

**CALIFICACIÓN:**

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

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

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

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

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

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

**CONTACTO**

**Mariana Ávila**  
Gerente de Análisis  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

**Hernán López**  
Gerente General  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Primer Programa de Papel Comercial de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC en comité No. 316-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 12 de noviembre de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2018, 2019 y 2020, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha septiembre de 2021, aprobada por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 05 de noviembre de 2021 por hasta USD 750.000,00.

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector manufacturero es el principal sector de la economía, con mayores aportaciones al PIB total del Ecuador. Ha existido mucho incentivo gubernamental para el desarrollo de este sector y del mercado al que se dirige. Durante 2021 el plan de vacunación avanzó a un ritmo acelerado y ha incentivado el proceso de reactivación económica, con menores trabas a la circulación y una menor limitación en los años. Se espera un mayor dinamismo del sector en lo que queda de 2021 y para periodos futuros, atado también a la recuperación de la actividad en otras industrias y actividades económicas.
- FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC es reconocida como marca familiar y de tradición que se remonta a la década de los años 20 en la fabricación y comercialización de agua embotellada en diversas presentaciones. El sector donde desarrolla sus actividades mantiene una fuerte competencia y por el control de uno de sus competidores, mantiene una cuota marginal. La empresa se encuentra en constante innovación y desarrollo de nuevos productos, el principal canal de distribución son las cadenas de supermercados.
- Actualmente, la empresa no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo definidas en los estatutos, sin embargo, cuenta con una Junta de Accionistas, que gobierna la compañía; una Plana Gerencial idónea que ejecuta las decisiones de la Junta; y una estructura adecuada, que le ha permitido consolidarse como una marca reconocida dentro del mercado de bebidas. En la estrategia de institucionalidad, se encuentra una reingeniería de estatutos, institucionalización de toma de decisiones y la profesionalización de la estructura empresarial de acuerdo con lineamientos de Gobierno Corporativo.
- En el caso de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, el índice de liquidez se ha ubicado por debajo de la unidad en el periodo de estudio, manteniendo un valor promedio de 0,80 veces, situación que se mantiene en septiembre 2021 (0,85 veces) este comportamiento se atribuye a la mayor participación que mantiene el activo de largo plazo y el financiamiento que proviene más de fondeo a corto plazo. Es importante considerar, que el emisor se mantiene al día con el pago de sus obligaciones financieras y agentes de control.
- Los ingresos de la compañía provienen de la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas que provienen de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicados en Latacunga. Desde un enfoque por líneas de producción, la de mayor representatividad es la venta de agua mineral sin gas con un 56% de participación sobre las ventas reportadas en el 2020. Ante situaciones de estrés la empresa mantiene una posición conservadora con la finalidad de precautelar la liquidez, a pesar de la reducción de ingresos en el 2020 el cambio estructural y la optimización de recursos contribuyó a mantener resultados positivos incluso mayor a los reportados en el 2019.
- Las principales alternativas externas de financiamiento de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC lo constituyen las obligaciones con entidades financieras y los proveedores. El patrimonio, como fuente de fondeo, ha ganado importancia a lo largo de los años por los resultados que ha generado la empresa y las revaluaciones de activos. La emisión en estudio servirá para incrementar el capital de trabajo alineado al plan estratégico que mantiene la empresa.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y establece mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda financiera / Patrimonio no mayor a 1.75 veces.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía provienen de la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas que provienen de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicados en Latacunga. Durante el 2018 y 2019 las ventas mantuvieron un comportamiento creciente, consistente con la evolución del sector al que pertenece y de la propia empresa, al pasar de USD 1,84 millones a USD 1,91 millones, mientras que para el cierre del 2020 se evidenció una leve reducción del 0,71% (USD -13,52 mil) producto de las condiciones de mercado en general a causa del COVID-19. FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC venía efectuando reestructuraciones en lo altos mandos con el objetivo de mejorar los procesos, optimizar los recursos, y enfocándose en una apertura a otros canales de distribución, aspectos que ayudaron a la empresa en periodos de estrés. Para septiembre de 2021, se evidencia una recuperación de los ingresos a nivel interanual al registrar un incremento del 10% (USD 1,50 millones).

La principal fuente de ingresos de la empresa es la venta de agua mineral sin gas, seguido de agua mineral PET (USD 571,51 mil), agua mineral de vidrio (USD 355,05 mil) y en una menor participación se encuentra la venta de gaseosa, refrescos y otros productos con valor agregado como la bebida mineral con colágeno. El mercado donde desempeña sus operaciones FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, es un mercado muy competitivo por lo que la innovación, cambio de imagen y demás adaptaciones a las tendencias es de vital importancia.

En cuanto al costo de ventas, este mantiene un comportamiento alineado a la evolución de los ingresos, sin embargo, al considerar la participación de los costos para los ingresos se aprecia una reducción pasando de 57,69% en 2018 a 56,14% en el 2020 lo que se atribuye a las estrategias aplicadas en la optimización de recursos, para septiembre 2021, este indicador se ubicó en 59,98% presentando un incremento en relación con el histórico y que se atribuye al aumento de los precios del plástico. Por otra parte, los gastos operativos se componen por gastos administrativos y gastos de ventas, y se concentran principalmente en sueldos y beneficios sociales, gastos de promoción, mantenimiento, materiales, suministros y otros gastos generales. La compañía cuenta con una estructura de gastos operativos que varía en función del volumen de ventas.

