

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

### PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO - DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 052/2024 del 29 de febrero de 2024

Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2023

Analista: Ing. Juliana Pacheco

[juliana.pacheco@classrating.ec](mailto:juliana.pacheco@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

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

#### Primera Revisión

**Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00043160 del 11 de octubre de 2023.**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 052/2024 del 29 de febrero de 2024 decidió otorgar la calificación de **"AA" (Doble A)** a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL por un monto de hasta un millón de dólares (USD 1.000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, se fundamenta en:

#### Sobre el Emisor:

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

- Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de expansión y crecimiento, con el fin de incursionar en nuevas líneas de productos que puedan alinearse a las necesidades de sus clientes dentro del mercado alimenticio, tanto en el canal moderno como en el tradicional; agregando además la próxima incursión en el mercado internacional.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento en el segmento en el cual desarrollan sus actividades, lo que le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Los ingresos de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 4,19 millones en 2020 a USD 9,89 millones en diciembre de 2022 y USD 10,19 millones en diciembre de 2023. Este comportamiento se relaciona principalmente con la estrategia de expansión que ha implementado la compañía con el objetivo de ganar una mayor penetración en su mercado objetivo. Así mismo, obedece al incremento en volumen de ventas en la línea de “cereal” y “barras”, principalmente durante el año 2023.
- A diciembre de 2023, la distribución de ingresos por línea de negocio se concentró en la línea de “cereal” con el 65,32% del total de ingresos (66,23% en diciembre de 2022), seguida de lejos por “barras” con el 17,57% (17,16%, diciembre 2022) y “barquillos” con el 11,48% (11,04%, diciembre 2022).
- Durante los períodos analizados los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, lo que le permitió generar un margen operativo positivo, que representó el 12,86% en el año 2020, 10,63% de los ingresos en 2021, 6,32% en diciembre de 2022 y 8,30% en diciembre de 2023, en este último corte el margen operacional se fortalece gracias a una mejor administración de sus gastos.
- Luego de deducir los rubros de gastos financieros, otros ingresos no operacionales y los respectivos impuestos, la compañía generó resultados positivos al final de cada período, generando un margen neto que significó un 2,94% de los ingresos en 2021 y 1,09% de los ingresos en 2022 (1,02% en diciembre de 2023).
- El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento decreciente entre el 2020 y 2022, su peso sobre los ingresos pasó de 20,16% a 9,70% respectivamente. Para diciembre 2023, gracias a que el margen operacional registra una mejor posición el, El EBITDA (acumulado) se fortalece significando el 12,29% de los ingresos. Los resultados mencionados evidencian que, la generación de recursos propios de la compañía fue suficiente para su normal desenvolvimiento; El EBITDA (acumulado) brindó a los gastos financieros una cobertura aceptable en todos los cortes analizados, siempre superior a la unidad.
- Los activos totales de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL presentaron un comportamiento creciente durante todo el periodo analizado, pues pasaron de USD 8,76 millones en el 2020 a USD 11,09 millones a diciembre de 2022 y USD 12,25 millones en diciembre de 2023, como efecto de un incremento en cuentas por cobrar clientes<sup>1</sup> e inventarios.
- Al 31 de diciembre de 2023, la compañía concentra el 96,23% de la cartera total en la categoría por vencer (75,15%, diciembre 2022), y la diferencia del 3,77% corresponde a cartera vencida (24,85% en 2022), la cual se concentró en el rango de 61 a 90 días. Los resultados mencionados anteriormente presentan una mejor posición frente a diciembre de 2022, determinando la estructura de una cartera sana.
- Los pasivos totales presentaron un comportamiento creciente sobre el financiamiento de los activos, pues pasaron de financiar un 61,52% de los activos en 2021 a un 65,06% en 2022 y 67,52% a diciembre de 2023, comportamiento generado en este último período por el incremento en cuentas por pagar a proveedores<sup>2</sup> y en su deuda con costo de largo plazo.
- El patrimonio de la empresa por su parte financió el 38,48% de los activos en 2021, el 34,94% en diciembre de 2022 y el 32,48% en diciembre de 2023, determinando que su cuenta más representativa para este último período fue superávit por revaluación de propiedades, misma que fondeo el 17,37% de los activos en diciembre de 2023 (19,19% al cierre de 2022).
- Por su parte, el capital social a lo largo del período analizado se mantuvo constante en términos monetarios con un valor de USD 0,97 millones, no obstante, su representación sobre el total de activos fue variable y financió el 7,89% de los activos en diciembre de 2023 (8,71% en diciembre de 2022).
- Es importante mencionar que la compañía mantiene aportes para futuras capitalizaciones por un monto de USD 0,38 millones desde el año 2020 hasta diciembre de 2023, sin que se haya concretado su capitalización. Su representación sobre los activos a diciembre de 2023 fue de 3,10% (3,43%, diciembre 2022).
- Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad (excepto en 2022), con lo cual la compañía contó

<sup>1</sup> Las cuentas por cobrar no generan intereses y poseen un periodo de crédito de 90 a 120 días promedio.

<sup>2</sup> Se registra un crecimiento importante del 103,43% frente a diciembre de 2022, comportamiento relacionado con un aumento en el stock de la compañía, puesto que la línea de “barras” es un producto de temporada cuyas facturaciones inician durante el segundo semestre de cada año.

con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo, además reflejó la inexistencia de recursos ociosos. Lo mencionado conllevó a que su capital de trabajo sea positivo mismo que significó el 3,68% de los activos totales en diciembre de 2023.

- El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio) resalta la importancia del financiamiento a través de recursos de terceros, el mismo que pasó de 1,86 veces en diciembre de 2022 a 2,08 veces en diciembre de 2023.

## Sobre la Emisión:

- Con fecha 22 de junio de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, la cual resolvió aprobar la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, por un monto de hasta USD 1.000.000,00.
- Con fecha 21 de julio de 2023, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL en calidad de Emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., como Agente Estructurador y Colocador, y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron la escritura de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL.
- Al 31 de diciembre de 2023, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., reportó que no han existido colocaciones.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
  - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
    - ❖ Al 31 de diciembre de 2023 el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
- La emisora se compromete a mantener, durante el período de vigencia de esta emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72.
  - ❖ Al 31 de diciembre de 2023 el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
- Con fecha 31 de diciembre de 2023, el emisor presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 3,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 3,19 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,19 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron, según como fueron establecidas, una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. De acuerdo al periodo transcurrido, se observa que el emisor alcanzó lo establecido en un inicio en la mayoría de los rubros.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

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

- El surgimiento de nuevos competidores, con productos sustitutos o complementarios en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo, lo cual se está mitigando a través de la expansión de mercados.
- Fluctuaciones en el precio de sus materias primas (maíz y trigo que son productos commodities) por factores especulativos de oferta y demanda a nivel internacional, lo que traería consigo posibles problemas en los márgenes de la compañía, en caso de no poder trasladar sus efectos al precio de venta de los productos. La Administración maneja un riguroso seguimiento de los precios para tomar los correctivos necesarios a través de cambios en recetas y traslado progresivo de los costos hacia los precios de venta.

- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los clientes de la compañía podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda de los productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis. No obstante, según lo mencionado por la administración, la compañía, dentro de su trayectoria ha aplacado estos impactos implementando exitosas acciones y estrategias.
- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones que se relacionen con la importación de materia prima que utiliza la compañía para su operación, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar principalmente a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible. En base a ello la Administración de la compañía se mantiene constante en la búsqueda de proveedores, tanto locales como del exterior.
- Cambios en las tendencias de consumo de la gente, es decir preferencias por productos con mayor aporte nutricional al que oferta al emisor, o a su vez que estos productos sean preparados de una manera más amigable con el medio ambiente, con lo cual podría verse afectado ciertas áreas de producción de la compañía, lo que ocasionaría una posible disminución parcial de sus ingresos. Sobre esto la Administración constantemente se encuentra ampliando su portafolio de productos de tal forma que este efecto sea mitigado.
- Otros de los riesgos a los que se expone la empresa, está relacionado con la estacionalidad que podrían presentar determinados productos, dado que la demanda de los mismos aumenta o disminuye dependiendo de la temporada. La administración constantemente lanza nuevas líneas ampliando así su portafolio de productos.
- Una desaceleración de la economía podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo. Sin embargo, la compañía mitiga este posible evento a través de un riguroso monitoreo de las capacidades de pago de sus clientes.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial podrían repercutir sobre los resultados de la compañía.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- Al no poseer una flota propia de transporte, la compañía está expuesta a riesgos relacionados con su logística, lo cual podría incidir en el retraso de la entrega de productos y posibles incumplimientos. Sin embargo, la compañía cuenta con varias empresas de transporte reconocidas que le brindan un buen servicio y respuesta oportuna.

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

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

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado los productos bajo este mecanismo de financiamiento. No obstante, la compañía mantiene una cartera con niveles saludables.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría generar cartera que presente un comportamiento irregular de pago o a su vez un sobreendeudamiento de sus clientes, lo que podría comprometer su capacidad de pago y consecuentemente los ingresos de la compañía.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que

podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.

- Daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, en los cuales el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Este posible evento es mitigado con pólizas de seguros, mismas que se encuentran vigentes.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión. A pesar de lo mencionado, se debe considerar que la rotación del inventario es alto y la planificación de la producción está atada a buenas estimaciones de la demanda de mercado.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte, el inventario tiene un grado bajo para ser liquidado, pues depende de que tenga una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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

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

Al 31 de diciembre de 2023, la empresa no registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas.

## Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL es tomada de fuentes varias como:

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

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

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.



- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgos previsible de la calidad de activos que respalda la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

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

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

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

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

### INTRODUCCIÓN

#### Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 22 de junio de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta reunión se resolvió autorizar por unanimidad la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, por un monto de hasta USD 1.000.000,00.

Posteriormente, con fecha 21 de julio de 2023, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL en calidad de Emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., como Agente Estructurador y Colocador, y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron la escritura de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL.

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

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO- DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL				
Emisor	DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL			
Capital a Emitir	USD 1.000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Características de los valores	Se emitirán valores desmaterializados de valor nominal unitario de USD 1,00 o sus múltiplos.			
Clase, Monto, Plazo, Tasa de Interés	Clase	Monto (USD)	Plazo (días)	Tasa de Interés
	1	500.000,00	1.080	9,00% fija anual
	2	500.000,00	1.440	9,50% fija anual
Sorteos y Rescates Anticipados	No serán rescatables anticipadamente y no serán convertibles en acciones.			
Contrato Underwriting	No tiene contrato de underwriting.			

