

+

CALIFICACIÓN:

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

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Segundo Programa de Papel Comercial de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC en comité No. 287-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de noviembre de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha septiembre de 2023. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas el 31 de octubre de 2023 por un monto de hasta USD 800.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- En 2022, la industria manufacturera aportó anualmente con más de USD 8.220 millones al PIB real de la economía ecuatoriana, lo que implicó una participación de 11,6%, convirtiéndola en una de las más representativas en cuanto a la producción de bienes y servicios. En el primer trimestre de 2023 el sector presentó una variación anual de la producción de -1,97%, mientras que el segundo trimestre presentó una variación anual de 0,65% en el sector. El aumento de la inflación en 2022 tuvo un impacto directo en el sector puesto que elevó los costes de producción. Sin embargo, la inflación de la mayoría de los productos en el sector a septiembre de 2023 se ubicó por debajo de lo observado a finales de 2022. Así mismo, los niveles de desempleo decrecieron. Con respecto a las previsiones, el BCE espera que en 2023 el sector disminuya 0,27%.
- 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 la compañía desarrolla sus actividades mantiene una fuerte competencia y debido al control ejercido por el principal actor del mercado, la empresa mantiene una cuota que puede considerarse como marginal. No obstante, se encuentra en constante innovación y desarrollo de nuevos productos siendo el principal canal de distribución las cadenas de supermercados.
- La empresa cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo definidas en el estatuto aprobado por la Junta General y Extraordinaria de Accionistas que gobierna la compañía, prácticas que demandan la estructura de un Directorio que es el máximo órgano responsable de la administración, asegurándose de la viabilidad presente y futura de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC. Cuenta con comités que actúan de forma periódica con la finalidad de asegurar la calidad en los procesos y tomar medidas conducentes a enfrentar posibles contingencias.
- Los ingresos de la compañía tienen su origen en la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas que provienen de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicados en Latacunga. La continua innovación y la adición de nuevos productos han permitido a la compañía incrementar sus ingresos año a año. De hecho, las ventas a septiembre 2023 son similares a las ventas de todo el año 2022. La proyección en un escenario moderadamente conservador, indica que la tendencia se mantendrá en los próximos periodos.
- La utilidad operativa de la empresa muestra una tendencia al alza y los gastos operacionales han aumentado por efecto del incremento de la actividad. Como consecuencia de este crecimiento, la empresa ha requerido de financiamiento el que se ha centrado en emisiones con el Mercado de Valores y en menor medida en préstamos de terceros y obligaciones con entidades financieras. Como consecuencia, ha existido un aumento en los gastos financieros. La utilidad neta que alcanzó un valor del orden de USD 60 mil en 2022 se prevé que alcance montos mayores en 2023 y que llegué a valores superiores a USD 200 mil en los próximos periodos, con un ROE que pasaría de 6% en 2023 a 12% en 2025. El índice de liquidez se mantendrá en valores superiores a la unidad y el apalancamiento que a septiembre 2023 llegó a 2,83 descendería paulatinamente hasta 2,36 el futuro cercano.
- Dentro de la proyección se estima una generación positiva de flujo operativo en los años siguientes lo que brindaría recursos necesarios para continuar con inversiones en CAPEX incrementando la capacidad productiva de la empresa.

- El Programa de Papel Comercial bajo análisis se encuentra debidamente instrumentado y estructurado, cuenta con una garantía específica parcial correspondiente a una prenda comercial rotativa de inventarios por USD 273 mil que cubre por lo menos el 120% del monto excedido.

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 ubicado en Latacunga. Durante el periodo 2020 y 2022 se evidenció un incremento en los ingresos de la compañía en el orden de 94% enfocándose en la apertura de otros canales de distribución y el desarrollo de nuevos productos con valor agregado. La principal fuente de ingresos de la empresa es la venta de botellones, agua mineral sin gas, seguido de agua mineral en envases PET y agua mineral en envases de vidrio. 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. Al considerar la participación de los costos para los ingresos se apreció un incremento pasando de 56% en 2020 a 60% en 2022, lo que se atribuye al aumento de los precios del plástico. Para septiembre de 2023, el costo de ventas mantuvo una participación similar a la del cierre de 2022.

Por otra parte, los gastos operativos se concentraron principalmente en sueldos y beneficios sociales, gastos de promoción, mantenimiento, materiales y suministros. La compañía cuenta con una estructura de gastos operativos que varía en función del volumen de ventas. En cuanto a la participación sobre los ingresos, se evidenció una mejora en la eficiencia de la empresa, disminuyendo 2 puntos porcentuales entre 2020 y 2022, manteniendo una participación similar al cierre de septiembre de 2023.

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.

El nivel de capital de trabajo ha fluctuado: fue negativo a finales de los años 2020 y 2022 u positivo en 2021 producto de estructura de financiamiento de la empresa. En lo que va de 2023, ante la Primera Emisión de Obligaciones, con la cual la compañía buscó reestructurar la deuda financiera hacia el largo plazo, evidenció una mejora alcanzando un valor positivo de USD 216 mil.

Las principales alternativas externas de financiamiento de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC lo constituyen las obligaciones con entidades financieras, los proveedores y más recientemente el Mercado de Valores. 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	2020	2021	2022	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	1.892	2.198	3.674	2.562	3.598
Utilidad operativa (miles USD)	129	62	163	163	157
Utilidad neta (miles USD)	22	24	51	43	65
EBITDA (miles USD)	232	167	269	163	168
Deuda neta (miles USD)	438	439	757	838	1.166
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	101	72	(892)	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	164	226	436	537	620
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	189	167	(35)	130	605
Razón de cobertura de deuda DSCRC	1,23	1,00	-7,65	1,25	0,28
Capital de trabajo (miles USD)	(264)	209	(159)	(221)	216

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			INTERANUAL	
ROE	2,64%	2,92%	5,56%	6,55%	9,09%
Apalancamiento	1,42	1,78	2,17	2,17	2,83

Fuente: Estados financieros auditados 2020 – 2022, y estados financieros internos septiembre 2022 y 2023

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 marzo de 2023.

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

En este sentido, y en función del comportamiento registrado hasta septiembre de 2023, se proyectan ventas crecientes al cierre de 2023, con un incremento anual estimado de 32%, 25% para 2024 y 10% para años posteriores siendo este un escenario conservador frente a las proyecciones del Emisor. Por su parte, el costo de ventas mantendrá una participación de 60% para el cierre de 2023, similar a la mantenida a septiembre 2023, hasta mantenerse estable en 59% a partir de 2024.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, la cartera no relacionada se estima que se incremente producto del mayor dinamismo en las ventas y las perspectivas de la empresa en cuanto a abarcar un mayor mercado local y una paulatina expansión a nivel internacional, por lo que se estima mantener en el periodo proyectado este comportamiento en 50 días de cartera.

El rubro de inventarios mantendrá días promedio de 90 manteniendo coherencia con el comportamiento que mostró la empresa durante los últimos años en promedio. Asimismo, se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una estructura de cuentas por pagar estable y con valores de deuda que disminuyan gradualmente a la culminación del periodo de vigencia del Papel Comercial. Las proyecciones realizadas contemplan la revolvencia del Segundo Programa de Papel Comercial y la renovación de préstamos con entidades financieras de acuerdo con la política de endeudamiento de la compañía.

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

La Necesidad Operativa de Fondos se estima que se mantenga en positivo por el incremento de las cuentas por cobrar derivado del financiamiento que necesitan los clientes y los niveles de inventario.

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

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	4.850	6.062	6.668
Utilidad operativa (miles USD)	242	364	400
Utilidad neta (miles USD)	58	142	154
EBITDA (miles USD)	359	492	535
Deuda neta (miles USD)	1.073	1.162	1.055
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(57)	52	255
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	794	1.039	1.090
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	613	1.352	1.128
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,59	0,36	0,47

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025
	PROYECTADO		
Capital de trabajo (miles USD)	17	193	1.110
ROE	6,06%	12,79%	12,20%
Apalancamiento	2,94	2,56	2,36

Fuente: Estados financieros proyectados por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- 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 por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.
- 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.

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

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

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

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con las pólizas de seguros que se mantienen sobre los activos con diferentes aseguradoras.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga

este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.