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: la propiedad, planta y equipo correspondiente a las instalaciones en donde se llevan a cabo las operaciones productivas, las cuentas por cobrar comerciales que responden directamente a los niveles de venta y los inventarios, cuya rotación se basa en las características del producto y responde a la estrategia de producción de la compañía. A septiembre de 2021, el 90% del activo total se condensó en estos rubros.

Las principales alternativas externas de financiamiento de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC lo constituyen las obligaciones con entidades financieras y los proveedores. El patrimonio, como fuente de fondeo, ha ganado importancia a lo largo de los años en el periodo de estudio por los resultados que ha generado la empresa y las revaluaciones de activos.

RESULTADOS E INDICADORES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	SEPTIEMBRE 2020	SEPTIEMBRE 2021
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	INTERANUAL
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	1.835	1.905	1.892	1.958	2.027	2.097	1.365	1.503
Utilidad operativa (miles USD)	85	126	129	106	98	90	68	(8)
Utilidad neta (miles USD)	(12)	13	22	32	22	14	6	(16)
EBITDA (miles USD)	113	154	157	134	126	118	68	(8)
Deuda neta (miles USD)	514	392	421	718	691	379	456	348
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	257	252	101	(334)	56	340	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	285	165	161	520	480	150	222	162
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	31	170	189	318	721	792	190	192
Razón de cobertura de deuda DSCRC	3,66	0,90	0,83	0,42	0,18	0,15	0,48	0,00
Capital de trabajo (miles USD)	24	(163)	(264)	(325)	(337)	(34)	(158)	(99)
ROE	-1,67%	1,72%	2,64%	3,64%	2,47%	1,51%	0,98%	-2,65%
Apalancamiento	1,90	1,74	1,42	1,70	1,63	1,29	1,54	1,50

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión, se basan en los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico durante el periodo analizado y en la posición financiera a septiembre de 2021, que permite aproximar los resultados al cierre del año.

En función del comportamiento registrado hasta septiembre de 2021, se proyectan ventas crecientes al cierre de 2021, con un incremento anual estimado de 3,5% siendo este un escenario muy conservador. Para periodos posteriores, se considera un comportamiento estable en las ventas, con el objetivo de estresar los flujos operativos de la compañía y considerar posibles deterioros de las condiciones de demanda en mercados locales e internacionales. Específicamente, se contemplan crecimientos anuales de 3,5% de 2022 en adelante. Bajo estas premisas, se proyectan ingresos crecientes durante el periodo analizado.

La participación del costo de ventas para el cierre de 2021 se proyecta estable con respecto a 2020, en niveles cercanos al 57%. La normalización en las condiciones de mercado para periodos posteriores debería tender a estabilizar este rubro hacia niveles previos al 2020, por lo que se contempla una participación del costo sobre las ventas de igual forma en el 57% desde 2022 en adelante.

Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio. En el caso de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, se proyectó que los niveles de liquidez se mantengan por debajo a la unidad similar al comportamiento evidenciado en los últimos periodos. Para años posteriores, la composición del pasivo proyecta mantenerse en alrededor del 66% en la porción corriente de acuerdo atribuido a la colocación del Papel Comercial y a la revolvencia en el siguiente año.

La deuda financiera conforma un porcentaje importante del total de pasivos debido a la estrategia de la compañía de fondearse con entidades. Para años posteriores se proyecta mantener esta relación, al concentrar los pasivos en deuda con costo. La deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo se estima un incremento de la Deuda Neta como consecuencia de las colocaciones de la emisión en el Mercado de Valores para financiarlos incrementos de capital de trabajo. No obstante, con dichos factores se estima que la deuda alcance el máximo a finales del 2021 y 2022 con la revolvencia del Papel Comercial.

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

## FACTORES DE RIESGO

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podrían verse afectados los flujos de la compañía. El Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas mitigan parcialmente este riesgo.

Asimismo, la estrategia comercial y publicitaria del emisor contribuye a mantener una imagen que se acopla a las exigencias de un mercado competitivo.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los productos comercializados en el exterior. La compañía en base al Plan Estratégico ha efectuado cambios a nivel estructural con la finalidad de ser más eficientes con los recursos que mantiene.
- Fluctuaciones en los precios del plástico podría afectar directamente sobre la estructura financiera de la empresa, debido a que es parte esencial de la producción. Ante un posible incremento de esta materia prima, la empresa trasladaría los cambios hacia el precio final, también es importante considerar que dentro del catálogo de productos de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC también están productos embotellados en envases de vidrio, por lo que esta diversificación ayudaría a la empresa.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la empresa, lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de los contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que se encuentra reforzando sus sistemas operativos para potencian el respaldo de información que maneja.

Se debe indicar que los activos que respaldan el Papel Comercial, de acuerdo con la declaración juramentada, son los activos no gravados de la compañía. Los activos que respaldan la presente emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con las pólizas de seguros que se mantienen sobre los activos con diferentes aseguradoras.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.
- Los activos correspondientes a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.

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

## INSTRUMENTO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN	PLAZO PROGRAMA	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	750.000	359 días	Al vencimiento	Al vencimiento	Cupón cero
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Garantía General	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía Específica	N/A					

**PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL**

Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial serán utilizados para capital de trabajo consistente en compra de inventarios, insumos o materias primas y/o reestructuración de pasivos consistente en el pago de obligaciones bancarias de corto plazo.
Estructurador financiero	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente colocador	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE).
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico denominado Alpe Law S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>
Límite de endeudamiento	■ FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda financiera / Patrimonio no mayor a 1.75 veces

Fuente: Circular de Oferta Pública

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

Atentamente,



**Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)**  
Gerente General