Pago de capital	Trimestralmente.
Pago de interés	Cada trimestre vencido
Forma de cálculo del Intereses	Base comercial de 360 días por año.
Fecha de emisión	Fecha en que se coloque el primer valor de cada clase, respectivamente, por lo que todos los valores de una misma clase tendrán igual fecha de emisión.
Agente Estructurador y Colocador	PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Oferta	Pública.
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Destino de los recursos	A la adquisición de equipos, infraestructura y mejoras para el funcionamiento de líneas de producción que permitirá el incremento de volumen dentro de los posteriores años.
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Sistema de Colocación	Bursátil.
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25</li> </ul>
Límite al Endeudamiento	La emisora se compromete a mantener, durante el período de vigencia de esta emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72.

Fuente: Escritura de Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presentan la tabla de amortización de capital y pago de intereses de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo:

CUADROS 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE 1					CLASE 2				
Periodo	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Periodo	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
0				500.000	0				500.000
1	41.667	11.250	52.917	458.333	1	31.250	11.875	43.125	468.750
2	41.667	10.313	51.979	416.667	2	31.250	11.133	42.383	437.500
3	41.667	9.375	51.042	375.000	3	31.250	10.391	41.641	406.250
4	41.667	8.438	50.104	333.333	4	31.250	9.648	40.898	375.000
5	41.667	7.500	49.167	291.667	5	31.250	8.906	40.156	343.750
6	41.667	6.563	48.229	250.000	6	31.250	8.164	39.414	312.500
7	41.667	5.625	47.292	208.333	7	31.250	7.422	38.672	281.250
8	41.667	4.688	46.354	166.667	8	31.250	6.680	37.930	250.000
9	41.667	3.750	45.417	125.000	9	31.250	5.938	37.188	218.750
10	41.667	2.813	44.479	83.333	10	31.250	5.195	36.445	187.500
11	41.667	1.875	43.542	41.667	11	31.250	4.453	35.703	156.250
12	41.667	937	42.604	(0)	12	31.250	3.711	34.961	125.000
<b>Total</b>	<b>500.000</b>	<b>73.125</b>	<b>573.125</b>		13	31.250	2.969	34.219	93.750
					14	31.250	2.227	33.477	62.500
					15	31.250	1.484	32.734	31.250
					16	31.250	742	31.992	-
					<b>Total</b>	<b>500.000</b>	<b>100.938</b>	<b>600.938</b>	

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

## Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de diciembre de 2023)

Con fecha 11 de octubre de 2023, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar la Primera Emisión de Obligaciones de DULCENAC S.A., por un monto de hasta USD 1'000.000,00, mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00043160, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado

de Valores el 17 de octubre de 2023. Determinando además que el plazo de oferta pública de dicha emisión vence el 11 de julio de 2024.

## Colocación de los Valores

Al 31 de diciembre de 2023, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., reportó que no han existido colocaciones.

## Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

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

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

- ❖ Al 31 de diciembre de 2023, la compañía cumplió con los resguardos mencionados en los incisos anteriores.

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

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Límite de Endeudamiento

La emisora se compromete a mantener, durante el período de vigencia de esta emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72.

- ✓ Al 31 de diciembre de 2023, la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.

En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 4: RESGUARDOS

Resguardos	Límite establecido	Dic-23	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	$\geq 1,00$	1,43	SI
Activos Depurados / Obligaciones en circulación	$\geq 1,25$	2,76	SI
Pasivos Financieros / Patrimonio	No mayor a 0,72	0,46	SI

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



## Monto Máximo de la Emisión

La Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldado por una Garantía General otorgada por DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. . Al 31 de diciembre de 2023, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL alcanzó un total de activos de USD 12,25 millones, de los cuales USD 4,68 millones corresponde a activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 5: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, Diciembre 2023 (USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	371.806	7,94%
Exigibles	1.836.136	39,20%
Realizables	1.597.152	34,10%
Activo fijo	510.395	10,90%
Otros activos	368.227	7,86%
<b>TOTAL</b>	<b>4.683.715</b>	<b>100,00%</b>

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de diciembre de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: 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 este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la 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<sup>3</sup>.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2023, presentó un total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 3,98 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 3,19 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,19 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que la Emisión de Obligaciones – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

Por otro lado, se debe indicar que, al 31 de diciembre de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 2,76 veces sobre el monto de los valores que la compañía estima emitir en el Mercado de Valores.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN, DICIEMBRE DE 2023

Descripción	USD
Total Activos	12.247.033
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-
(-) Activos Gravados	7.563.318
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>4</sup>	-

<sup>3</sup> “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

<sup>4</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

(-) Derechos Fiduciarios <sup>5</sup>	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores <sup>6</sup>	700.000
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>7</sup>	-
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa</b>	<b>3.983.715</b>
<b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>	<b>3.186.972</b>
Primera Emisión de Obligaciones	1.000.000
<b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>3,98</b>
<b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>3,19</b>

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de diciembre de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto que estiman emitir en el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,45 veces<sup>8</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el monto de los valores que la compañía estima emitir representan al 31 de diciembre de 2023, el 21,37% del 200% del patrimonio y el 42,74% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 7: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO, Diciembre 2023

Descripción	USD
Patrimonio	3.977.636
<b>200% del Patrimonio</b>	<b>7.955.272</b>
Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por emitir	1.000.000
Primer Programa de Emisión de Papel Comercial por emitir	700.000
<b>Total Emisiones</b>	<b>1.700.000</b>
<b>Total Emisiones/200% del Patrimonio</b>	<b>21,37%</b>
<b>Total Emisiones/Patrimonio</b>	<b>42,74%</b>

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

## Proyecciones del Emisor

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	11.472	14.468	17.940	18.209	18.482
Costo de ventas	7.769	9.797	12.149	12.331	12.516
<b>Utilidad bruta</b>	<b>3.704</b>	<b>4.671</b>	<b>5.791</b>	<b>5.878</b>	<b>5.966</b>
Gastos de administración y ventas	2.506	3.160	3.918	3.977	4.037
Depreciación	394	414	431	448	466
<b>Utilidad operativa</b>	<b>804</b>	<b>1.097</b>	<b>1.443</b>	<b>1.453</b>	<b>1.464</b>
Gastos financieros	617	707	765	762	721
Otros ingresos netos	20	26	32	32	33
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>207</b>	<b>415</b>	<b>710</b>	<b>724</b>	<b>775</b>
Participación trabajadores	31	62	106	109	116

<sup>5</sup> Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

<sup>6</sup> para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

<sup>7</sup> Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

<sup>8</sup> (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

Impuesto a la renta	44	88	151	154	165
Utilidad neta	132	265	452	462	494

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero estiman que para el año 2023 las ventas registren un incremento del 16,03% frente al ejercicio previo 2022. Posteriormente, se determina una tasa de crecimiento del 26,11% para el año 2024, del 24,00% para el año 2025 y de 1,50% para los años 2026 y 2027.

Los supuestos reportados por la administración de la compañía, para el incremento de los ingresos durante el periodo 2023 – 2025 son los siguientes:

- Para el año 2023 contemplan una ampliación en el portafolio de clientes y mayor facturación en sus tres canales (canal Industrial, canal moderno (autoservicios), y canal tradicional).
- Para el año 2024 estiman implementar una nueva línea de productos, nuevos contratos con clientes cuya facturación se relaciona con la nueva línea, facturación a clientes del exterior (inicialmente Sudamérica).
- Para el año 2025, gracias a la nueva línea de productos mencionada anteriormente, la compañía espera incrementar su producción y por ende su facturación.

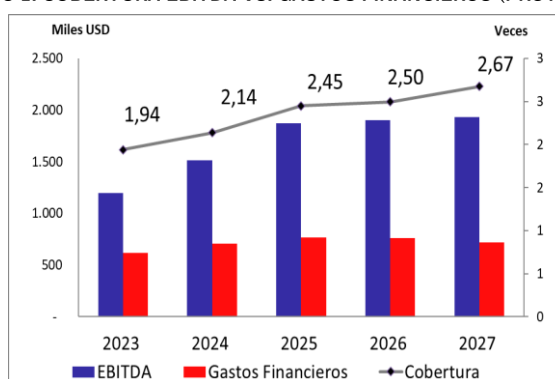
Los costos de ventas por su parte representarían un porcentaje constante sobre los ingresos, de 67,72%, lo que permitiría generar un margen bruto constante del 32,28% sobre los ingresos.

Los gastos operacionales tendrían una participación promedio (2023-2027) sobre el total de los ingresos del 24,58%. Lo que generaría una utilidad operacional que representaría en promedio el 7,71% del total de ingresos durante el periodo 2023-2027.

Los gastos financieros tendrían una representación sobre los ingresos con un comportamiento decreciente, mientras que la representatividad de otros ingresos netos es inferior al punto porcentual, con lo cual; una vez descontados los impuestos de ley y la participación de trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 1,15% de los ingresos en 2023 a 2,67% en 2027.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 1,94 veces en el año 2023 a 2,67 veces en el año 2027.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