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

INSTRUMENTO

SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	800.000	359	720	Al vencimiento	Cupón cero
Saldo vigente	No aplica.					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	Prenda comercial rotativa de inventarios por USD 273.000,00					
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán destinados 100% para financiar parte del capital de trabajo del giro propio de la empresa, consistente en compra de productos, insumos o materias primas y reestructuración de pasivos consistente en el pago de obligaciones 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	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.					
Resguardos de Ley	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia del programa de papel comercial, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. 					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ El emisor se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de Deuda financiera / Patrimonio no mayor a 2 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerará todas las obligaciones de corto y largo plazo contraídas con el sistema financiero y mercado de valores. 					

Fuente: Circular de Oferta Pública

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

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSC
Presidente Ejecutivo

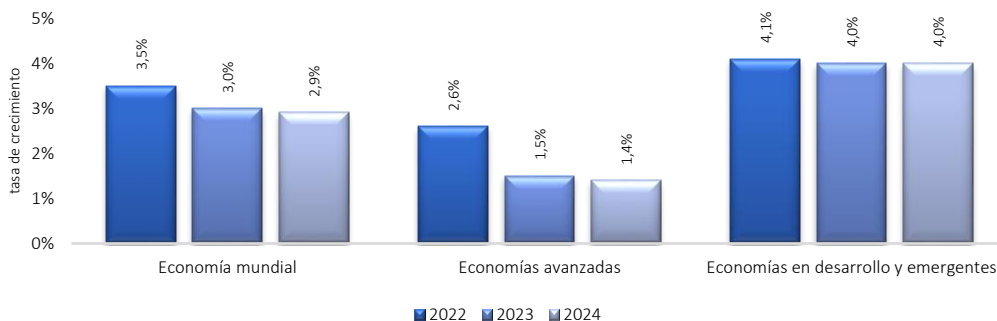
PERFIL EXTERNO

ECUADOR: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2023

CONTEXTO: Se espera una desaceleración en el crecimiento económico mundial ante la incertidumbre de los mercados.

Las perspectivas divergentes de crecimiento en las distintas regiones son un obstáculo que entorpece el retorno de crecimientos y niveles económicos observados antes de la pandemia. Pese a las señales de resiliencia a comienzos de 2023, es de prever que el efecto del endurecimiento de las políticas para reducir la inflación, que llegó a su máximo en 2022, enfríe la actividad económica de ahora en adelante. Diversos factores están obstaculizando la recuperación, algunos relacionados con las consecuencias a largo plazo de la pandemia, las guerras en Ucrania e Israel y el aumento de la fragmentación geoeconómica. Otros factores son de naturaleza más cíclica, como los efectos del endurecimiento de la política monetaria necesario para reducir la inflación, la retirada del apoyo fiscal en un contexto de alto endeudamiento y eventos meteorológicos extremos. Bajo ese escenario, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que el crecimiento económico mundial se desacelere, pasando de 3,5% en 2022 a 3% en 2023 y luego a 2,9% en 2024¹. Estas proyecciones permanecen por debajo del promedio histórico (2000-2019) de 3,8%.

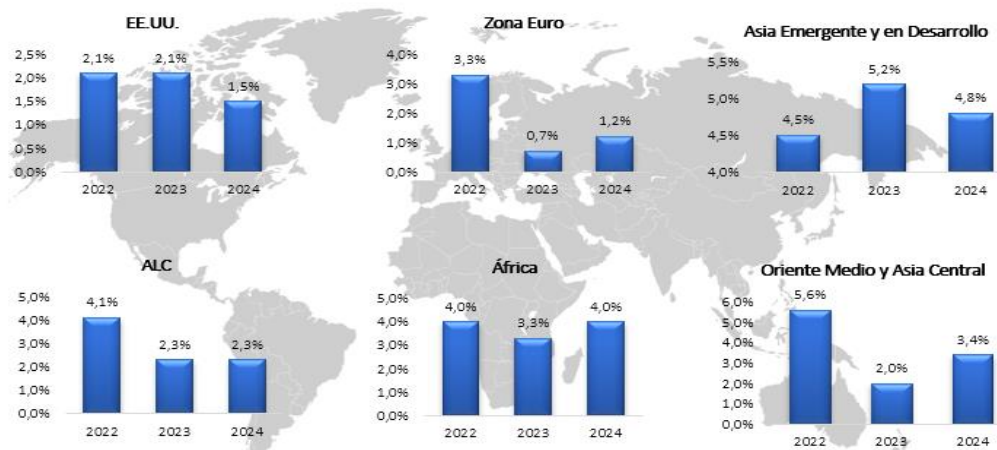
CRECIMIENTO DE ECONOMÍAS MUNDIALES



Fuente: FMI

Por otra parte, para las economías avanzadas se pronostica una desaceleración de 2,6% en 2022 a 1,5% en 2023 y a 1,4% en 2024 con un ímpetu más fuerte de lo previsto en Estados Unidos, pero crecimiento más flojo a lo previsto en la zona del euro. Se proyecta que el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo disminuya moderadamente, de 4,1% en 2022 a 4,0% en 2023 y 2024, con una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales en 2024, atribuible a la profundización de la crisis del sector inmobiliario en China.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO POR REGIÓN



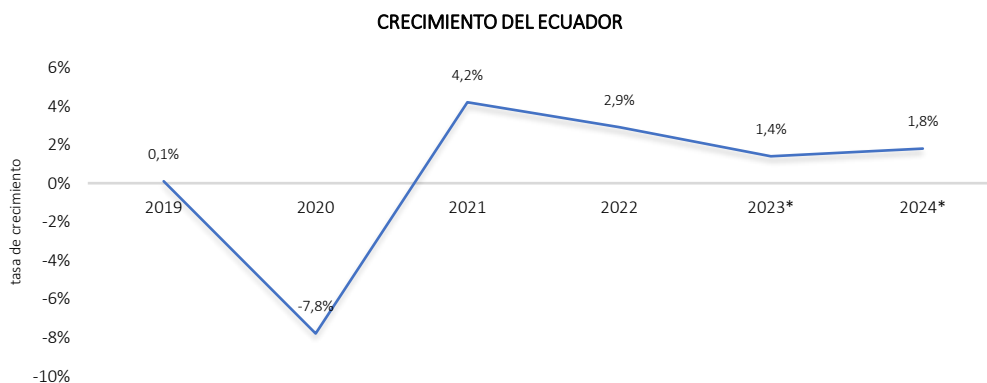
Fuente: FMI

¹ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

Finalmente, se proyecta una disminución gradual de la inflación mundial, pasando del 8,7% en 2022 a 6,9% en 2023 y a 5,8% en 2024. Sin embargo, no se anticipa que la inflación, en la mayoría de los casos, alcance las metas establecidas hasta 2025. Aunque los riesgos para las perspectivas se han equilibrado en comparación con seis meses atrás, persisten desafíos, como la crisis inmobiliaria en China, con repercusiones a todos los niveles y especialmente para los exportadores de materias primas. En el resto del mundo, las expectativas de inflación a corto plazo han aumentado y podrían contribuir a que se prolonguen las presiones sobre la inflación subyacente y que se necesiten tasas de política monetarias más estrictas de lo previsto. Además, posibles shocks climáticos y geopolíticos podrían aumentar los precios de alimentos y energía.

[Ecuador: Según el FMI, se espera que Ecuador cierre 2023 con una tasa de crecimiento de 1,4%.](#)

A pesar de las pérdidas ocasionadas por las paralizaciones en junio de 2022, el PIB presentó un crecimiento anual de 2,9%, superando lo proyectado por el BCE de 2,7%. El impulso principal de la economía ecuatoriana provino principalmente de la dinámica del consumo de los hogares con un incremento de 4,6%, seguido por el gasto de gobierno con un 4,5%, y exportaciones y FBKF² con 2,5%. A nivel de industrias, 14 de las 18 actividades económicas reportaron crecimientos en 2022. Entre los sectores con mayor crecimiento se encuentran: alojamiento y servicios de comida (12,2%), acuicultura y pesca de camarón (11,8%), correo y comunicaciones (10,7%), suministro de electricidad y agua (6,7%), y enseñanza y servicios sociales y de salud (5,8%)³.



