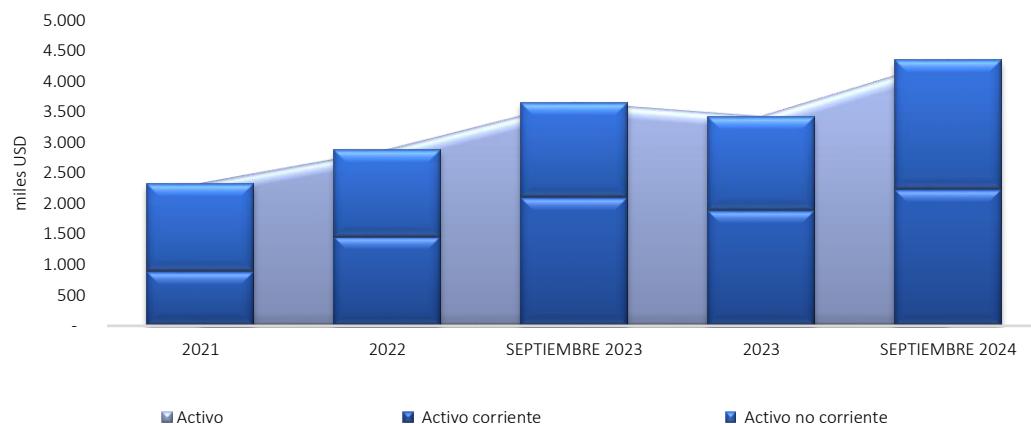
El gasto financiero mostró una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 47 mil en 2021 a USD 205 mil en 2023 comportamiento que se atribuye al incremento de la deuda financiera de la empresa. Cabe resaltar que las obligaciones con entidades financieras han venido disminuyendo paulatinamente dada la propia amortización y en línea con la estrategia de la compañía de finanziarse principalmente con el Mercado de Valores, tomando esta última, un mayor peso sobre el endeudamiento total. La cobertura que ofreció el EBITDA sobre este rubro fue satisfactoria. Específicamente, al cierre de 2021 el EBITDA cubrió en 3,53 veces a los gastos financieros del periodo evidenciando una adecuada posición de solvencia. A septiembre 2024, la relación del EBITDA sobre los gastos financieros resultó negativa.

Los resultados durante el periodo 2021 a 2023 se mantuvieron en valores positivos, incluso en situaciones adversas ante escenarios menos favorables y condiciones de estrés. Es así como la utilidad neta incrementó de USD 24 mil en 2021 a USD 51 mil en 2022. A terminar el año 2023, la utilidad neta disminuyó a USD 14 mil, debido a mayores gastos financieros. A septiembre 2024, la utilidad neta fue negativa y contabilizó -USD 393 mil debido a la acumulación de los resultados anteriores. Los indicadores de rentabilidad, a su vez, presentaron variaciones en el periodo analizado, particularmente el ROE pasó de 3% en 2021 a 6% en 2022 y disminuyó a 2% en 2023.

### CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a las instalaciones en donde se llevan a cabo las operaciones productivas, las cuentas por cobrar comerciales que responden directamente a los niveles de venta, y los inventarios, cuya rotación se basa en las características del producto y responde a la estrategia de producción de la compañía. Al cierre de septiembre de 2024, el 74,81% del activo total se condensó en estos rubros.

## EVOLUCIÓN DEL ACTIVO



Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023 y Estados Financieros Internos septiembre 2023 y 2024.

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantiene un amplio portafolio de clientes, siendo los de mayor participación las principales cadenas de autoservicios del país. La compañía mantiene una importante diversificación de clientes al mantener diversos puntos de venta a nivel nacional, además cuenta con distribuidores como: Corporación Favorita C.A., Tiendas Tuti TTDE S.A., Mega Santa María S.A., entre otros.