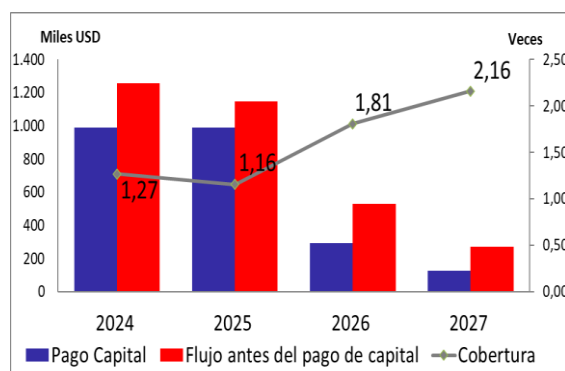
El flujo de efectivo proyectado presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arroja flujos de operación positivos a partir del año 2025; luego incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía en propiedad, planta y equipo para el periodo proyectado; finalmente, las actividades de financiamiento que contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer. La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a sus obligaciones, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027
Utilidad neta	132	265	452	462	494
(+) Depreciación	394	414	431	448	466
(-) Variación Cuentas por cobrar clientes	(516)	(313)	(363)	(28)	(29)
(-) Variación Otras cuentas por cobrar	(53)	(43)	(50)	(4)	(4)
(-) Variación de Inventarios	(752)	(735)	(852)	(66)	(67)
(-) Variación de Otros activos	(27)	(247)	63	(140)	(111)
(+) Variación de Cuentas por pagar	607	353	434	(106)	33
(+) Variación de Otros cuentas por pagar	(1)	-	-	-	-
(+) Variación de Otros pasivos corrientes	(40)	36	230	(93)	(203)
<b>Flujo de efectivo generado por actividades operativas</b>	<b>(256)</b>	<b>(271)</b>	<b>344</b>	<b>473</b>	<b>579</b>
(-) Variación en Propiedades, Planta y Equipo	(1.496)	(573)	(482)	(501)	(521)
<b>Flujo de efectivo generado por actividades de inversión</b>	<b>(1.496)</b>	<b>(573)</b>	<b>(482)</b>	<b>(501)</b>	<b>(521)</b>
(+) Variación en financiamiento con Instituciones Financieras	(71)	1.247	1.016	401	(23)
(+) Colocación   Programa de Papel Comercial	700	700	-	-	-
(+) Colocación   Emisión de Obligaciones	1.000	-	-	-	-
(-) Pago   Programa de Papel Comercial	-	(700)	(700)	-	-
(-) Pago   Emisión de Obligaciones	-	(292)	(292)	(292)	(125)
<b>Flujo de efectivo generado por actividades de financiamiento</b>	<b>1.629</b>	<b>955</b>	<b>24</b>	<b>109</b>	<b>(148)</b>
<b>Flujo de efectivo generado en el período</b>	<b>(123)</b>	<b>111</b>	<b>(113)</b>	<b>81</b>	<b>(91)</b>
Saldo inicial de efectivo	279	156	268	155	236
<b>Saldo final de efectivo</b>	<b>156</b>	<b>268</b>	<b>155</b>	<b>236</b>	<b>145</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS<sup>9</sup> VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 0,17 veces en 2024, mientras que, para diciembre de 2027, sería de 0,22 veces. Además, la compañía refleja a lo largo del período proyectado 2023-2027 indicadores ROA y ROE positivos con un comportamiento ligeramente variable.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento de 0,20% en los costos de ventas para los años 2023 y 2024; de 0,25% en el año 2025 y de 0,30% para el cierre de los años 2026 y 2027, con lo cual la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados.

## Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Se realizó un análisis comparativo entre el estado de resultados real diciembre 2023 y proyectado al mismo período de 2023, de este modo las ventas registraron un cumplimiento de 88,86%, mientras que sus costos de

<sup>9</sup> (\*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones financieras proyectadas.

ventas lo hicieron en un 93,23%, lo que generó una utilidad bruta con un cumplimiento de 79,69%. Luego de descontar los gastos operativos que significaron el 84,02% del valor proyectado, la compañía obtuvo una utilidad operacional que represento el 105,29%. Finalmente, al deducir los gastos financieros, otros ingresos/egresos no operacionales e impuesto a la renta, la compañía registró una utilidad con un cumplimiento de 78,56% de lo proyectado en un inicio.

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (miles USD)

Rubro	Proyectado Dic 2023	Real Dic 2023	Cumplimiento
Ventas	11.472	10.194	88,86%
Costos	7.769	7.243	93,23%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>3.704</b>	<b>2.951</b>	<b>79,69%</b>
Gastos Operacionales	2.506	2.105	84,02%
Depreciación y amortización	394	-	-
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>804</b>	<b>846</b>	<b>105,29%</b>
Gastos Financieros	617	526	85,25%
Otros ingresos (egresos)	20	(216)	-1063,96%
<b>Utilidad Antes de Participación e Impuestos</b>	<b>207</b>	<b>103</b>	<b>50,08%</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de diciembre de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo el mismo que arrojó un valor de USD 45.574,60, mientras que su flujo de procedente de actividades de financiamiento fue de USD 29.014,00 y un flujo procedente de actividades de inversión negativo de USD 39.389,27, lo que generó un Efectivo y equivalentes de efectivo al final de USD 371.805,58

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Riesgo de la Economía Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,8% en 2024<sup>10</sup>. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 1,7% en 2024 y 2,0% en 2025, con lo cual reduce su proyección de octubre de 2023<sup>11</sup>. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo<sup>12</sup>. Finalmente, el Banco Central

<sup>10</sup> <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.aspx>

<sup>11</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-ajusta-proyeccion-crecimiento-ecuador-0-7-2024-185264.html#:~:text=El%20BCE%20ha%20se%C3%B1alado%20que,zona%20del%20Parque%20Nacional%20Yasun%C3%AD>

<sup>12</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>



del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja<sup>13</sup>.

El año 2024 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.<sup>14</sup>

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024<sup>15</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a diciembre de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prev.	119.573	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (nov 2023)	50,85%	Inflación mensual (ene 2024)	0,13%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-nov 2023	1.650,6 (Superávit)	Inflación anual (ene 2024)	1,35%
Reservas Internacionales (millones USD 05-ene-2024)	4.517 05	Inflación acumulada (ene 2024)	0,13%
Riesgo país, 22 de feb 2024 (puntos)	1.498	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 22 feb 2024)	79,71	Tasa de Desempleo urbano (dic 2023)	4,44%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el Producto Interno Bruto (PIB) registra un crecimiento del 11,28% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el tercer trimestre de 2023 el PIB creció en 0,4% en relación al tercer trimestre de 2022 (t/t-4) y una variación trimestral de -1,3%. Este comportamiento estuvo impulsado por el incremento de las Exportaciones de bienes y servicios en 7,3% y del Gasto de Consumo Final del Gobierno General en 5,1%. La dinámica de las Exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo y gas natural, cacao y minerales metálicos y no metálicos. Por su parte, el incremento del Gasto de Consumo Final del Gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y al pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud<sup>16</sup>.

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión<sup>17</sup>.

El **Riesgo País** registró 1.519 puntos al 09 de febrero de 2024. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés<sup>18</sup>.

<sup>13</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

<sup>14</sup> <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

<sup>15</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

<sup>16</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe\\_CNTIIITrim2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf)

<sup>17</sup> <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

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

La **calificación de deuda** al 27 de febrero de 2023 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"<sup>19</sup>. Por otro lado, la agencia Fitch Rating rebajó la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en Ecuador de "B-" a "CCC+", calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país<sup>20</sup>. El 11 de enero de 2024, S&P cambió la calificación crediticia de Ecuador de B- estable a B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025<sup>21</sup>.

En el tercer trimestre de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 7.604,6 millones, monto inferior (-3,1%) a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022; sin embargo, representó un aumento trimestral del 8,5%, lo cual se explica en gran medida por el crecimiento en valor de las importaciones petroleras tanto a nivel trimestral (43,4%) como interanual (0,2%).<sup>22</sup>

Por su parte, las **exportaciones totales** en el tercer trimestre de 2023 alcanzaron USD 8.253,5 millones, siendo este rubro superior (3,3%) a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022, y 7,2% mayor al trimestre previo. En términos interanuales, este desempeño favorable se relaciona con el aumento del 6,5% de las exportaciones no petroleras.

El sector exportador ecuatoriano estima pérdidas cercanas a los USD 400 millones debido a los apagones entre finales de octubre y mediados de diciembre de 2023. Además, las interrupciones en el suministro eléctrico paralizaron diversas cadenas industriales, y los costos asociados, como la reprogramación de jornadas laborales, resultaron en aumentos del 50% al 100% en el valor de las horas de trabajo para compensar la producción<sup>23</sup>.

Hasta noviembre de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.650,6 millones, inferior un 22,5% al resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.128,5 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.988 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un déficit de USD 337 millones<sup>24</sup>.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia variable, cerrando en USD 79,04 por barril el 21 de febrero de 2024 (USD 71,65 el 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo<sup>25</sup>.

<sup>19</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

<sup>20</sup> <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebajo-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-respondio-el-gobierno/>

<sup>21</sup> <https://bvgnoticias.com/sp-empeora-la-perspectiva-crediticia-de-ecuador-en-medio-de-crisis-de-seguridad/>

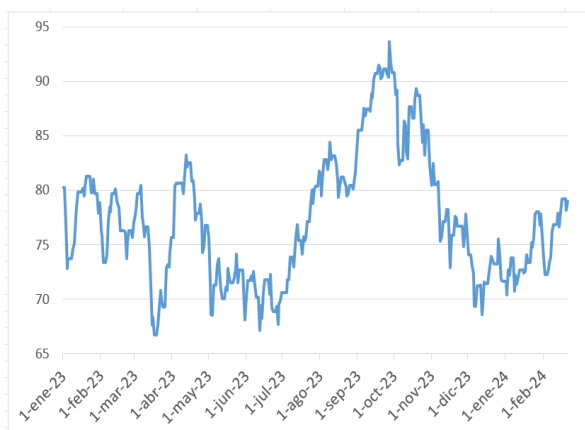
<sup>22</sup> [chrome-extension://efaidnbmnnnibpajpcgclefindmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/ComercioExterior/informes/ResultCE\\_032023.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpajpcgclefindmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/ComercioExterior/informes/ResultCE_032023.pdf)

<sup>23</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportadores-perdidas-millonarias-apagones/>

<sup>24</sup> <https://asobanca.org.ec/boletin-macroeconomico/>

<sup>25</sup> <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

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



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

En diciembre de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 15,07 millones de barriles, lo que representa un 0,94% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,74 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 12,33 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador<sup>26</sup>. El Gobierno ecuatoriano proyecta que la producción petrolera caerá 10% en 2024 de cerrarse el ITT, mientras los planes de inversión siguen estancados.<sup>27</sup>

Al 21 de febrero de 2024, el precio del barril de petróleo intermedio de Texas (WTI), referente para el petróleo ecuatoriano, ascendió un 1,10% respecto a la víspera, cerrando en USD 79,04 y acumulando en el mes un aumento del 4,21%. Analistas señalan que la estabilización sigue a las fluctuaciones de la semana anterior, vinculadas a los temores de una expansión de la guerra en Gaza, región con grandes reservas petroleras. Se advierte la preocupación por los eventos en Oriente Medio, pues mantendrán la sensibilidad de los precios.<sup>28</sup>