Fuente: FMI

En el segundo trimestre de 2023, el PIB presentó un crecimiento interanual de 3,3%, impulsado por el aumento del gasto del gobierno en 6,4% (compra de bienes y servicios, pago de salarios en el sector de la salud y educación), el consumo de los hogares en 4,3% (aumento de remesas y operaciones créditos de consumo) y la formación bruta de capital en 3,8% (aumento de maquinaria y equipo de transporte, así como el crecimiento del sector de la construcción). Adicionalmente, las importaciones aumentaron en 6,2% y las exportaciones mantuvieron una disminución marginal interanual de 0,2% debido a la disminución en las ventas externas de petróleo, pescado elaborado y minerales metálicos y no metálicos⁴.

A nivel de industrias, 15 de los 18 sectores reportaron un desempeño positivo durante este período. Entre las actividades que mostraron un mayor crecimiento interanual se encuentran: Suministro de electricidad y agua en 10,8%, Acuicultura y pesca de camarón en 10,5%, Enseñanza y servicios sociales y de salud en 8,5%, Correo y comunicaciones en 7,5%, Administración pública en 4,3%.

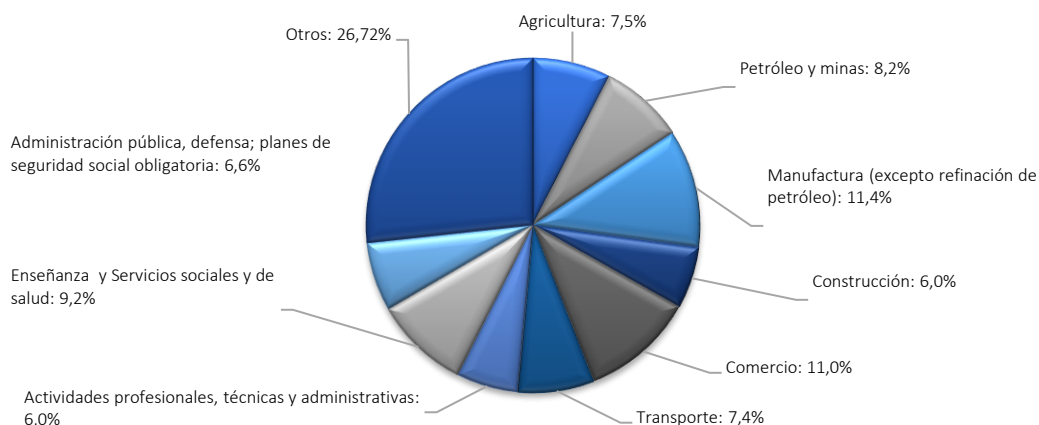
En términos trimestrales, la economía ecuatoriana experimentó un crecimiento de 2,5% comparado con el primer trimestre de 2023. Este resultado se explica principalmente por el incremento de la FBKF en 7,6%, el gasto de gobierno en 3,5%, las exportaciones en 3,3% y el consumo de los hogares en 2,5%. Además, las importaciones crecieron un 2,1%.

² Según el Banco Central del Ecuador (BCE), la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) corresponde a la inversión de un país, representada por la variación de los activos fijos no financieros tanto privados como públicos, (total de adquisiciones menos ventas de activos fijos), en un periodo de tiempo determinado

³ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-reporto-un-crecimiento-interanual-de-4-3-en-el-cuarto-trimestre-de-2022>

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

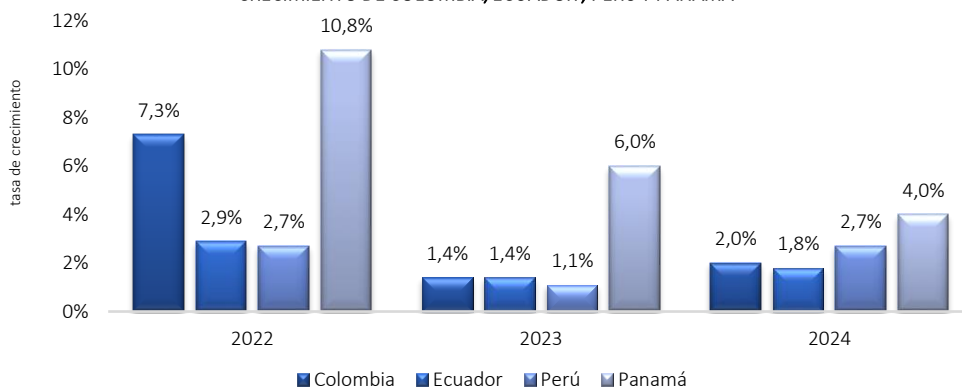
COMPOSICIÓN DEL PIB DEL ECUADOR - JUNIO 2023



Fuente: FMI

Por otro lado, según el FMI, se espera que Ecuador cierre el año 2023 con una tasa de crecimiento de 1,4%, siendo esta proyección muy cercana a la del Banco Central del Ecuador (1,5%). Si se compara este valor con los países vecinos, Ecuador crecerá más que Perú (1,1%), igual que Colombia (1,4%) y menos que Panamá (6%). Para el año 2024, se estima que el crecimiento de Ecuador sea mayor que el de 2023, pero el menor comparado a los países vecinos.

CRECIMIENTO DE COLOMBIA, ECUADOR, PERÚ Y PANAMÁ



Fuente: FMI

En el transcurso del año 2023, la economía de Ecuador experimentó dificultades debido a la disminución de los ingresos provenientes del petróleo y a una desaceleración en la recaudación de impuestos. Este panorama se vio agravado por el aumento en la incertidumbre derivada de las elecciones presidenciales anticipadas y la crisis de inseguridad, lo que resultó en una disminución de las inversiones privadas⁵.

FACTORES DE ÍNDOLE INTERNA Y EXTERNA

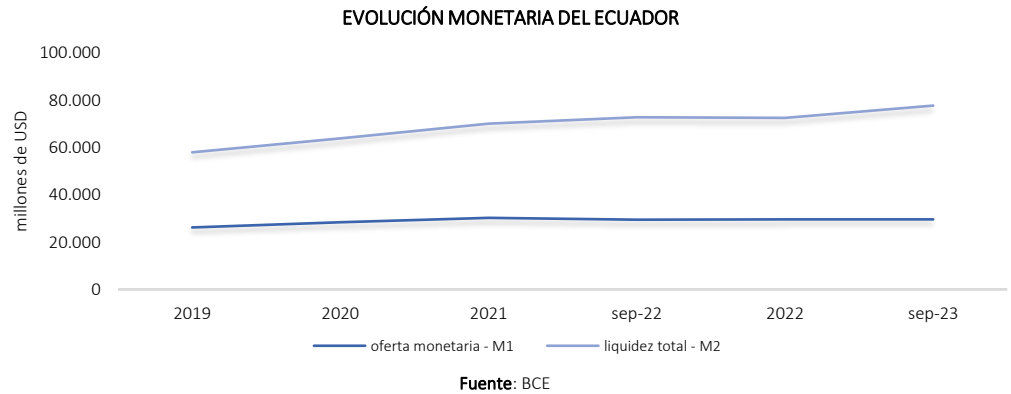
Liquidez total: medida interanual a septiembre 2023 aumentó en 6,9%.

Al término de septiembre de 2023, la liquidez total (M2)⁶ conformada por la oferta monetaria (M1)⁷ y el cuasidinero, totalizó un valor de USD 77.725 millones, lo que explicó una variación de 6,9% frente a septiembre de 2022. La oferta monetaria también experimentó un crecimiento, aunque menos pronunciado en términos anuales producto de una variación de 0,3%.

⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

⁶ Según el BCE, la Liquidez Total (M2) es la suma de M1 y el "cuasidinero", que a su vez comprende los depósitos de ahorro, plazo, operaciones de reporto, fondos de tarjetahabientes y otros depósitos de bancos privados y BNF.

⁷ Según el BCE, la Oferta Monetaria (M1) es la sumatoria de las especies monetarias en circulación y los depósitos monetarios en cuenta corriente.



En la misma línea, las captaciones del subsistema bancario privado han mantenido un ritmo creciente en los meses de enero a septiembre de 2023, mientras que el crédito se incrementó en 9,3%. Además, hubo una disminución de 15,5% en reservas internacionales.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	sep-23	29.606	-0,7%	0,3%
Especies monetarias en circulación	sep-23	19.304	0,3%	3,8%
Depósitos a la vista	sep-23	10.215	-2,5%	-5,6%
Liquidez total (M2)	sep-23	77.725	0,1%	6,9%
Captaciones de la banca privada	sep-23	28.831	0,5%	13,4%
Crédito de la banca privada	sep-23	42.165	1,2%	9,3%
Reservas internacionales	sep-23	6.312	-0,7%	-24,7%
Reservas bancarias	sep-23	5.062	-7,6%	-15,5%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (PORCENTAJES)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	oct-23	9,48	-0,0 p.p.	1,13 p.p.
Tasa pasiva referencial	oct-23	7,51	0,11 p.p.	1,38 p.p.