Las cuentas por cobrar comerciales presentaron un comportamiento creciente entre 2021 y 2023, pasando de USD 178 mil a USD 651 mil, en función del crecimiento en los ingresos. A septiembre de 2024, la tendencia se revirtió debido a menores niveles de ventas, por lo que la cartera disminuyó 18,42% hasta alcanzar USD 531 mil con respecto a lo reportado en diciembre 2023.

Por defecto la empresa trabaja con cobro inmediato; sin embargo, para facilidad de la relación comercial; y, siempre y cuando el solicitante cumpla con los criterios técnicos para respaldar el cobro del crédito; se entrega crédito acorde al análisis del área de crédito y cobranza. Sobre los 90 días la cuenta pasa a cobranzas y/o se imputará a la pérdida. Las condiciones de crédito se aplican dependiendo de la categoría de cliente, esta va desde el pago inmediato (cliente individual) hasta los 30 días (cliente corporativo). Para clientes de PYMES y distribuidores el plazo de crédito es hasta 15 días. Los días de cartera presentaron una tendencia creciente dentro del periodo de análisis pasando de 29 a 48 días, en función de los acuerdos llegados con cada cliente y el periodo de crédito negociado. Para septiembre de 2024, los días de cartera fueron 42 días.

En lo que respecta a la antigüedad de la cartera a la fecha de corte, 79,59% se mantiene por vencer, lo que evidencia una cartera sana. Debe considerarse que los clientes pagan a FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC en un máximo de 30 días lo que se encuentra establecido en el manual de crédito, en caso de que un cliente no efectúe el pago hasta 90 días la cartera pasaría al área legal y se imputaría a pérdida con los justificativos correspondientes.

ANTIGÜEDAD DE CARTERA	SEPTIEMBRE 2024	
	MONTO (USD)	PART.
Vigente	422.607	79,59%
Vencida		
1 a 30 días	61.917	11,66%
31 a 60 días	11.052	2,08%
61 a 90 días	6.947	1,31%
91-120 días	4.918	0,93%
Más de 120 días	23.539	4,43%
<b>Total</b>	<b>530.980</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

Los inventarios responden a los procesos de producción de la industria en lo que se refiere a productos terminados, y parte fundamental de ellos lo constituye la materia prima como: envases, jarras, agua sin gas, entre otros materiales fundamentales para la operatividad de la empresa. FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantuvo valores de inventario crecientes en el periodo histórico pasando de USD 381 mil en 2021 a USD 663 mil en 2023.

El incremento del inventario en el periodo de análisis se da por dos factores fundamentales, el primero una demanda creciente de productos "San Felipe", y el segundo la diversificación del portafolio de productos ofertados, lo cual abre nuevas líneas de negocio y productos con valor agregado constantemente. A septiembre 2024, el valor de los inventarios fue de USD 677 mil, 2,16% mayor al reportado en diciembre 2023 y se registraron 96 días de inventario.

En lo que respecta a la propiedad, planta y equipo neto, muestra una reducción paulatina durante el periodo analizado pasando de USD 1,37 millones en diciembre 2021 a USD 1,33 millones al cierre de 2023 debido a la depreciación acumulada de los activos. La mayor participación se ubica en las maquinarias, equipos industriales y edificios. Para septiembre de 2024, la propiedad, planta y equipo exhibió un aumento de 53,28% con respecto al cierre de 2023 y contabilizó USD 1,95 millones debido a una revalorización de los mismos.

#### ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Las principales alternativas externas de financiamiento de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC lo constituyen las obligaciones con proveedores, la deuda con el Mercado de Valores y préstamos con terceros que constituyen operaciones de *factoring*.