El 28 de diciembre de 2023, los precios del petróleo descendieron un 3% debido a la disposición de más compañías navieras para transitar por la ruta del Mar Rojo, aliviando las preocupaciones sobre interrupciones en el suministro. A medida que las tensiones persisten en Oriente Medio, los precios continuaron su descenso, focalizándose en la reducción significativa de la región de la Costa del Golfo de EE.UU. Esto se atribuye a la lucha de las refinerías por reducir inventarios y evitar impuestos elevados sobre el almacenamiento a finales de año. Según datos de la EIA, las reservas de crudo estadounidenses disminuyeron en 7,1 millones de barriles en la semana hasta el 22 de diciembre de 2023, superando las expectativas de los analistas consultados por Reuters, que preveían una reducción de 2,7 millones de barriles<sup>29</sup>.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones), a diciembre de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 17.419,74 millones, es decir existió un incremento de 1,5% respecto a 2022. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta enero de 2024 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 875 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 514 millones, el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 101 millones, y el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 86 millones; la recaudación total a enero de 2024 totaliza USD 1.629 millones, un 3,3% inferior a la recaudación en enero de 2023.<sup>30</sup>

La **inflación mensual** en enero de 2024 registró una variación de 0,13%, mientras que la variación **anual** fue de 1,35% y la **acumulada** fue de 0,13%. Para enero de 2024, en 8 divisiones de consumo la inflación mensual registró una variación que pondera el 64,52%, con resultados positivos, siendo los más representativos, muebles y

<sup>26</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023203.pdf>

<sup>27</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/itt-producciones-petroleo-proforma2024/>

<sup>28</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-wti-octubre-caida-guerra-gaza/#:~:text=Foto%3A%20Cortes%3C%ADa%20Petroecuador.-,El%20precio%20promedio%20del%20barril%20de%20petr%C3%B3leo%20WTI%20fue%20de,cotiz%C3%B3%20en%20USD%2081%20CO2.>

<sup>29</sup> <https://www.eleconomista.com.mx/mercados/Crudo-cae-3-al-bajar-detenciones-del-transporte-maritimo-20231228-0092.html>

<sup>30</sup> <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

artículos para el hogar, la conservación ordinaria del hogar y salud. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 35,48% se registraron resultados negativos, siendo transporte, prendas de vestir y calzado; y restaurantes y hoteles, las de mayor variación.<sup>31</sup>

En referencia al **salario nominal promedio**, para enero de 2024, se fijó en USD 536,60<sup>32</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 479,73 para enero de 2024<sup>33</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en enero de 2024, se ubicó en USD 789,57<sup>34</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 108,75% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 175 firmando el 15 de diciembre de 2023, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 460,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2024<sup>35</sup>.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,4% en diciembre de 2023. La tasa de **empleo adecuado**<sup>36</sup> pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 36,0% en diciembre de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 21,2% a diciembre de 2023<sup>37</sup>.

A diciembre 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 26,0% y la pobreza extrema en 9,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,4% y en el área rural alcanzó el 42,2% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**<sup>38</sup>, se ubicó en 0,457 a diciembre de 2023 (0,466 en diciembre de 2022), es decir existe un leve decrecimiento con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,76 mensuales per cápita (a diciembre de 2022 USD 88,72 y USD 50,00 respectivamente)<sup>39</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,95% para febrero de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 10,34%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,39%<sup>40</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para diciembre de 2023 alcanzó la suma de USD 80.343,6 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 30.489,0 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.818,4 millones<sup>41</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a enero de 2024 se ubicó en USD 42.037 millones; lo que representa un decrecimiento del 0,2% frente a diciembre de 2023, en términos anuales la cartera bruta creció un 9,1%. La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que, en 2023, los bancos ecuatorianos mantuvieron la entrega de créditos a empresas y familias, buscando respaldar la economía a pesar de una desaceleración en el crecimiento financiero. Se destaca la necesidad de acciones de política pública para favorecer tasas de interés que impulsen el crédito y la inclusión financiera<sup>42</sup>. No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos<sup>43</sup>.

<sup>31</sup> chrome-extension://efaidnbnmnnibpcajpcglcfindmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202401.pdf

<sup>32</sup> https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202401.pdf

<sup>33</sup> Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

<sup>34</sup> https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Enero/Boletin\_tecnico\_01-2024-IPC.pdf

<sup>35</sup> https://newsite.cite.com.ec/wp-content/plugins/pdfjs-viewer-shortcode/pdfjs/web/viewer.php?file=https://newsite.cite.com.ec/wp-content/uploads/2023/12/SBU-2024.pdf&attachment\_id=17855&Button=false&pButton=false&oButton=false&sButton=true#zoom=auto&pagemode=none&\_wpnonce=e02d212884

<sup>36</sup> Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

<sup>37</sup> https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Diciembre/202312\_Mercado\_Laboral.pdf

<sup>38</sup> El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

<sup>39</sup> https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312\_PobrezayDesigualdad.pdf

<sup>40</sup> https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm

<sup>41</sup> https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202312.pdf

<sup>42</sup> file:///C:/Users/Class/Downloads/Evolucion-de-la-Banca-01-2024.pdf

<sup>43</sup> https://www.expresso.ec/actualidad/economia/banca-proyecta-entrega-credito-crecera-menor-ritmo-2024-

185113.html#:~:text=El%20cr%C3%A9dito%20se%20siguir%C3%A1%20desacelerando%20en%202024.&text=De%20acuerdo%20con%20la%20publicaci%C3%B3n,3.540%20millones%20de%20d%C3%B3lares%20adicionales.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para enero de 2024, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento anual del 9,1% anual en enero de 2024, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales<sup>44</sup>.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el tercer trimestre de 2023 totalizó USD 1.397,6 millones, cifra superior en 14,47% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.220,9 millones), y en 17,25% respecto al primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos<sup>45</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2023 fueron de USD 154,98 millones; monto superior en un 124,86% al registrado en el tercer trimestre de 2022 (USD 69,11 millones), el rubro más bajo durante el segundo trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador<sup>46</sup>. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte, almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros<sup>47</sup>.

Para noviembre de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.682,12 millones, cifra superior a la reportada en noviembre de 2022, cuando fue de USD 46.373,56 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para noviembre de 2023 fue de USD 29.441,58 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 4.928,11 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de noviembre de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,85% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB<sup>48</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 4.517 millones al 05 de enero de 2024)<sup>49</sup>. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Las RL (Reservas de Liquidez)<sup>50</sup> constituidas alcanzaron USD 1.866 millones al 27 de diciembre de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.516 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 350 millones<sup>51</sup>.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

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

<sup>44</sup> <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

<sup>45</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin85/indice.htm>

<sup>46</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>

<sup>47</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

<sup>48</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

<sup>49</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEMensual/Indices/m2062122023.html>

<sup>50</sup> Los datos de Reservas de Liquidez se presentan en línea con la emisión de la Resolución de la Junta de Política y Regulación Monetaria Nro. JPRM-2023-013-M del 30 de junio de 2023.

<sup>51</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion\\_Ene24.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Ene24.pdf)



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

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

En el año 2012, se crea la línea de producción de cereales, comercializados bajo la marca “Crokitos Cereales”, simultáneamente se lanza al mercado “Samba” (posteriormente cambiada a “Dulzura”), una barra de cereal rellena y recubierta de chocolate. Posteriormente, en 2014 la compañía realiza el lanzamiento de la línea de snacks extruidos de maíz, así como la almohada extruida.

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

**Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo**

Al 31 de diciembre de 2023, el capital suscrito y pagado de la compañía ascendió a USD 966.000,00 dividido en 966.000 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En el siguiente cuadro se evidencia la composición accionarial, en donde se observa que el 100% de las acciones se concentra en una sola persona.

CUADRO 12: ACCIONISTA<sup>52</sup>

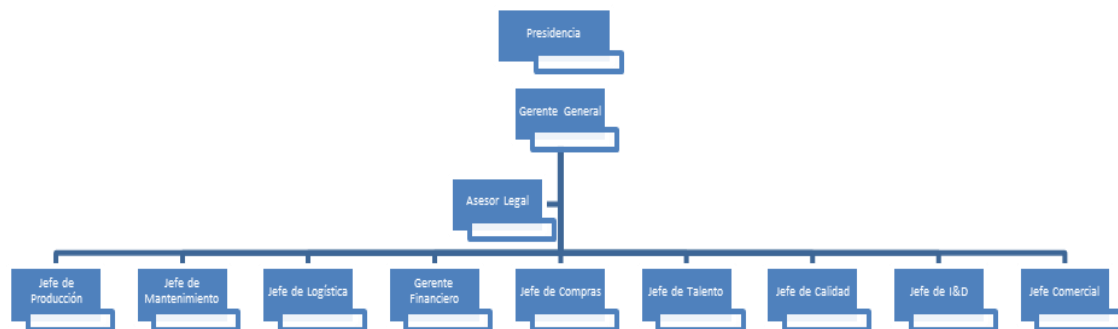
Nombre	Nacionalidad	Capital (USD)	Participación
AGUIRRE TROYA MAX ABEL	ECUATORIANO	966.000,00	100,00%
<b>Total</b>		<b>966.000,00</b>	<b>100,00%</b>

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

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

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

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



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

<sup>52</sup> El accionista de la compañía mantiene una sana independencia respecto de la administración y sus directrices están determinadas en las respectivas juntas de accionistas

La trayectoria y el reconocimiento de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL<sup>53</sup>, en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, aptitud y visión de sus principales ejecutivos, profesionales con amplio conocimiento y experiencia que se han enfocado en la calidad del producto, innovación y tecnología, considerándose dichos lineamientos como una ventaja competitiva en la continuidad del negocio. A continuación se señalan los principales ejecutivos y miembros del directorio.

CUADRO 13: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
PRESIDENTE	MAX ELÍAS AGUIRRE AUAD
GERENTE GENERAL	MAX ABEL AGUIRRE TROYA
GERENTE FINANCIERO	HUGO SANTANA PEREZ
JEFE DE TALENTO HUMANO	HECTOR MORETA

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

## Gobierno Corporativo

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

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

## Empleados

Al 31 de diciembre de 2023, mantiene dentro de su nómina 118 empleados mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de empresa y están distribuidos en diferentes áreas. Es importante mencionar que el 58,47% de los empleados se concentran en las áreas de planta (directas e indirectas). Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones.