Fuente: BCE

Inflación y mercado laboral: La inflación anual se sitúa en 1,78%, mientras que la tasa de desempleo alcanza un 3,7%, evidenciando descensos interanuales.

La inflación experimentó un incremento considerable durante 2022, como resultado de los efectos económicos del conflicto armado entre Rusia y Ucrania, la crisis logística, el aumento generalizado de la demanda postpandemia, así como la movilización indígena que llevó a que en junio los precios hayan crecido 4,2% frente al mismo mes del año anterior.

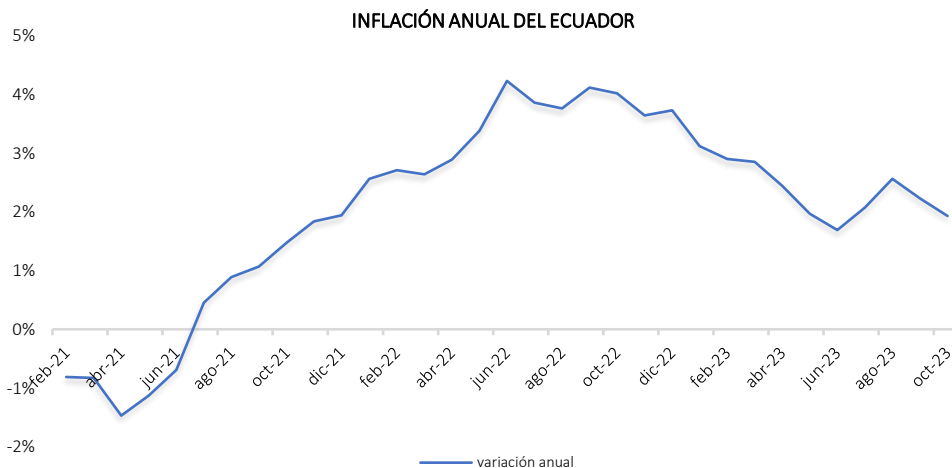
INFLACIÓN	2020	2021	2022
Inflación acumulada	-0,93%	1,94%	3,74%

Fuente: INEC

INFLACIÓN	OCTUBRE 2022	OCTUBRE 2023
Inflación mensual	0,12%	-0,18%
Inflación anual	4,02%	1,93%
Inflación acumulada	3,58%	1,78%

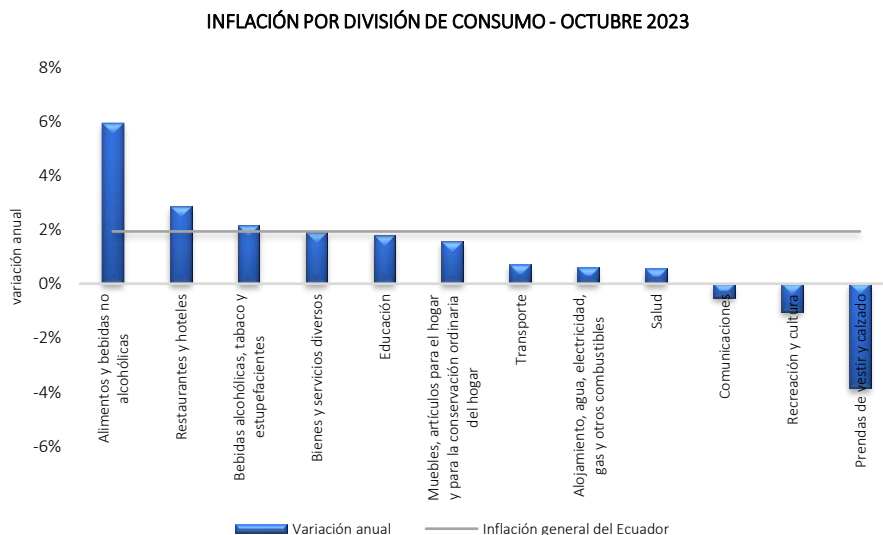
Fuente: INEC

A diciembre 2022, la tasa de inflación se ubicó en 3,74% que, si bien fue en menor incremento respecto de lo registrado en junio 2022 (4,23%), se ubicó en los niveles más altos de los últimos años. A octubre de 2023, se registró una inflación acumulada de 1,78%, lo cual indica una disminución en comparación con la tasa de inflación registrada al mismo mes del año anterior.



Fuente: INEC

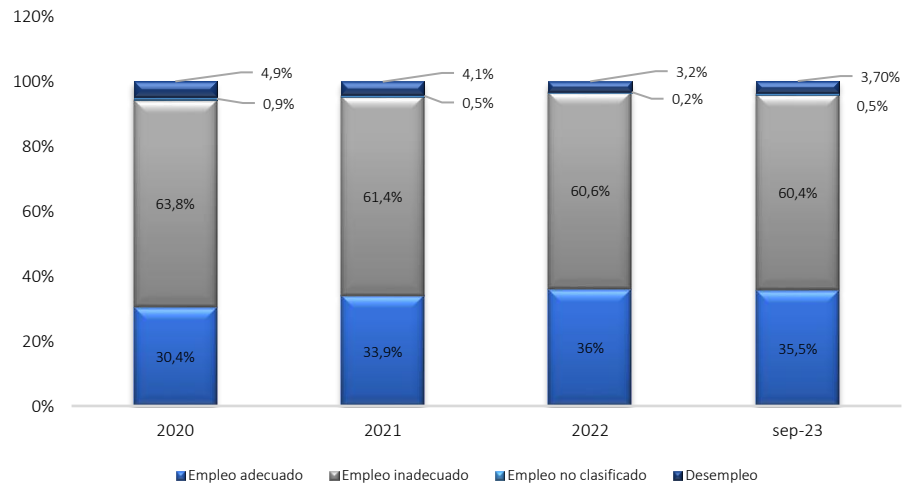
Adicionalmente, al analizar la inflación por división de consumo a octubre 2023, se observa que la división de alimentos y bebidas no alcohólicas (5,94%), restaurantes y hoteles (2,85%) y bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (2,16%) fueron las que más han contribuido a la inflación en 2023.



Fuente: INEC

Por otra parte, durante el último año, el mercado laboral no muestra cambios significativos en la estructura, lo cual implica que el nivel de empleo informal se mantiene en alrededor de 60% de la población económicamente activa (PEA), mientras que el empleo adecuado se ubicó en 35,5% en octubre de este año. Si bien esta cifra se ha recuperado paulatinamente, todavía no se recuperan los niveles previos a la pandemia cuando este indicador rondaba 40%. La tasa de desempleo, a septiembre 2023, se encuentra en 3,7%, siendo inferior a la que se registró el año anterior, 4,1%

EMPLEO EN EL ECUADOR-SEPTIEMBRE 2023



Fuente: INEC

[En los primeros ocho meses de 2023, las ventas en la economía incrementaron 3,1% anual, mientras que la inversión extranjera directa, en el segundo trimestre del mismo año, acumuló USD 83,4 millones.](#)

En 2022, las ventas netas registradas en el mercado ecuatoriano sumaron USD 228.447 millones, es decir, cerca de USD 28.000 millones adicionales a la cifra reportada en 2021 (USD 199.708 millones). En términos porcentuales, este resultado implicó un aumento de 14,4%. Además, hasta agosto de 2023, las ventas totalizaron USD 148.431 millones, lo que representa una variación anual de 3,1%. A nivel provincial, Pichincha registró ventas locales por USD 51.295 millones, seguido de Guayas con USD 43.235 millones, mientras que Azuay, Manabí y El Oro, a una distancia bastante considerable, reportaron ventas por USD 6.692 millones, USD4.721 millones y USD 3.964 millones, respectivamente⁸.