Entre 2021 y 2023, el pasivo total mantuvo una tendencia creciente, producto de la necesidad de financiamiento, variando entre financiamiento con proveedores y la deuda financiera. Para 2021 la empresa, para desarrollar nueva publicidad incrementando un mayor alcance de mercado y apuntando también hacia el mercado extranjero, incrementa los niveles de pasivos con la obtención de financiamiento a través del Mercado de Valores y cuentas por pagar a proveedores y llegó hasta USD 1,49 millones. Para 2022, el pasivo total aumentó un 32,24% y se registró en USD 1,97 millones debido a la colocación parcial de la Primera Emisión de Obligaciones, posteriormente colocada en su totalidad durante los primeros meses de 2023, y mayores cuentas por pagar a proveedores no relacionados. Al terminar el año 2023, el pasivo total fue de USD 2,52 millones, mostrando un aumento de 27,95% con respecto a 2022. Hasta septiembre 2024, la tendencia creciente continuó cuando se registró pasivo total por USD 3,01 millones, valor 19,33% mayor al reportado en diciembre 2023, debido principalmente a la colocación total del Papel Comercial vigente de la empresa.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021 - 2023 e Internos septiembre 2023 y 2024.

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC se ha financiado históricamente a través de préstamos con entidades financieras nacionales, que a septiembre 2024 incluyen: Cooperativa de Ahorro y Crédito Visión de Los Andes (VISANDES), Banco Diners Club del Ecuador S.A., Banco Internacional S.A. y Banco de Guayaquil S.A. Sin embargo, desde 2021 FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantiene fuentes alternas de financiamiento, como deuda con el Mercado de Valores también. El destino de estos recursos ha sido para el mantenimiento de las maquinarias, adecuaciones en la infraestructura y compra de inventarios, adicionalmente de la sustitución de pasivos consistentes en el pago de créditos de corto plazo con instituciones financieras. Hasta septiembre de 2024, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantuvo un nivel de deuda con costo que llegó a USD 1,81 millones, producto

de la colocación de los valores correspondientes al *revolving* del Primer Programa de Papel Comercial y la Primera Emisión de Obligaciones, créditos obtenidos con actividades de *factoring*, y obligaciones con entidades financieras de largo plazo.

DEUDA	2021	2022 (USD)	2023	SEPTIEMBRE 2024 (USD)
<b>Corto Plazo</b>				
Entidades Financieras	135.047	131.636	204.978	117.684
Mercado de Valores	-	706.000	484.297	790.296
Préstamos con terceros	61.173	104.331	201.812	259.831
<i>Total</i>	<i>196.221</i>	<i>941.967</i>	<i>891.087</i>	<i>1.167.812</i>
<b>Largo plazo</b>				
Entidades Financieras	199.901	-	-	341.665
Mercado de Valores	266.173	112.000	374.661	302.865
<i>Total</i>	<i>466.073</i>	<i>112.000</i>	<i>374.661</i>	<i>644.530</i>
<b>Total</b>	<b>662.294</b>	<b>1.053.967</b>	<b>1.265.748</b>	<b>1.812.343</b>

Fuente: Estados Financieros Auditados 2021 – 2023 e Internos septiembre 2024

Los índices relacionados a la deuda financiera histórica demostraron un comportamiento creciente entre 2021 y 2023 fruto de las emisiones en el Mercado de Valores. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos pasó de 64,00% en 2021 a 73,68% en 2023. Mientras que la deuda financiera, en el análisis histórico, incrementa la participación sobre los pasivos totales pasando de 44,44% en 2021 a 50,20% en 2023. A septiembre de 2024, el pasivo financió el 69,26% de los activos, mientras que la deuda financiera mantuvo una participación de 41,72% del total de pasivos.

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una evolución creciente durante el periodo 2021 – 2023. En 2023 alcanzó el nivel máximo (USD 1,08 millones) impulsada por la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones aprobada por un monto de USD 600 mil. Para septiembre de 2024, ante la colocación total de la Primera Emisión y el Segundo Programa de Papel Comercial aprobado en diciembre 2023, la deuda neta incrementó a USD 1,35 millones.