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

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

## Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 14: COMPAÑÍAS RELACIONADAS

Nombre	Tipo De Vinculación	Empresa Vinculada	% Participación	Status Legal
Aguirre Troya Max Abel	Propiedad / Administración	Dulcenac S.A. Dulcería Nacional	100,00%	ACTIVA
Aguirre Troya Max Abel	Administración	Aricacorp S.A.	0,00%	ACTIVA
Aguirre Troya Max Abel	Administración	Fortuforest S.A.	0,00%	ACTIVA
Aguirre Troya Max Abel	Propiedad / Administración	Rierpe S.A.	0,13%	ACTIVA
Aguirre Troya Max Abel	Administración	Predial Inmobiliaria Max S.A.	0,00%	ACTIVA
Aguirre Troya Max Abel	Administración	Passarelli S.A.	0,00%	ACTIVA
Aguirre Troya Max Abel	Propiedad	Benvenuti S.A.	1,00%	CANC. DE INSCRIPCIÓN ANOTADA EN RM
Aguirre Troya Max Abel	Propiedad	Ductim S.A.	1,00%	CANC. DE INSCRIPCIÓN ANOTADA EN RM

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

<sup>53</sup> El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

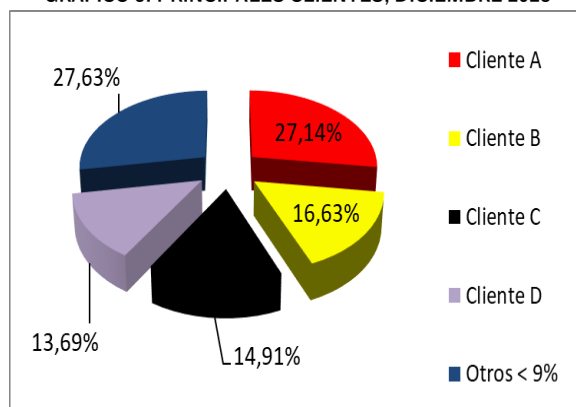
## Otros Aspectos de la Empresa

### Clientes<sup>54</sup>

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

Al 31 de diciembre de 2023, los 4 principales clientes de la compañía registraron una participación del 72,37% sobre el total de ventas generadas, la diferencia corresponde a clientes con una participación individual inferior al 9,00%. Lo antes mencionado evidencia un posible riesgo de concentración en los ingresos de la compañía, no obstante, estos clientes son corporativos y cuentan con una importante presencia y prestigio dentro del mercado nacional como extranjero.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES, DICIEMBRE 2023



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

La compañía reporta que, a diciembre de 2023, cerca del 90,00% de las ventas se realizaron a crédito.

Según lo mencionado en el Informe de Auditoría Externa 2022, la compañía si bien posee un período de crédito entre 90 a 120 días promedio estas son financiadas a través de productos tales como factoring, principalmente con la banca local.

Al 31 de diciembre de 2023, la compañía concentra el 96,23% de la cartera total en la categoría por vencer (75,15%, diciembre 2022), y la diferencia del 3,77% corresponde a cartera vencida (24,85% en 2022), la cual se concentró en el rango de 61 a 90 días. Los resultados mencionados anteriormente presentan una mejor posición frente a diciembre de 2022, determinando la estructura de una cartera sana.

CUADRO 15: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

DETALLE	2021	2022	2023
Por Vencer	97,88%	75,15%	96,23%
Vencida de 1 a 30 días	2,04%	24,85%	1,22%
Vencida de 31 a 60 días	0,08%	0,00%	
Vencida de 61 a 90 días	0,00%	0,00%	2,55%
Vencida más de 91 días	0,00%	0,00%	0,00%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

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

Por otra parte, la cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 27,69% a diciembre de 2023.

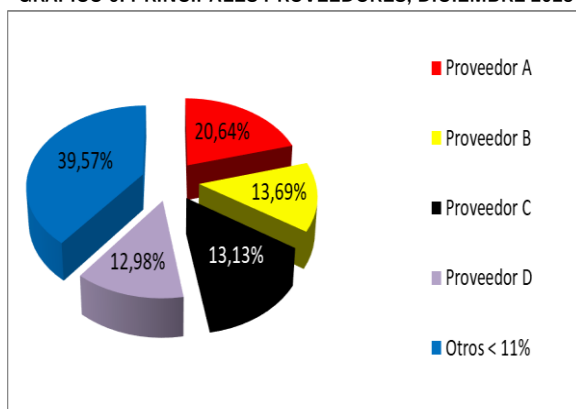
<sup>54</sup> La compañía posee una buena capacidad de negociación con sus clientes.

La compañía menciona que el riesgo por incobrabilidad es bajo, puesto que gran parte de la cartera de clientes son formales y reconocidos en la industria. Sin embargo, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL realiza revisiones regularmente a sus clientes para evaluar su riesgo.

## Proveedores

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL cuenta con un portafolio diversificado de proveedores para diversas materias primas, los cuales cuentan con amplia experiencia en el mercado, mitigando un posible riesgo por concentración. Para diciembre de 2023, los 3 principales proveedores de la compañía representan en conjunto el 47,45% del costo de materia prima e insumos, luego se encuentran proveedores con una participación inferior al 13,00%.

GRÁFICO 6: PRINCIPALES PROVEEDORES, DICIEMBRE 2023



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

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

Finalmente, cabe destacar que a diciembre de 2023, el 50,53% de las cuentas por pagar comerciales corresponde a cartera por vencer; mientras que el restante 49,47% pertenecen a cartera vencida concentrada en su mayoría en el rango comprendido entre 1 a 30 días.

## Política de Precios

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

## Políticas de Inversión

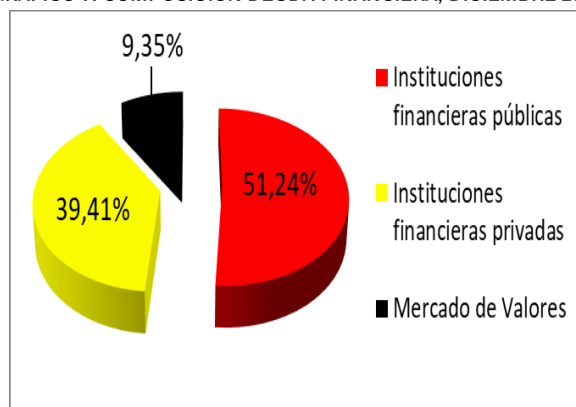
DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, destina principalmente sus inversiones a la adquisición de activos fijos, es así que esta cuenta representó el 58,58% del total de activos a diciembre de 2023 (65,17% en diciembre de 2022).

## Política de Financiamiento

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, ha financiado sus operaciones principalmente con pasivos, es así que al 31 de diciembre de 2023 financiaron el 67,52% de los activos (65,06% de los activos a diciembre de 2022).

Para diciembre de 2023 la deuda con costo financió el 51,00% del total de activos, en donde la deuda de largo plazo lo hizo en un 32,52% de los activos, mientras que la deuda a corto plazo en un 18,48%. El financiamiento ha sido a través de la banca privada, pública y mercado de valores.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA, DICIEMBRE 2023



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

## Responsabilidad Social

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

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

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

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

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

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

## Riesgo Legal

De acuerdo con los datos disponibles en la página web de la Función Judicial, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, al 31 de diciembre de 2023, figura como actor ofendido en un caso de incumplimiento de contrato. Por otro lado, en calidad de actor demandado, la empresa está involucrada en 5 procesos legales. Es importante indicar que de acuerdo a lo indicado por la Administración dicho proceso no compromete la normal operación de la empresa.

## Liquidez de los títulos

La Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, todavía no cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de estos títulos, misma que será analizada en la siguiente revisión.

Al 31 de diciembre de 2023, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL registra las siguientes emisiones vigentes:



CUADRO 16: EMISIONES VIGENTES

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

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

## Presencia Bursátil

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

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

Según lo informado por la Bolsa de Valores, durante el semestre de julio a diciembre de 2023, no se produjeron negociaciones en el mercado primario y secundario, para los valores de la emisión de obligaciones sujeta a calificación en el presente informe; en consecuencia, la presencia bursátil fue de 0%.

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

## Hechos Relevantes

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

## Situación del Sector

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

La industria de alimentos y bebidas ha sido durante mucho tiempo uno de los sectores más grandes y fundamentales de la economía global. Para aquellos que lideran esta industria, se presenta una vasta oportunidad de crecimiento; sin embargo, este crecimiento conlleva riesgos que pueden impactar negativamente en las operaciones, la rentabilidad y la reputación.<sup>55</sup>

En tal sentido, se espera que las innovaciones en la fabricación de alimentos y bebidas continúen transformando la industria, con un enfoque en la sostenibilidad, la seguridad alimentaria y la experiencia del consumidor.<sup>56</sup>

La fabricación de alimentos y bebidas ha experimentado una revolución tecnológica, las nuevas máquinas y procesos de producción no solo han aumentado la eficiencia, sino que también han mejorado la calidad de los

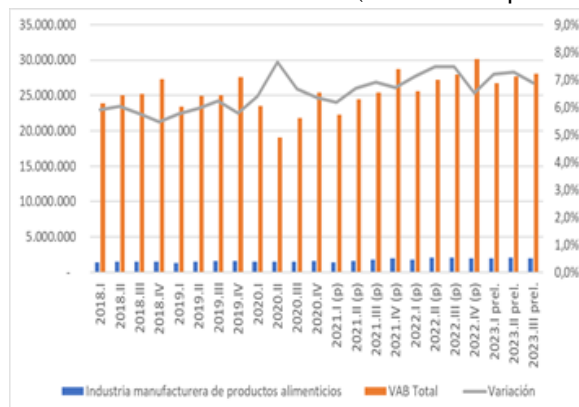
<sup>55</sup> <https://alimentosecuador.com/2024/01/09/10-riesgos-comunes-en-la-industria-de-alimentos-y-bebidas/>

<sup>56</sup> <https://thefoodtech.com/tecnologia-de-los-alimentos/confia-en-el-proceso-innovaciones-en-la-fabricacion-de-alimentos-y-bebidas-para-2024/>

productos. Además, las tecnologías como la inteligencia artificial y el aprendizaje automático están optimizando las cadenas de suministro y la gestión de inventarios, asegurando una producción más precisa y menos desperdicio.

Un ejemplo notable es la implementación de sistemas de IoT (Internet de las Cosas) en la monitorización de las condiciones de almacenamiento, lo que garantiza la frescura y calidad de los alimentos durante su transporte y almacenaje, estos sistemas permiten un control riguroso de la temperatura y humedad, cruciales para conservar las propiedades de los productos.<sup>57</sup>

GRÁFICO 8: VAB TOTAL MANUFACTURA (III Trimestre 23 preliminar)<sup>58</sup>



Fuente: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR / Elaboración: Class International Rating S.A.