Por tipo de actividad, las cifras evidenciaron que el comercio, fue la actividad más representativa con una participación de 45,5%, mientras que su crecimiento anual desde enero a agosto 2023 fue de -0,8%, comparado al mismo periodo del año anterior. Por otra parte, la manufactura, que representó 15,8% de las ventas totales, fue la segunda actividad con mayor participación y creció -1%. Asimismo, es preciso destacar que el sector de agricultura, silvicultura, ganadería y pesca se ubicó en el tercer lugar con una participación de 8,2%, con un crecimiento anual de 3,8%⁹.

Según datos del Banco Central del Ecuador (BCE), la inversión extranjera directa finalizó 2022 con un monto de USD 829 millones, 28,08% más que la inversión de 2021 pero un menor registro a los años de 2019 y 2020, que reportaron montos de USD 979 millones y USD 1.095 millones, respectivamente. Con respecto al comportamiento del segundo trimestre de 2023, la inversión extranjera directa se ubicó en USD 83,4 millones, lo que representó un aumento de USD 60,2 millones en comparación con el primer trimestre 2023, pero una disminución de USD 591,1 millones en relación con el mismo periodo de 2022¹⁰.

[La balanza comercial de Ecuador, a agosto 2023, registra una disminución de 44,36%, frente al año anterior.](#)

Pese a los efectos adversos que el conflicto armado entre Rusia y Ucrania han ocasionado a nivel internacional, las exportaciones ecuatorianas han podido mantener un ritmo de crecimiento. Las cifras del BCE registraron exportaciones totales por USD 32.658,3 millones FOB en 2022. De este valor, 35,48% corresponden a exportaciones petroleras. Las importaciones totales suman USD 30.333,7 millones FOB, por lo que se reportó un superávit equivalente a USD 2.324,6 millones FOB en la balanza comercial. Adicionalmente, a agosto de 2023, se observa que la balanza comercial es superavitaria (USD 1.252,2 millones), pero 44,36% menor al valor registrado en el mismo período del año anterior (USD 2.250,4 millones). Esa disminución responde al comportamiento de las exportaciones petroleras, que en valor cayeron 32% hasta agosto 2023, por una caída del precio de 29%¹¹.

⁸ Boletín productivo octubre 2023.

⁹ Boletín productivo octubre 2023.

¹⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/informes/ResultBP_022023.pdf

¹¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-ecuador-petroleo-camaron/>

COMERCIO EXTERIOR (MILLONES FOB)	2020	2021	2022	ENE-AGOS 2022	ENE-AGOS 2023	VAR %. ANUAL
Balanza Comercial Total	3.407,50	2.868,20	2.324,60	2.250,40	1.252,20	-44,36%
Exportaciones Totales	20.355,40	26.699,20	32.658,30	22.232,80	20.347,00	-8,48%
Importaciones Totales	16.947,90	23.831,0	30.333,70	19.982,40	19.094,80	-4%

Fuente: BCE

En cuanto a los socios comerciales del Ecuador, Estados Unidos se consolida como el socio más importante, seguido por China.

EXPORTACIONES POR PAÍS (MILLONES FOB)	ENE-AGO 23	IMPORTACIONES POR PAÍS (MILLONES FOB)	ENE-AGO 23
Estados Unidos	4.960,30	Estados Unidos	4.205,10
China	3.998,90	China	3.375,40
Panamá	2.703,30	Panamá	1.907,60
Rusia	607,6	Perú	790,4
Perú	541,6	Brasil	752,9

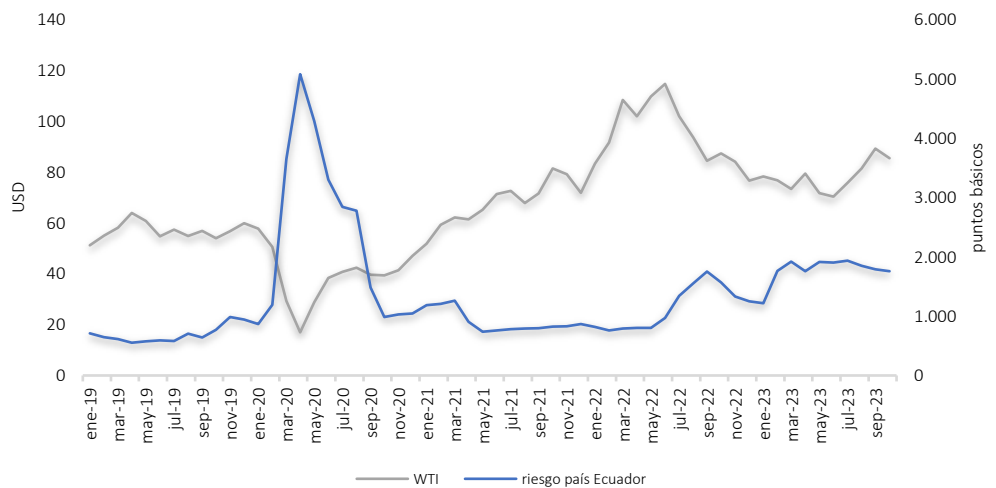
Fuente: BCE

Los principales productos no petroleros exportados, por participación a enero-agosto de 2023 fueron: camarón (33,6%), banano y plátano (17,4%), productos mineros (13,2%), enlatados de pescado (5,8%) y cacao y elaborados (4,7%).

[A octubre de 2023, el precio del WTI ha disminuido 20%, mientras que el riesgo país se ubica por encima de 1.700 puntos.](#)

Debido a la incertidumbre mundial de una posible recesión y menor demanda de China, uno de los mayores demandantes de combustibles fósiles del mundo, el precio del petróleo WTI ha experimentado una etapa altamente volátil, llegó a superar USD 120 a finales de junio 2022 (hecho no visto desde el año 2008), para luego retroceder a un valor promedio de USD 90/barril a inicios de agosto y bajar hacia USD 77 en diciembre 2022. En 2023 se sigue observando la misma tendencia, ya que hasta octubre el precio del WTI ha disminuido 20% con respecto al mismo período del año 2022.

EVOLUCIÓN PRECIO DEL BARRIL DE PETRÓLEO VS RIESGO PAÍS



Fuente: BCE

De igual importancia, a raíz del paro nacional suscitado en junio 2022, el riesgo país presentó una tendencia a alza. Esto, junto a otros factores como la inestabilidad e incertidumbre política ante la entrada de un nuevo gobierno en noviembre de 2023, no han permitido que el riesgo país baje de los 1.200 en este año.

PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

El Ecuador creció 2,95% en 2022 y lo que viene de 2023 aún es incierta con relación a la alta incertidumbre que experimentan los mercados mundiales. En el segundo trimestre de 2023, el PIB registró un crecimiento interanual de 3,3%, periodo en el cual 15 de 18 industrias presentaron crecimientos. Según estimaciones del FMI y BCE, la

expansión económica para el Ecuador fluctuará entre 1,4% y 1,5% en 2023. No obstante, el resultado anterior, dependerá de factores externos como el precio del petróleo, el desembolso de recursos por parte de organismos multilaterales, el aumento en las exportaciones y el flujo de remesas. El aumento generalizado de los precios, la reforma tributaria y la inestabilidad política han desacelerado el consumo de los hogares privados, especialmente de la clase media.

Un reto adicional al que se enfrenta la economía ecuatoriana es la incertidumbre causada por la muerte cruzada, que ocasionó la convocatoria de elecciones anticipadas para el 20 de agosto. Las estrategias fiscales y las relaciones internacionales adoptadas por el nuevo gobierno de Daniel Noboa podrían tener un impacto sobre las decisiones de crédito concedido por la banca y las inversiones del sector privado.

Por otra parte, el panorama fiscal del país se muestra bastante complejo para el presente año y los períodos subsiguientes. Desde la Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes)¹² detallan que el déficit podría posicionarse 1,8 puntos porcentuales por encima de lo proyectado en el Presupuesto General del Estado (2,2% del PIB). De hecho, en el primer semestre de 2023, se ha observado una caída anual en los ingresos petroleros, recaudación de Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) y menor entrada a las arcas públicas por concepto de Impuesto al Valor Agregado¹³ (IVA). Esto ha llevado a que los ingresos del Estado se reduzcan 9,4%.

Así mismo, el futuro detenimiento de la explotación petrolera en el Yasuní ITT podría poner más presión sobre la sostenibilidad fiscal. Los ecuatorianos decidieron en agosto de 2023 bajo sufragio popular que el bloque petrolero 43-ITT deberá permanecer bajo tierra indefinidamente¹⁴. Actualmente, el bloque ITT aporta alrededor de USD 1.200 millones anuales a la economía ecuatoriana, lo cual representó cerca del 2% del PIB ecuatoriano en 2022.