Las cuentas por pagar comerciales durante el periodo analizado pasaron de USD 333 mil en 2021 a USD 851 mil en 2023. La compañía mantiene relaciones óptimas con los proveedores, lo cual le permite financiar una parte de sus operaciones mediante recursos que no le generan un costo financiero. Los días promedio de pago a proveedores fueron de 96 días, de esta manera, el periodo de recuperación de cartera (42) es inferior al periodo de pago a proveedores, lo cual genera una adecuada posición sobre los flujos de la empresa.

Dentro de los principales proveedores se encuentran empresas principalmente envasadoras de plástico y embotelladoras de vidrio, y aditivos, como son: Empaqplast S.A., Reciclapet S.A., entre otros.

El índice de liquidez se ubicó por encima de la unidad en el año 2021 y levemente por debajo de la unidad en los años 2022 y 2023, con 0,90 y 0,97, respectivamente. Este comportamiento se atribuye a las características propias de la deuda financiera vigente y estructura de financiamiento de la compañía. Con la emisión de la Primera Emisión de Obligaciones, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC buscó reestructurar el financiamiento de la empresa, aliviando los flujos, es así como a septiembre de 2023 el indicador de liquidez ascendió a 1,12 y en septiembre 2024 se ubicó en 1,02.

El flujo de actividades operativas mostró valores positivos en 2021 y 2023. Para el cierre de 2022, la compañía presentó un flujo de operación negativo, en función de mayores pagos a proveedores, gastos financieros e impuestos pagados.

Por otro lado, el patrimonio mantuvo su financiamiento sobre activos de 31,30% en promedio durante el periodo de análisis, evidenciando el fortalecimiento del patrimonio por parte de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC. A nivel monetario, el patrimonio se incrementó principalmente por la revalorización de los activos de la empresa, junto con la mejora de resultados del ejercicio y el incremento en USD 10 mil del capital social en 2021, permitiéndole mantener un indicador de financiamiento estable a través de recursos propios y un nivel de apalancamiento adecuado.

Es importante notar que el 29 de abril de 2024, la Junta General Ordinaria de Accionistas de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC aprobó un aumento de capital suscrito por USD 150 mil y estableció un reglamento para el ejercicio del derecho preferente, otorgando a los accionistas 30 días desde la resolución para ejercer este derecho. Por esta razón, a septiembre 2024 el patrimonio neto aumentó y contabilizó USD 1,34 millones.

## PERFIL PROYECTADO

### PROYECCIONES DE GLOBALRATINGS

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión, se basan en los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico durante el periodo analizado y en la posición financiera a septiembre de 2024.

Las proyecciones elaboradas por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. parten de las realizadas por el estructurador financiero, para analizar la capacidad de reacción de la compañía en situaciones adversas y la necesidad de financiamiento para sostener las actividades de operación y de inversión. Las que se han supuesto bajo un escenario que contempla diferentes premisas propias de la calificadora.

En este sentido, y en función del comportamiento histórico registrado, se proyectan menores ventas al cierre de 2024, con una contracción anual estimada de 5% para 2024, revirtiéndose para 2025 con un crecimiento de 7% proyectado para este año y de 12% para el año 2026.

La participación del costo de ventas para el cierre de 2024 se proyecta estable con respecto a 2023, en niveles cercanos a 59%. Este porcentaje se proyecta mayor al registrado a septiembre 2024 (55%) debido a las dificultades que se esperan para el sector debido a la crisis energética. La normalización en las condiciones de mercado para periodos posteriores debería tender a estabilizar este rubro, por lo que se contempla una participación del costo sobre las ventas de forma similar en el 2025 y 2026. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

Por su parte, el EBITDA se proyecta negativo para 2024, debido a los resultados observados a septiembre 2024, pasando a ser positiva en 2025 y creciente para 2026.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, la cartera no relacionada se estima que se incremente con respecto a septiembre 2024, producto del mayor dinamismo en las ventas y las perspectivas de la empresa en cuanto a abarcar un mayor mercado local y a nivel internacional, por lo que se estima mantener en el periodo proyectado este comportamiento en 43 días de cartera.