El último Índice de Expectativas de la Economía (IEE) Global registró 55,3 puntos en noviembre de 2023, lo que significó 1,4 puntos menos que el mes anterior, sin embargo, la confianza empresarial continúa en un nivel optimista.<sup>59</sup>

El sector de la manufactura presentó una menor confianza en noviembre de 2023, alcanzando un índice de 47,3 puntos, lo que significa que los empresarios se mostraron pesimistas con respecto a la evolución de su sector.

Las expectativas con respecto a la evolución del sector son positivas, es así que, para diciembre de 2023, el 26,8% de los empresarios consideraron que sus negocios mejorarán, en tanto que, el 65,4% y 7,8% restante mencionaron que la situación se mantendrá y empeorará, en su orden.<sup>60</sup>

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

El maíz es un cultivo importante en Ecuador, con un área promedio de siembra anual de 250 mil hectáreas de maíz amarillo y una producción anual de aproximadamente 1,5 millones de toneladas. En la actualidad, la producción nacional está orientada principalmente a los tipos duro y suave de color amarillo, el rendimiento promedio del maíz amarillo duro, considerando dos ciclos de siembra, fue de 5.76 t/ha.<sup>61</sup>

El maíz en Ecuador se produce en las provincias de Los Ríos, Esmeraldas, Guayas y Loja y se utiliza para una variedad de propósitos, incluyendo alimentos, forraje, bebidas y productos industriales.<sup>62</sup>

Es por tal motivo que los integrantes del Consejo consultivo de la cadena de maíz amarillo, junto con el Ministerio de Agricultura y Ganadería de Ecuador informaron que se acordó la importación de 91 mil 566 toneladas de maíz amarillo duro, para el consumo nacional durante los primeros meses de 2024. La importación autorizada

<sup>57</sup> <https://thefoodtech.com/tecnologia-de-los-alimentos/confia-en-el-proceso-innovaciones-en-la-fabricacion-de-alimentos-y-bebidas-para-2024/>

<sup>58</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/ix\\_cuentasnacionalestrimestrales.html#](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/ix_cuentasnacionalestrimestrales.html#)

<sup>59</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202311.html>

<sup>60</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/iee202311.html>

<sup>61</sup> <https://www.yara.com.ec/nutricion-vegetal/maiz/informacion-de-mercado/>

<sup>62</sup> <https://www.yara.com.ec/nutricion-vegetal/maiz/informacion-de-mercado/>

representa una disminución de 74.537 toneladas con respecto al año pasado, cuando se autorizó el ingreso de 166.103 toneladas del grano para cubrir la demanda del país.<sup>63</sup>

El maíz es considerado un commodity y su precio ha sido volátil en los últimos años. Es así que para diciembre de 2022, el precio del maíz creció de manera importante, llegando a USD 302 por tonelada métrica (+14,25% frente a 2021), mientras que para noviembre de 2023 se sitúa en USD 211 por tonelada métrica (-51,90% frente a 2022).<sup>64</sup>

En cuanto al trigo es una de las materias primas más demandadas por el mercado; se ubica en el segundo lugar de los cereales más consumidos en el mundo. Es un cereal bastante completo. Con el trigo podemos producir harinas blancas e integrales, pastas, panes, germen, salvado, galletas y otros alimentos.<sup>65</sup>

El precio de trigo ha presentado también un comportamiento variable, generando que al cierre del año 2022 el precio cierre en USD 386 por tonelada métrica, con un leve crecimiento del 2,53% frente al año previo. A noviembre de 2023 el precio disminuye a USD 284 por tonelada métrica<sup>66</sup>. Los precios internacionales del trigo disminuyeron al comenzar la cosecha en los países del hemisferio norte. La abundancia de suministros en la Federación de Rusia y la mejora de las condiciones de los cultivos en los Estados Unidos de América, repercutieron en una presión a la baja sobre los precios.

El índice de precios de los cereales de la FAO registró en diciembre un promedio de 122,8 puntos, esto es, 1,8 puntos (un 1,5 %) más que en noviembre, pero aun así se encuentra 24,4 puntos (un 16,6 %) por debajo del valor registrado en diciembre de 2022. Tras caer durante cuatro meses consecutivos, los precios de exportación del trigo aumentaron en diciembre, a raíz de perturbaciones logísticas relacionadas con las condiciones meteorológicas en algunos de los principales países exportadores y de las tensiones en el Mar Negro en un contexto de sólida demanda. Los precios mundiales del maíz también se incrementaron en diciembre, a causa de la preocupación por la siembra de la segunda cosecha en el Brasil y las limitaciones logísticas que obstaculizan los envíos desde Ucrania.<sup>67</sup>

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

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

## Expectativas

Mirando hacia el futuro, se espera que la industria de alimentos y bebidas continúe su camino hacia la automatización y la sostenibilidad y que las tendencias apuntan a una mayor personalización de productos, adaptándose a las necesidades dietéticas y preferencias de los consumidores.<sup>68</sup>

En un mundo donde la innovación y la tecnología avanzan a pasos agigantados, la industria de alimentos y bebidas no se queda atrás, el año 2024 marca un hito en esta evolución, presentando avances significativos en procesos de fabricación, envasado y distribución.<sup>69</sup>

<sup>63</sup> <https://colombiagrícola.com/2024/01/11/ecuador-reduce-importacion-de-maiz-amarillo-para-2024/>

<sup>64</sup> <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=maiz&meses=60&mercancia=maiz>

<sup>65</sup> <https://modernaalimentos.com.ec/alimentos-nobles/>

<sup>66</sup> <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=maiz&meses=60&mercancia=trigo>

<sup>67</sup> <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/es/>

<sup>68</sup> <https://thefoodtech.com/tecnologia-de-los-alimentos/confia-en-el-proceso-innovaciones-en-la-fabricacion-de-alimentos-y-bebidas-para-2024/>

<sup>69</sup> <https://thefoodtech.com/tecnologia-de-los-alimentos/confia-en-el-proceso-innovaciones-en-la-fabricacion-de-alimentos-y-bebidas-para-2024/>

Las expectativas de que la producción mundial de maíz aumente en casi 64 millones. Los aumentos de la oferta de los productores clave han compensado con creces las preocupaciones sobre el suministro de exportación desde Ucrania. Mientras tanto, la debilidad de los precios significa que la demanda mundial debería repuntar algo más de un 3% en 2024.<sup>70</sup>

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

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

## Posición Competitiva de la Empresa

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

DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL posee una participación aproximada del 20% en el mercado en el que se desenvuelve, dentro del cual se destacan sus dos principales competidores, Nestlé y Kellogs. Es importante mencionar que la compañía cuenta con varias ventajas competitivas que le permiten ganar relevancia respecto a sus competidores:

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

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

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

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

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

<sup>70</sup> <https://www.merca2.es/2023/12/07/trigo-soja-maiz-2024-tensiones-1505612/>

CUADRO 17: FODA

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

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

## Riesgo operacional

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

Uno de los riesgos con mayor impacto sobre la operación de la compañía es el desabastecimiento de materia prima, sin embargo, la empresa indica tener un abastecimiento continuo y en las cantidades necesarias de materia prima para tener a disposición de los clientes la cantidad de productos demandados.

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

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

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

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



## Riesgo Financiero

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

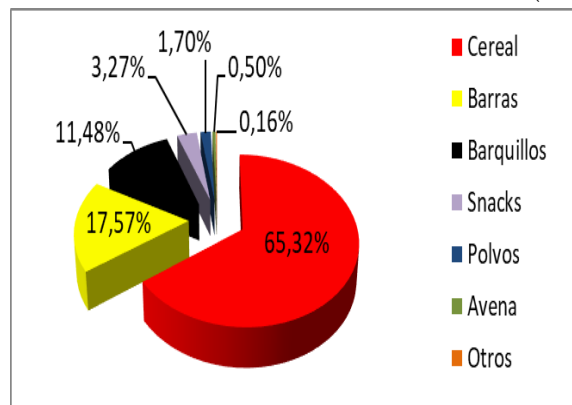
## Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 4,19 millones en 2020 a USD 9,89 millones en diciembre de 2022 y USD 10,19 millones en diciembre de 2023. Este comportamiento se relaciona principalmente con la estrategia de expansión que ha implementado la compañía con el objetivo de ganar una mayor penetración en su mercado objetivo. Así mismo, obedece al incremento en volumen de ventas en la línea de “cereal” y “barras”, principalmente durante el año 2023.

A diciembre de 2023, la distribución de ingresos por línea de negocio se concentró en la línea de “cereal” con el 65,32% del total de ingresos (66,23% en diciembre de 2022), seguida de lejos por “barras” con el 17,57% (17,16%, diciembre 2022) y “barquillos” con el 11,48% (11,04%, diciembre 2022).

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

GRÁFICO 9: DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS POR LÍNEAS DE NEGOCIO (DICIEMBRE 2023)



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

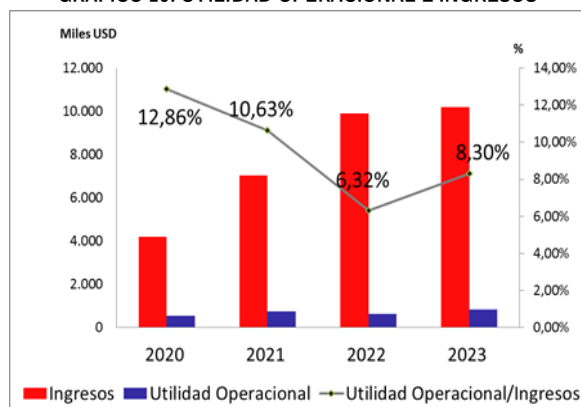
Los costos de ventas, compuestos principalmente por costos de bienes no producidos por la entidad, costos de materias primas, productos terminados y en proceso, presentaron una tendencia creciente en su representación sobre los ingresos, desde un 64,15% de los ingresos en el año 2021 a un 70,68% en 2022, como consecuencia de la expansión que ha experimentado la operación de la compañía. Para diciembre de 2023, los costos de ventas continúan esta tendencia, aumentando su participación sobre los ingresos en comparación con el año 2022, llegando a representar el 71,05%.

Como consecuencia de lo anterior expuesto, el margen bruto experimentó una disminución, pasando de 35,85% de los ingresos en 2021 a 29,32% de los ingresos en diciembre de 2022. Para diciembre de 2023, el margen bruto se redujo ligeramente, alcanzando un 28,95% de los ingresos.

Los gastos operativos que estuvieron conformados principalmente por movilización y transporte, convenios comerciales, gastos de personal, entre otros, mostraron una tendencia decreciente en su representación sobre los ingresos, pasando de representar un 25,23% de los ingresos en el año 2021, 23,00% al cierre del año 2022 y 20,65% en diciembre de 2023, como efecto de un mejor manejo de sus recursos.