Otro evento por considerar es el fenómeno de El Niño, que se prevé llegará al país en noviembre. La presencia de El Niño en el Ecuador afectaría a varios segmentos de la industria. Los sectores productivos, por ejemplo, podrían enfrentar problemas logísticos, ausentismo laboral y falta de materias primas. La infraestructura será el sector más afectado por este fenómeno ya que las lluvias, deslaves e inundaciones podrían resultar en el cierre y afectación de vías, impacto en fuentes de abastecimiento de agua potable, y en la distribución de la energía eléctrica¹⁵.

De hecho, en noviembre de 2023 a causa del estiaje presentado en varias provincias del Ecuador. El gobierno nacional declaró en emergencia el sector eléctrico, por lo que inició un periodo de racionamiento de electricidad en todo el país. La Cámara de Industrias y Producción (CIP) junto a la Cámara de Comercio de Quito advierten que, por cada hora sin electricidad, el sector comercial a nivel nacional dejaría de vender USD 18 millones,¹⁶ lo que podría tener graves efectos sobre la productividad del Ecuador en el último trimestre del año.

El Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía en 2023 y los años siguientes; tensiones geopolíticas, fragmentaciones en los mercados de materias primas, fenómenos climáticos, incertidumbre política e y la inseguridad son algunos de los factores decisivos. Las estrategias adoptadas por el sector privado y el gobierno del Presidente Daniel Noboa de cara a 2024 serán claves para incidir en la disminución de los niveles de inflación, en la atracción de inversión privada, en el desarrollo de obras públicas y en un mayor dinamismo del empleo.

SECTOR DE MANUFACTURA

CONTEXTO: la industria manufacturera aporta significativamente a la economía y empleo del país.

La industria manufacturera constituye una actividad económica basada en la fabricación, procesamiento y transformación de materias primas, y/o de bienes primarios en productos finales e insumos para otras sub-industrias dentro de la cadena productiva. Este sector además conlleva un rol preponderante en la economía de los países emergentes, ya que es capaz de emplear a una porción importante de la población y producir materiales requeridos por sectores estratégicos.¹⁷ A nivel mundial, la manufactura es altamente reconocida por la integración vertical y horizontal con otras actividades, permitiendo generar economías de escala y procesos más eficientes.

¹² <https://www.cordes.org/publicacion/opina/2023/Junio/Cual%20es%20la%20situacion%20fiscal%20que%20va%20a%20dejar%20el%20gobierno%20a%20su%20sucesor.pdf>

¹³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ingresos-presupuesto-petroleo-impuestos/>

¹⁴ <https://www.primicias.ec/primicias-tv/elecciones-presidenciales-2023/bloque-itt-extraccion-petrolera-yasuni/>

¹⁵ <https://www.elcomercio.com/actualidad/consecuencias-fenomeno-nino-ecuador.html>

¹⁶ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/hora-luz-sector-comercial-ecuador-deja-vender-18-millones-177610.html>

¹⁷ Enciclopedia Británica 2015

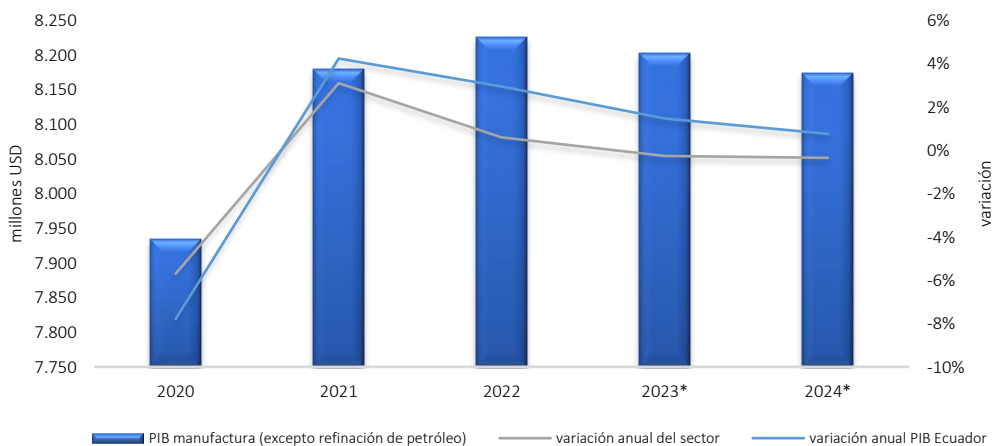
En 2022, la industria manufacturera aportó anualmente con más de USD 8.200 millones al PIB real de la economía ecuatoriana, lo que implicó una participación de 11,6%, convirtiéndola en una de las más representativas en cuanto a la producción de bienes y servicios. Este hecho además se refleja en la contribución a la generación de empleo equivalente a 9,3% del empleo total hasta septiembre 2023 con respecto a la PEA.

SECTOR MACROECONÓMICO

PIB del sector: durante el segundo trimestre de este año, se observó una leve mejora en el sector, que experimentó un crecimiento de 0,65% con respecto al mismo periodo del año anterior.

El PIB del sector manufacturero en 2021 aumentó 3,10% llegando a USD 8.179 millones, después de una reducción de 5,70% en 2020. En 2022, la actividad de este sector tuvo un crecimiento de 0,60% y un valor de USD 8.225 millones. El crecimiento de 2022 fue menor al de 2021 debido a un enfriamiento generalizado de la economía local, así como a las pérdidas generadas por las paralizaciones de junio que ascienden a más de USD 1.000 millones¹⁸. Con respecto a 2023, los últimos datos del Banco Central del Ecuador (BCE) tienen una previsión de una contracción del sector de 0,27% al terminar el año. Para 2024, la previsión también incluye una contracción del sector de 0,35%.

PIB SECTOR MANUFACTURA (EXCEPTO REFINACIÓN DE PETRÓLEO)



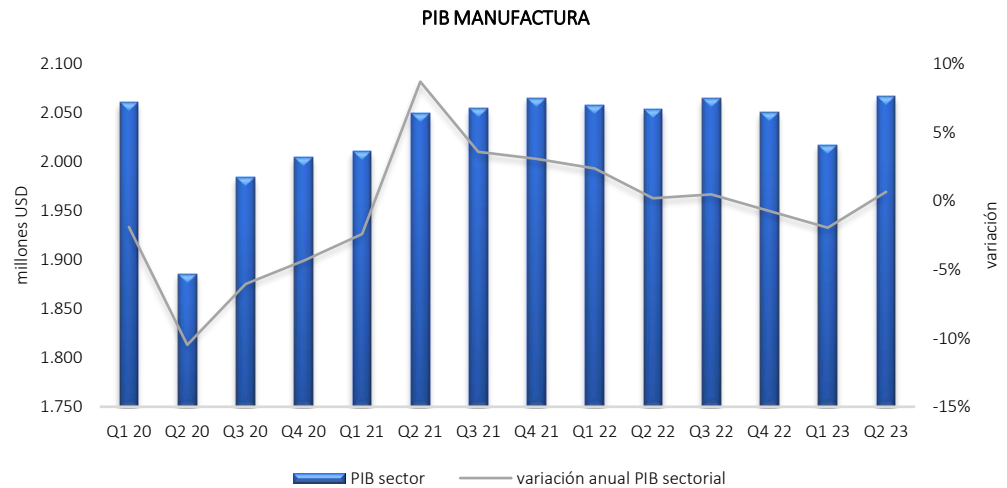
Fuente: BCE

En términos trimestrales podemos observar que durante el primer trimestre de 2023, el PIB de la industria manufacturera tuvo un decrecimiento anual de 1,97%. Esto se explica en parte por la disminución de las exportaciones del sector al inicio del año¹⁹. Además, la disminución en la actividad económica del sector también se explica por una menor producción en los siguientes rubros: otros productos minerales no metálicos, procesamiento y conservación de pescado, fabricación de metales comunes, elaboración de bebidas y producción de madera y productos de madera²⁰. Durante el segundo trimestre de este año, se observó una leve mejora en el sector, que experimentó un crecimiento de 0,65% con respecto al mismo periodo del año anterior.