El rubro de inventarios mantendrá días promedio de 95 en 2024 en coherencia con el comportamiento que se evidenció durante los meses a septiembre 2024. Asimismo, se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una estructura de cuentas por pagar estable. Los valores de deuda aumentarán en 2024, debido a principalmente a la colocación parcial del Tercer Programa de Papel Comercial y nuevos préstamos con entidades financieras. En años posteriores, el valor de la deuda neta disminuirá paulatinamente.

Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio. En el caso de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, se proyectó que los niveles de liquidez se mantengan cercanos a la unidad para el periodo de vigencia de la presente Emisión, con 0,91 para terminar 2024.

La deuda financiera conforma un porcentaje importante del total de pasivos debido a la estrategia de la compañía de fondearse con el Mercado de Valores. Para años posteriores se proyecta mantener esta relación, al concentrar los pasivos en deuda con costo. La deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo se estiman mayores al cierre de 2024 con respecto a 2023 como consecuencia de más préstamos con financieras y terceros para financiar el capital de trabajo.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tiene la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado, por lo que se estima cumplimiento oportuno de todas las obligaciones que mantiene FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC.

**CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN****AA (+)**

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

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

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato Privado y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos del Tercer Programa de Papel Comercial de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc**

Presidente Ejecutivo

**ANEXOS**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL	PROYECTADO			INTERANUAL			
<b>ACTIVO</b>	<b>2.328</b>	<b>2.880</b>	<b>3.422</b>	<b>4.359</b>	<b>4.460</b>	<b>4.470</b>	<b>3.646</b>	<b>4.344</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>883</b>	<b>1.453</b>	<b>1.882</b>	<b>2.124</b>	<b>2.107</b>	<b>2.210</b>	<b>2.093</b>	<b>2.230</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	224	271	191	388	333	369	430	467
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	178	503	651	554	593	664	565	531
Anticipos a proveedores	7	38	134	54	55	56	110	-
Inventarios	381	508	663	722	773	774	721	677
Otros activos corrientes	94	132	243	407	354	347	266	555
<b>Activo no corriente</b>	<b>1.445</b>	<b>1.427</b>	<b>1.540</b>	<b>2.235</b>	<b>2.353</b>	<b>2.260</b>	<b>1.553</b>	<b>2.114</b>
Propiedades, planta y equipo	2.518	2.561	2.702	3.593	3.881	3.920	2.149	3.507
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(1.237)	(1.343)	(1.462)	(1.583)	(1.723)	(1.856)	(1.432)	(1.557)
Terrenos	92	92	92	92	92	92	659	92
Otros activos no corrientes	72	117	208	133	103	104	177	73
<b>PASIVO</b>	<b>1.490</b>	<b>1.971</b>	<b>2.522</b>	<b>2.967</b>	<b>3.054</b>	<b>3.015</b>	<b>2.694</b>	<b>3.009</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>674</b>	<b>1.613</b>	<b>1.936</b>	<b>2.337</b>	<b>2.470</b>	<b>2.087</b>	<b>1.877</b>	<b>2.195</b>
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	333	541	851	851	911	1.093	667	856
Obligaciones con entidades financieras CP	135	132	205	193	213	450	209	118
Obligaciones emitidas CP	-	706	484	820	828	-	491	790
Préstamos con terceros CP	61	104	202	260	300	300	294	260
Provisiones por beneficios a empleados CP	63	60	85	124	127	140	-	117
Otros pasivos corrientes	82	70	109	90	91	104	216	54
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>817</b>	<b>357</b>	<b>585</b>	<b>630</b>	<b>585</b>	<b>928</b>	<b>817</b>	<b>814</b>
Obligaciones con entidades financieras LP	200	-	-	413	367	667	-	342
Obligaciones emitidas LP	266	112	375	28	-	-	601	303
Provisiones por beneficios a empleados LP	347	245	211	190	218	262	216	169
Otros pasivos no corrientes	3	-	-	-	-	-	-	-
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>838</b>	<b>910</b>	<b>901</b>	<b>1.392</b>	<b>1.406</b>	<b>1.455</b>	<b>952</b>	<b>1.335</b>
Capital suscrito o asignado	140	150	150	300	326	326	150	300
Reserva legal	28	30	30	39	39	41	32	39
Reserva facultativa y estatutaria	2	2	2	2	2	2	-	2
Ganancias o pérdidas acumuladas	136	169	220	165	(172)	(159)	197	165
Ganancia o pérdida neta del periodo	24	51	14	(337)	14	49	65	(393)
Superávit por revaluación	300	300	300	988	988	988	300	988
Otras cuentas patrimoniales	208	208	185	208	208	208	208	208