Durante los períodos analizados los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, lo que le permitió generar un margen operativo positivo, que representó el 12,86% en el año 2020, 10,63% de los ingresos en 2021, 6,32% en diciembre de 2022 y 8,30% en diciembre de 2023, en este último corte el margen operacional se fortalece gracias a una mejor administración de sus gastos.

GRÁFICO 10: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

Los gastos financieros que se derivan de los intereses financieros, descuento por pronto pago y comisiones financieras, representaron el 5,31% de los ingresos en 2021 y un 5,05% en 2022. Para diciembre de 2023 los gastos financieros se incrementan levemente hasta significar el 5,16% de los ingresos.

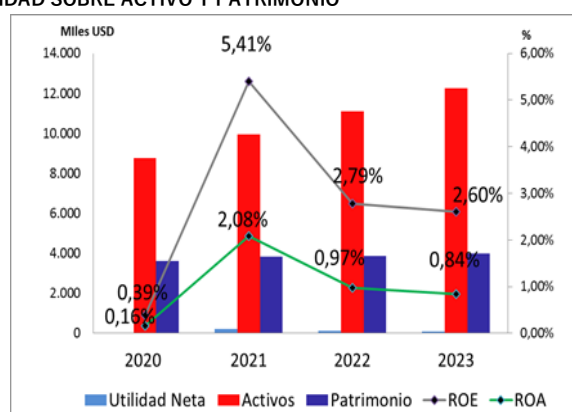
Luego de deducir los rubros de gastos financieros, otros ingresos no operacionales y los respectivos impuestos, la compañía generó resultados positivos al final de cada período, generando un margen neto que significó un 2,94% de los ingresos en 2021 y 1,09% de los ingresos en 2022 (1,02% en diciembre de 2023).

## Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

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

CUADRO 18, GRÁFICO 11: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2020	2021	2022	2023
ROA	0,16%	2,08%	0,97%	0,84%
ROE	0,39%	5,41%	2,79%	2,60%



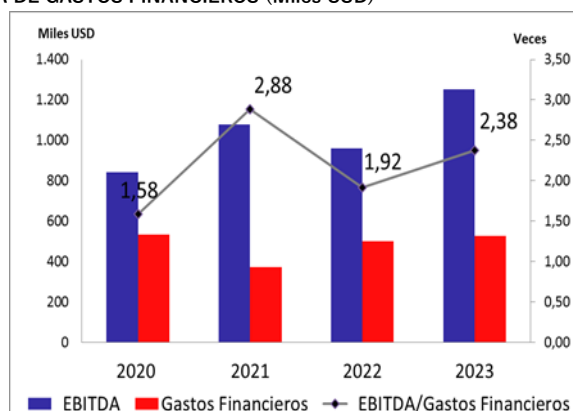
Fuente: DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento decreciente entre el 2020 y 2022, su peso sobre los ingresos pasó de 20,16% a 9,70% respectivamente. Para diciembre 2023, gracias a que el margen operacional registra una mejor posición el, El EBITDA (acumulado) se fortalece significando el 12,29% de los ingresos. Los resultados mencionados evidencian que, la generación de recursos propios de la compañía fue

suficiente para su normal desenvolvimiento; El EBITDA (acumulado) brindó a los gastos financieros una cobertura aceptable en todos los cortes analizados, siempre superior a la unidad.

CUADRO 19, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
EBITDA	844	1.077	959	1.252
Gastos Financieros	532	374	500	526
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,58	2,88	1,92	2,38



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

## Capital Adecuado Activos

Los activos totales de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL presentaron un comportamiento creciente durante todo el periodo analizado, pues pasaron de USD 8,76 millones en el 2020 a USD 11,09 millones a diciembre de 2022 y USD 12,25 millones en diciembre de 2023, como efecto de un incremento en cuentas por cobrar clientes<sup>71</sup> e inventarios.

En cuanto a su estructura, los activos de la empresa que presentan una mayor participación son aquellos de tipo no corriente, mismos que representaron en promedio (2020-2022) el 71,06% del activo total y 61,58% en diciembre de 2023, siendo su principal rubro para este último periodo Propiedad, planta y equipo neto que representó el 58,58% del total de activos (65,17% en el año 2022), seguido de lejos por activos intangibles (marcas y licencias) con el 1,83% (1,98% en diciembre de 2022).

Los activos corrientes por su lado significaron en promedio el 28,94% del total de activos durante el período 2020-2022 y 38,42% para diciembre de 2023, siendo su cuenta más relevante inventarios (constituidos por suministros y materiales, producto terminado, materia prima, productos en proceso y mercadería en tránsito) con una participación del 20,39% de los activos a diciembre de 2023 (18,61% en diciembre de 2022), luego se encuentra cuentas por cobrar clientes y activos por impuestos corrientes con el 9,99% y 3,20%, respectivamente (6,26% y 1,59% en 2022).

## Pasivos

Los pasivos totales presentaron un comportamiento creciente sobre el financiamiento de los activos, pues pasaron de financiar un 61,52% de los activos en 2021 a un 65,06% en 2022 y 67,52% a diciembre de 2023, comportamiento generado en este último período por el incremento en cuentas por pagar a proveedores<sup>72</sup> y en su deuda con costo de largo plazo.

La estructura de los pasivos estuvo conformada mayormente por aquellos de tipo no corriente, sin embargo para diciembre de 2023 este rubro fue menor que el del pasivo corriente, por lo cual representó en promedio (2020-2022) el 34,18% del total de activos, mientras que para diciembre de 2023 su financiamiento fue del 32,78%, conformado casi en su totalidad por obligaciones financieras de largo plazo que financiaron el 32,52% de los activos (33,92% a diciembre de 2022).

<sup>71</sup> Las cuentas por cobrar no generan intereses y poseen un periodo de crédito de 90 a 120 días promedio.

<sup>72</sup> Se registra un crecimiento importante del 103,43% frente a diciembre de 2022, comportamiento relacionado con un aumento en el stock de la compañía, puesto que la línea de "barras" es un producto de temporada cuyas facturaciones inician durante el segundo semestre de cada año.

Por su parte, los pasivos corrientes, mantuvieron una participación promedio de 27,57% frente al activo total durante el periodo comprendido entre los años 2020 y 2022, mientras que, a diciembre de 2023, fue de 34,74% de los activos, en donde su cuenta más representativa fue cuentas por pagar proveedores locales y del exterior con el 14,63% en diciembre de 2023 (7,94% en diciembre de 2022), seguida de obligaciones con instituciones financieras de corto plazo con el 13,73% (21,45% en 2022).

A diciembre de 2023, la deuda con costo de corto y largo plazo financió el 51,00% de los activos totales (55,37% a diciembre de 2022), misma que estuvo conformada por obligaciones con instituciones financieras públicas y privadas. Finalmente, se debe indicar que a diciembre de 2023, la participación de la deuda financiera frente al pasivo y al patrimonio fue de 75,54% y 157,04%, respectivamente.

## Patrimonio

El patrimonio de la empresa por su parte financió el 38,48% de los activos en 2021, el 34,94% en diciembre de 2022 y el 32,48% en diciembre de 2023, determinando que su cuenta más representativa para este último período fue superávit por revaluación de propiedades, misma que fondeo el 17,37% de los activos en diciembre de 2023 (19,19% al cierre de 2022).

Por su parte, el capital social a lo largo del período analizado se mantuvo constante en términos monetarios con un valor de USD 0,97 millones, no obstante, su representación sobre el total de activos fue variable y financió el 7,89% de los activos en diciembre de 2023 (8,71% en diciembre de 2022).

Es importante mencionar que la compañía mantiene aportes para futuras capitalizaciones por un monto de USD 0,38 millones desde el año 2020 hasta diciembre de 2023, sin que se haya concretado su capitalización. Su representación sobre los activos a diciembre de 2023 fue de 3,10% (3,43%, diciembre 2022).

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

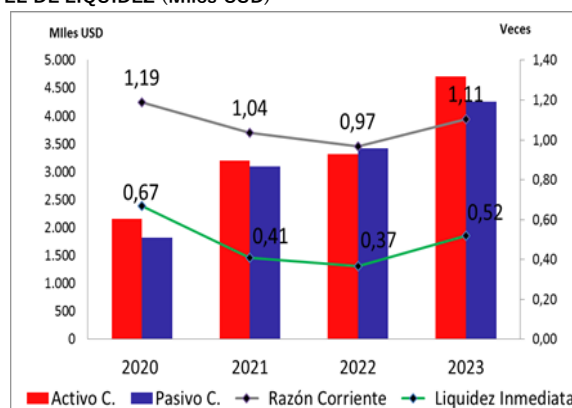
Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

## Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad (excepto en 2022), con lo cual la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo, además reflejó la inexistencia de recursos ociosos. Lo mencionado conllevó a que su capital de trabajo sea positivo mismo que significó el 3,68% de los activos totales en diciembre de 2023.

CUADRO 20, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	2.162	3.206	3.314	4.705
Pasivo Corriente	1.818	3.092	3.420	4.254
Razón Circulante (veces)	1,19	1,04	0,97	1,11
Liquidez Inmediata (veces)	0,67	0,41	0,37	0,52



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

## Indicadores de Eficiencia

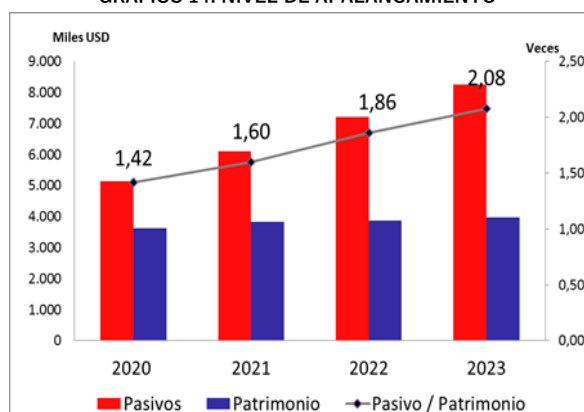
DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL presentó un periodo de cobros de 43 días al cierre de 2023, lo que determinó que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente. Por otra parte, el plazo para pagar a sus proveedores fue de 90 días, resultado que evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo que muestra en el pago a sus proveedores hubo un calce de 47 días. En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que éste registró una rotación en bodega de 126 días a diciembre de 2023.