¹⁸ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-se-desacelero-por-las-paralizaciones-de-junio-de-2022>

¹⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-manufacturas-comercio-exterior/>

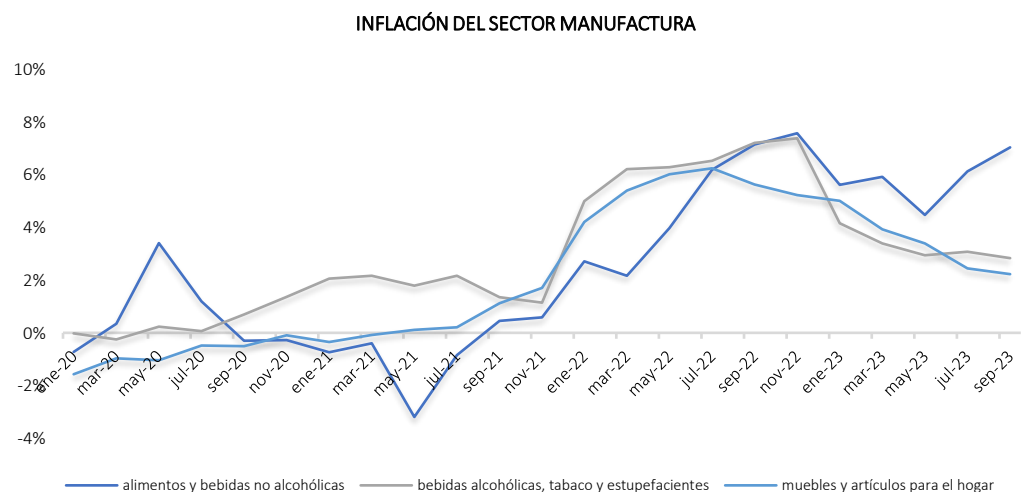
²⁰ Informe de Resultados de las Cuentas Trimestrales-2023.IT (BCE).



[Inflación: Los alimentos y bebidas no alcohólicas presentaron una inflación de 7,03% en septiembre, cifra que se mantiene elevada en comparación a otros productos del sector.](#)

A partir de enero de 2022, la inflación mundial aumentó y se ha convertido en una de las mayores preocupaciones para los países y los organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional²¹. En el caso del Ecuador, la inflación fue la segunda más baja de la región, sin embargo, el incremento de precios en segmentos importantes para la manufactura como los alimentos, bebidas y objetos como muebles y otras herramientas, disminuyó el poder adquisitivo de los ciudadanos. Esto significó un impacto directo al sector, ya que la materia prima fue más costosa y, por tanto, los costes de producción aumentaron.

En cuanto a los productos más influyentes del sector manufacturero, los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas experimentaron una tendencia creciente desde julio de 2021, llegando a un pico de 7,57% en noviembre de 2022. Las bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes experimentaron su pico de 7,38% durante el mismo mes de noviembre de 2022 y desde entonces sus precios han disminuido. Finalmente, los muebles y artículos para el hogar alcanzaron su inflación más alta de 6,24% en julio de 2022 y desde entonces han disminuido.



Fuente: INEC

La inflación anual general del Ecuador en septiembre 2023 fue de 2,23%, mostrando una tendencia de estabilización de precios debido al alza de las tasas de interés en los últimos meses. Los alimentos y bebidas no alcohólicas presentaron una inflación de 7,03% en septiembre, cifra que se mantiene elevada en comparación a

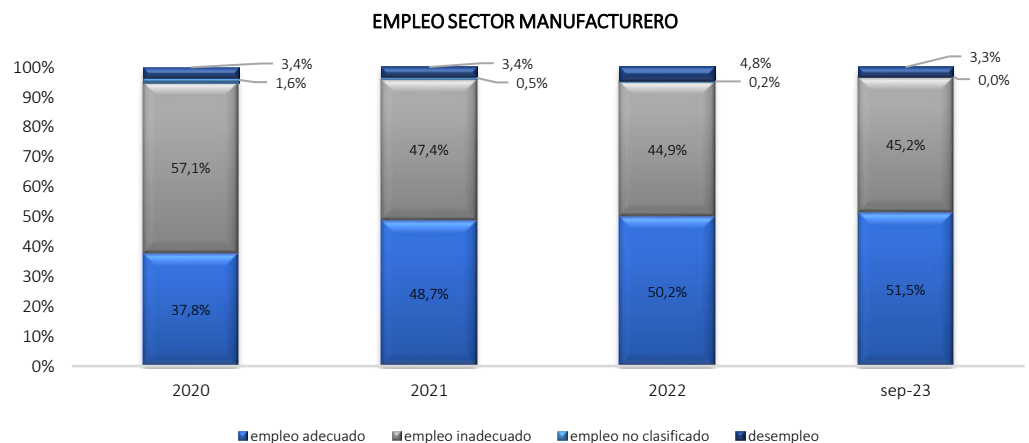
²¹ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>

otros productos del sector como las bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes, y muebles y artículos para el hogar que se encontraron en 2,83% y 2,22%, respectivamente.

SECTOR MICROECONÓMICO

[Empleo del sector: la formalidad de empleo ha mejorado desde 2020, sin embargo, el empleo adecuado representó 51,5% en septiembre de 2023.](#)

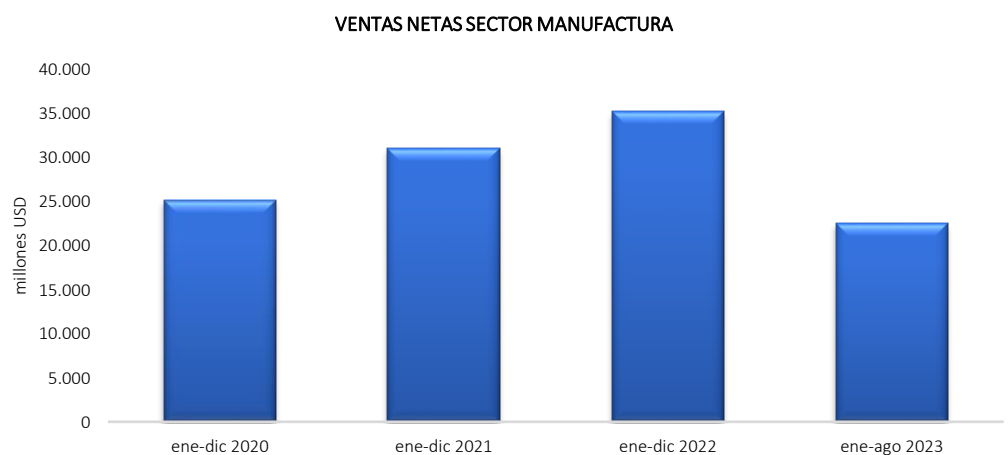
El empleo del sector manufacturero, además de presentar crecimiento a lo largo de 2021 y 2022, aumentó los niveles de formalidad del mismo. Durante 2022, el empleo adecuado en la industria fue de 50,2%, cifra mayor a la de 2020 de 37,8%. El principal motivo de estas cifras fue el efecto del Covid-19, con el que muchas de las personas que perdieron el empleo entraron a una situación de informalidad y para el 2022 esto mejoró. Al mes de septiembre de 2023, el empleo adecuado en la manufactura representó 51,5%, lo que significó un aumento en la formalidad, sin embargo, demuestra que todavía cerca de la mitad de las personas relacionadas al sector continúan en situación de informalidad.



Fuente: INEC

[Ventas: Las ventas netas reportadas en los meses de enero a agosto de 2023 fueron de USD 22.560 millones, lo que muestra una variación de -1,0%, con las ventas netas reportadas durante los meses de enero y agosto en 2022](#)

Debido a la pandemia, el sector manufacturero perdió cerca de USD 3.600 millones en ventas por las medidas de confinamiento. En 2021, como consecuencia de una recuperación generalizada de las actividades económicas, las ventas manufactureras registraron una variación interanual de 23,36% alcanzando USD 31.085 millones, con lo que, incluso, se superó el nivel de ventas de 2019.