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL	PROYECTADO			INTERANUAL			
Ingresos de actividades ordinarias	2.198	3.674	4.881	4.637	4.962	5.557	3.598	3.436
Costo de ventas y producción	1.250	2.219	2.908	2.736	2.927	3.279	2.164	1.900
<b>Margen bruto</b>	<b>948</b>	<b>1.455</b>	<b>1.973</b>	<b>1.901</b>	<b>2.034</b>	<b>2.278</b>	<b>1.434</b>	<b>1.536</b>
(-) Gastos de administración	(885)	(1.301)	(1.803)	(2.128)	(1.915)	(2.068)	(1.277)	(1.864)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>62</b>	<b>154</b>	<b>169</b>	<b>(227)</b>	<b>119</b>	<b>210</b>	<b>157</b>	<b>(328)</b>
(-) Gastos financieros	(47)	(106)	(205)	(119)	(171)	(217)	(89)	(178)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	32	25	63	9	74	83	(3)	113
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>46</b>	<b>73</b>	<b>27</b>	<b>(337)</b>	<b>22</b>	<b>77</b>	<b>65</b>	<b>(393)</b>
(-) Participación trabajadores	(7)	(11)	(4)	-	(3)	(11)	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>39</b>	<b>62</b>	<b>23</b>	<b>(337)</b>	<b>19</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>(393)</b>
(-) Gasto por impuesto a la renta	(15)	(12)	(9)	-	(5)	(16)	-	-
<b>Utilidad neta</b>	<b>24</b>	<b>51</b>	<b>14</b>	<b>(337)</b>	<b>14</b>	<b>49</b>	<b>65</b>	<b>(393)</b>
EBITDA	167	260	289	(105)	259	343	157	(328)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	REAL	PROYECTADO				
<b>Flujo Actividades de Operación</b>	<b>72</b>	<b>(237)</b>	<b>110</b>	<b>(186)</b>	<b>238</b>	<b>366</b>
<b>Flujo Actividades de Inversión</b>	<b>(28)</b>	<b>(43)</b>	<b>(141)</b>	<b>(892)</b>	<b>(287)</b>	<b>(39)</b>
<b>Flujo Actividades de Financiamiento</b>	<b>156</b>	<b>303</b>	<b>(24)</b>	<b>1.275</b>	<b>(6)</b>	<b>(291)</b>
Saldo Inicial de Efectivo	24	224	246	191	388	333
Flujo del período	200	22	(55)	197	(55)	36
Saldo Final de efectivo	224	246	191	388	333	369