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo del periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 79 días para el 2023, lo que demuestra que la compañía debe recurrir a otras fuentes de financiamiento a aparte de sus proveedores para financiar su operación.

## Indicadores de Endeudamiento Solvencia y Solidez

El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio) resalta la importancia del financiamiento a través de recursos de terceros, el mismo que pasó de 1,86 veces en diciembre de 2022 a 2,08 veces en diciembre de 2023.

GRÁFICO 14: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social, pasó de 6,33 veces en 2021 a 7,47 veces en 2022 y 8,56 veces en diciembre de 2023. Estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas, valor que depende en alto grado de la representación que el capital social tiene dentro de la estructura del patrimonio.

El indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) se ubicó en 7,52 años al cierre de 2022 y 6,60 años a diciembre de 2023, determinando que los recursos propios de la compañía permitirían cancelar el total de sus obligaciones en dicho periodo de tiempo. Por otro lado, el indicador que relaciona la deuda financiera/EBITDA (anualizado) se ubicó en 6,40 años al cierre de 2022, mientras que para diciembre de 2023 fue 4,99 años, cifra que refleja el tiempo en que la compañía podría cancelar la totalidad de su deuda financiera con recursos de su operación.

## Contingentes

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL registra una operación como codeudor, cuyo monto representa el 4,39% a diciembre de 2023 de los activos totales de la compañía.

## Liquidez de los instrumentos

### **Situación del Mercado Bursátil<sup>73</sup>**

Hasta el 28 de enero de 2024, el Mercado de Valores autorizó 85 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 50 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 35 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 640,50 millones, valor que representó 41,33% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.549,58 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 27,24%, mientras que las titularizaciones representaron el 31,43%.

<sup>73</sup> <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>



## ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2020	2021	2022	2023
<b>ACTIVO</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	113	220	279	372
Cuentas por cobrar Clientes y Relacionados	524	834	694	1.224
Provisión cuentas incobrables	(14)	(11)	(11)	(11)
Inventarios	948	1.946	2.064	2.497
Otras cuentas por cobrar	102	89	74	41
Otros Activos Corrientes	489	128	214	583
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>2.162</b>	<b>3.206</b>	<b>3.314</b>	<b>4.705</b>
Propiedad, planta y equipo neto	6.271	6.367	7.226	7.174
Otros Activos No Corrientes	321	370	548	368
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>6.592</b>	<b>6.737</b>	<b>7.774</b>	<b>7.542</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>8.755</b>	<b>9.944</b>	<b>11.088</b>	<b>12.247</b>
<b>PASIVOS</b>				
Obligaciones financieras	1.131	1.637	2.378	1.682
Proveedores locales y del exterior	531	1.198	881	1.792
Otros Pasivos Corrientes	156	257	161	199
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>1.818</b>	<b>3.092</b>	<b>3.420</b>	<b>4.254</b>
Obligaciones financieras LP	3.285	2.994	3.761	3.983
Otros Pasivos No Corrientes	32	32	32	32
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>3.317</b>	<b>3.026</b>	<b>3.794</b>	<b>4.015</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>4.416</b>	<b>4.631</b>	<b>6.139</b>	<b>6.246</b>
Deuda Financiera C/P	1.131	1.637	2.378	2.264
Deuda Financiera L/P	3.285	2.994	3.761	3.983
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>5.135</b>	<b>6.118</b>	<b>7.214</b>	<b>8.269</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital Social	966	966	966	966
Reservas (legal y facultativa)	42	42	42	42
Superávit por revaluación de propiedades	2.172	2.172	2.127	2.127
Aportes para futuras capitalizaciones	380	380	380	380
Utilidades acumuladas	45	59	251	359
Utilidades del ejercicio	14	207	108	103
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.619</b>	<b>3.826</b>	<b>3.874</b>	<b>3.978</b>

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

## ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2020	2021	2022	2023
Ventas	4.186	7.041	9.887	10.194
Costo de ventas	2.532	4.516	6.988	7.243
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.653</b>	<b>2.524</b>	<b>2.899</b>	<b>2.951</b>
Total Gastos Operacionales	1.115	1.776	2.274	2.105
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>538</b>	<b>748</b>	<b>625</b>	<b>846</b>
Gastos Financieros	532	374	500	526
Otros ingresos no operacionales	17	6	45	-
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>23</b>	<b>381</b>	<b>170</b>	<b>103</b>
Participaciones	3	57	26	-
Impuesto a la Renta	6	117	37	-
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>14</b>	<b>207</b>	<b>108</b>	<b>103</b>

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

### ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	2023
Gastos Operacionales / Ingresos	26,64%	25,23%	23,00%	20,65%
Utilidad Operacional / Ingresos	12,86%	10,63%	6,32%	8,30%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,33%	2,94%	1,09%	1,02%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	3841,76%	361,70%	578,73%	817,64%
Utilidad / capital permanente	0,33%	5,17%	2,26%	2,07%
Utilidad Operativa / capital permanente	12,54%	18,70%	13,09%	16,95%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	121,54%	3,10%	41,97%	-209,08%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	3799,39%	180,60%	462,92%	508,56%
<b>Rentabilidad</b>				
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,39%	5,41%	2,79%	2,60%
Rentabilidad sobre Activos	0,16%	2,08%	0,97%	0,84%
Utilidad operacional / activos operacionales	6,86%	8,00%	6,09%	7,52%
Resultados operativos medidos / activos totales	6,15%	7,52%	5,63%	6,91%
<b>Liquidez</b>				
Razón Corriente	1,19	1,04	0,97	1,11
Liquidez Inmediata	0,67	0,41	0,37	0,52
Capital de Trabajo	344	115	-106	451
Capital de Trabajo / Activos Totales	3,93%	1,15%	-0,95%	3,68%
<b>Cobertura</b>				
EBITDA	844	1.077	959	1.252
EBITDA anualizado	844	1.077	959	1.252
Ingresos	4.186	7.041	9.887	10.194
Gastos Financieros	532	374	500	526
EBITDA / Ingresos	20,16%	15,30%	9,70%	12,29%
EBITDA/Gastos Financieros	1,58	2,88	1,92	2,38
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,12	0,16	0,10	0,14
EBITDA / Deuda total	0,19	0,23	0,16	0,20
Flujo libre de caja / deuda total	0,03	0,05	0,05	0,08
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,84	2,78	0,80	31,80
Gastos de Capital / Depreciación	0,97	1,33	3,57	0,10
<b>Solvencia</b>				
Pasivo Total / Patrimonio	1,42	1,60	1,86	2,08
Activo Total / Capital Social	9,06	10,29	11,48	12,68
Pasivo Total / Capital Social	5,32	6,33	7,47	8,56
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	5,23	4,30	6,40	4,99
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	6,09	5,68	7,52	6,60
Deuda Financiera / Pasivo	86,00%	75,70%	85,11%	75,54%
Deuda Financiera / Patrimonio	122,01%	121,03%	158,47%	157,04%
Pasivo Total / Activo Total	58,66%	61,52%	65,06%	67,52%
Capital Social / Activo Total	11,03%	9,71%	8,71%	7,89%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	25,62%	35,36%	38,73%	36,24%
<b>Solidez</b>				
Patrimonio Total / Activo Total	41,34%	38,48%	34,94%	32,48%
<b>Eficiencia</b>				
Periodo de Cobros (días)	44	43	25	43
Duración de Existencias (días)	137	157	108	126
Plazo de Proveedores	77	97	46	90

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

ANEXO IV: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO (USD)

Cuenta	2023	2024	2025	2026	2027
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo y equivalentes al efectivo	156.422	267.649	154.868	235.838	145.260
Cuentas por cobrar clientes, neto	1.199.048	1.512.150	1.875.032	1.903.158	1.931.705
Otras cuentas por cobrar	164.413	207.345	257.103	260.960	264.874
Activos por impuestos corrientes	157.590	340.963	182.550	225.449	216.757
Inventarios	2.815.931	3.551.241	4.403.460	4.469.512	4.536.555
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4.493.404</b>	<b>5.879.348</b>	<b>6.873.014</b>	<b>7.094.916</b>	<b>7.095.151</b>
Propiedad, Maq y Equipos	11.468.464	12.041.887	12.523.562	13.024.505	13.545.485
Depreciación Acumulada	-3.140.906	-3.554.999	-3.985.656	-4.433.539	-4.899.337
Otros Activos	389.132	462.320	549.273	652.580	775.318
Impuestos Diferidos	204.117	194.906	203.810	197.330	194.297
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>8.920.806</b>	<b>9.144.113</b>	<b>9.290.989</b>	<b>9.440.876</b>	<b>9.615.762</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>13.414.210</b>	<b>15.023.461</b>	<b>16.164.003</b>	<b>16.535.792</b>	<b>16.710.913</b>
<b>PASIVOS</b>					
Obligaciones con Instituciones Financieras C/P	1.951.225	2.352.170	2.678.882	2.807.764	2.800.265
Emisión de Obligaciones porción C/P	291.667	291.667	291.667	125.000	-
Papel Comercial	700.000	700.000	-	-	-
Cuentas por pagar	1.497.056	1.850.532	2.284.156	2.178.047	2.210.718
Otros pasivos corrientes	110.709	146.396	376.545	283.605	80.126
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>4.550.657</b>	<b>5.340.764</b>	<b>5.631.250</b>	<b>5.394.416</b>	<b>5.091.109</b>
Obligaciones con Instituciones Financieras L/P	4.117.153	4.963.162	5.652.536	5.924.481	5.908.658
Emisión de Obligaciones porción L/P	708.333	416.667	125.000	-	-
Obligaciones Patronales	32.187	32.187	32.187	32.187	32.187
<b>TOTAL PASIVO LARGO PLAZO</b>	<b>4.857.673</b>	<b>5.412.015</b>	<b>5.809.723</b>	<b>5.956.668</b>	<b>5.940.845</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>9.408.330</b>	<b>10.752.780</b>	<b>11.440.973</b>	<b>11.351.085</b>	<b>11.031.954</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital social	1.346.147	1.346.147	1.346.147	1.346.147	1.346.147
Reserva legal	2.180.216	2.193.388	2.219.868	2.265.103	2.311.271
Resultados acumulados	347.800	466.345	704.666	1.111.780	1.527.290
Resultado del ejercicio actual	131.717	264.802	452.349	461.678	494.251
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>4.005.880</b>	<b>4.270.682</b>	<b>4.723.030</b>	<b>5.184.708</b>	<b>5.678.959</b>

Fuente: Estructurador Financiero / Elaboración: Class International Rating