ÍNDICES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
<b>MÁRGENES</b>								
Costo de Ventas / Ventas	57%	60%	60%	59%	59%	59%	60%	55%
Margen Bruto/Ventas	43%	40%	40%	41%	41%	41%	40%	45%
Utilidad Operativa / Ventas	3%	4%	3%	-5%	2%	4%	4%	-10%
<b>LIQUIDEZ</b>								
Capital de trabajo (miles USD)	209	(160)	(54)	(213)	(362)	123	216	35
Prueba ácida	0,75	0,59	0,63	0,60	0,54	0,69	0,73	0,71
Índice de liquidez	1,31	0,90	0,97	0,91	0,85	1,06	1,12	1,02
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	72	(237)	110	(186)	238	366	-	(78)
<b>SOLVENCIA</b>								
Pasivo total / Activo total	64%	68%	74%	68%	68%	67%	74%	69%
Pasivo corriente / Pasivo total	45%	82%	77%	79%	81%	69%	70%	73%
EBITDA / Gastos financieros	3,53	2,46	1,40	(0,88)	1,51	1,58	1,76	(1,84)
Años de pago con EBITDA (APE)	2,62	3,02	3,72	-	5,31	3,06	5,58	-
Años de pago con FLE (APF)	6,10	-	9,76	-	5,77	2,86	-	-
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(176)	31	956	622	1.111	1.188	601	603
Razón de cobertura de deuda DSCRC	(0,95)	8,37	0,30	-	0,23	0,29	0,26	-
Capital social / Patrimonio	17%	16%	17%	22%	23%	22%	16%	22%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	1,78	2,17	2,80	2,13	2,17	2,07	2,83	2,25
<b>ENDEUDAMIENTO</b>								
Deuda financiera / Pasivo total	44,44%	53,48%	50,20%	57,74%	55,90%	46,99%	59,21%	60,23%
Deuda largo plazo / Activo total	20%	4%	11%	10%	8%	15%	16%	15%
Deuda neta (miles USD)	439	783	1.075	1.325	1.374	1.047	1.166	1.346
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	226	471	463	425	454	345	620	352
<b>RENTABILIDAD</b>								
ROA	1%	2%	0%	-8%	0%	1%	2%	-12%
ROE	3%	6%	1,53%	-24%	1%	3%	9%	-39,25%
<b>EFICIENCIA</b>								
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	2	3	3	2	3	3	3	2
Días de inventario	110	82	82	95	95	85	90	96
Días de cartera CP	29	49	48	43	43	43	42	42
Días de pago CP	96	88	105	112	112	120	83	122

DEUDA NETA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
<b>Obligaciones con entidades financieras CP</b>								
Obligaciones emitidas CP	135	132	205	193	213	450	209	118
Préstamos con terceros CP	-	706	484	820	828	-	491	790
Obligaciones con entidades financieras LP	61	104	202	260	300	300	294	260
Obligaciones emitidas LP	200	-	-	413	367	667	-	342
<b>Subtotal deuda</b>	<b>662</b>	<b>1.054</b>	<b>1.266</b>	<b>1.713</b>	<b>1.707</b>	<b>1.417</b>	<b>1.595</b>	<b>1.812</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	224	271	191	388	333	369	430	467
<b>Deuda neta</b>	<b>439</b>	<b>783</b>	<b>1.075</b>	<b>1.325</b>	<b>1.374</b>	<b>1.047</b>	<b>1.166</b>	<b>1.346</b>

NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
<b>Inventarios</b>								
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	381	508	663	722	773	774	721	677
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	178	503	651	554	593	664	565	531
<b>NOF</b>	<b>226</b>	<b>471</b>	<b>463</b>	<b>425</b>	<b>454</b>	<b>345</b>	<b>620</b>	<b>352</b>

SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
<b>Obligaciones con entidades financieras CP</b>								
Obligaciones emitidas CP	-	135	132	205	193	213	132	205
Préstamos con terceros CP	-	-	706	484	820	828	706	484
(-) Gastos financieros	-	61	104	202	260	300	104	202
Efectivo y equivalentes al efectivo	47	106	205	119	171	217	89	178
<b>SERVICIO DE LA DEUDA</b>	<b>(176)</b>	<b>31</b>	<b>956</b>	<b>622</b>	<b>1.111</b>	<b>1.188</b>	<b>601</b>	<b>603</b>

La calificación otorgada por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora [www.globalratings.com.ec](http://www.globalratings.com.ec), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

#### INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME

INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

#### REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME

FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Financiera.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3, 4 y 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
MONTO MÁXIMO EMISIÓN	Artículo 2, Sección I, Capítulo VI, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
200% PATRIMONIO	Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. 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.