Fuente: SRI

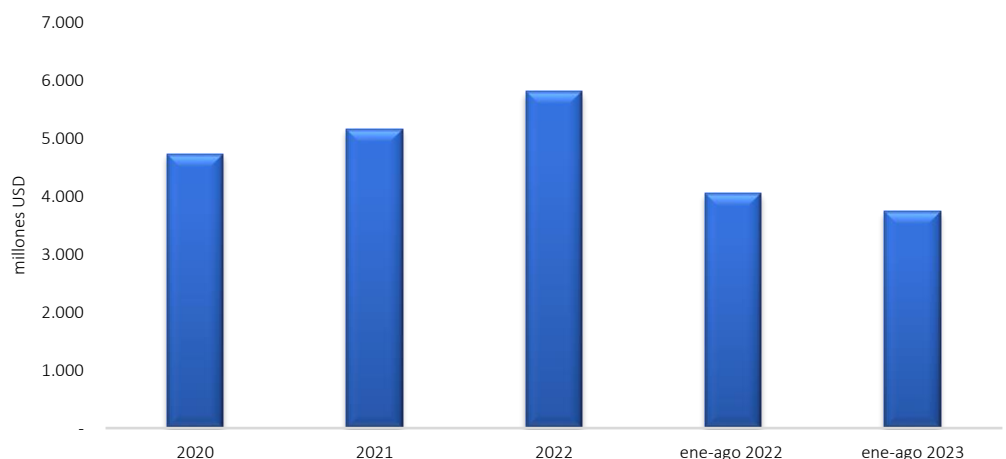
En 2022 el sector manufacturero vendió USD 35.296 millones, con un crecimiento interanual de 13,5%, mostrando un menor nivel de crecimiento frente al experimentado en 2021 (22,92%). Es preciso destacar que las ventas de la subactividad de elaboración de productos alimenticios, que representa 39% del total, crecieron en un 16,9% anual, un menor ritmo frente a 18,9% obtenido en 2021. Las ventas netas reportadas en los meses de enero a agosto de 2023 fueron de USD 22.560 millones, lo que muestra una variación de -1,0%, con las ventas netas reportadas durante los meses de enero y agosto en 2022, mostrando un menor dinamismo del sector durante este año.

La previsión del BCE para 2023 muestra las actividades del sector relacionadas con los alimentos y las bebidas como las más altas en términos de participación. Además, la fabricación de sustancias y productos químicos (11,16%), y la fabricación de productos minerales no metálicos (7,94%) lideran la lista de previsión de participación para el sector manufacturero. Mientras que la elaboración de productos de tabaco continuará decreciendo en respuesta al contrabando que afecta a este sector, que ha ocasionado que ocho de cada diez cigarrillos vendidos en el Ecuador sean de origen ilícito²², afectando al comercio formal.

[Volumen de crédito: Los reportes de enero a agosto de 2023 mostraron un volumen de crédito de USD 3.745 millones, mostrando una variación de -7,49% en comparación al periodo de enero a agosto de 2022.](#)

En 2021, el volumen de crédito continuó con el crecimiento de 2020 y presentó una variación positiva de 9,28% en comparación al año anterior, llegando a USD 5.169 millones. El mayor volumen de crédito se otorgó en Guayaquil, seguido por la ciudad de Quito y se dio en el segmento comercial. El mayor porcentaje de créditos al sector de manufactura se originaron de entidades financieras privadas, empezando por el Banco de Guayaquil S.A. (22,7%), Banco Bolivariano S.A. (16,9%), Banco de la Producción Produbanco S.A. (16,8%), Banco Pichincha C.A. (13,5%), y otros.

VOLUMEN DE CRÉDITO SECTOR MANUFACTURERO



Fuente: Superintendencia de Bancos

El volumen de crédito para el sector manufacturero en 2022 fue de USD 5.817 millones, con un crecimiento de 12,54% frente al año anterior. La mayor cantidad del crédito se otorgó a la actividad de elaboración y conservación de pescado (12,2%), seguida por la elaboración de grasas y aceite vegetal (6,3%) y la fabricación de productos de plástico (3,7%). La ciudad con mayor volumen de crédito para manufactura fue Guayaquil, seguida por Quito. El porcentaje de crédito provino de instituciones financieras privadas como el Banco de Guayaquil S.A. (19,7%), el Banco Bolivariano S.A. (17,8%), Banco Pichincha C.A. (13,6%), entre otras. En los últimos años, las cooperativas de ahorro y crédito también han otorgado una importante cantidad de crédito para pequeños y medianos negocios manufactureros.

Los reportes de enero a agosto de 2023 mostraron un volumen de crédito de USD 3.745 millones. Este valor muestra una variación de -7,49% en comparación al periodo de enero a agosto de 2022. Las entidades que lideran el porcentaje de crédito otorgado en estos meses son Banco Bolivariano S.A., Banco Guayaquil S.A., y Banco Pichincha C.A.

²² <https://www.ekosnegocios.com/articulo/ocho-de-cada-10-cigarrillos-que-se-consumen-en-ecuador-son-ilegales#:~:text=Porque%20en%20Ecuador%20ocho%20de,producto%20ilegal%20proviene%20de%20Asia>.

COMPETITIVIDAD Y FACTORES EXÓGENOS

Dentro del sector de manufactura ecuatoriano existen diferentes barreras de entrada. Una de ellas es el monto de inversión inicial para la creación de un negocio, que, junto con la infraestructura y el *know how* son las principales limitantes para un emprendedor. Además, en el sector de manufactura existe una numerosa cantidad de competidores lo que genera mayor desafío para los nuevos negocios, sobre todo cuando existen grandes empresas que tienen altos porcentajes del mercado y fidelidad hacia la marca. Otro de los factores importantes al ingresar al sector manufacturero del país es la diferenciación de producto y la creación de valor agregado, que garantice rentabilidad y beneficios para el productor.

Las barreras de salida para el sector se constituyen principalmente por el costo de liquidar a un empleado, ya que dicho costo es bastante elevado en el caso de Ecuador. Otra barrera de salida es la dependencia de la cadena de suministros, debido a que las empresas manufactureras a menudo están integradas en una compleja cadena de suministro, lo que puede dificultar la finalización de contratos o acuerdos con proveedores.

PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

El sector de manufactura ha mostrado una recuperación lenta y progresiva luego de la pandemia. Este comportamiento en gran medida se explica por el tiempo que implica recuperar la capacidad productiva perdida por la caída en el consumo de los hogares tras la afectación por la pandemia. Durante el primer trimestre de 2023 el sector presentó una desaceleración, hecho que replica el enfriamiento de la economía en general. Sin embargo, el segundo trimestre de este año presentó una pequeña recuperación.

En un contexto de encarecimiento del crédito ante un incremento de las tasas de interés, así como a una mayor inflación respecto de años anteriores, el consumo de los hogares se centrará en bienes esenciales como lo son alimentos y bebidas que representan cerca de la mitad de las ventas manufactureras. Considerando lo anterior, las empresas del sector deberán adecuar sus productos a las nuevas condiciones de mercado.

El sector manufacturero, se beneficia en varios aspectos por los acuerdos comerciales firmados con otros países, ya que aumentan la competitividad de los productos y la oportunidad de exportar varios de ellos en estos países. No obstante, para algunos productos esto podría significar mayor competencia, por lo que deberán resaltar el valor agregado y la calidad para ganar espacio en el mercado. El gobierno de Guillermo Lasso firmó algunos acuerdos de comercio durante los últimos meses de gobierno con países como China. Sin embargo, la aprobación final de estos acuerdos tiene la próxima asamblea nacional que se instalará el próximo 20 de noviembre²³.

POSICIÓN COMPETITIVA

En cuanto a la posición competitiva de la empresa dentro del sector en el cual desarrolla sus actividades, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC ha posicionado la marca insignia "San Felipe" dentro de los consumidores con éxito, sin embargo, debido a la fuerte competencia que mantiene el mercado de agua embotellada y el control de uno de sus competidores, mantiene una cuota marginal. FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC se encuentra entre las 5 mejores empresas del sector según su nivel ingresos a diciembre de 2022.

COMPETENCIA (DICIEMBRE 2022)	INGRESO TOTAL (USD)	ACTIVO (USD)	PATRIMONIO (USD)	UTILIDAD DEL EJERCICIO (USD)	ROE
Bebidas Arca Continental Ecuador ARCADOR S.A.	241.090.233	180.515.532	102.689.699	15.777.182	15,36%
Refrescos Sin Gas S.A.	20.780.763	7.063.033	1.219.887	6.671	0,55%
Olympic Juice OLYJUICE Cía. Ltda.	9.861.757	3.488.415	1.488.415	101.685	6,83%
Pacific Bottling Company S.A. PBCOM	7.955.331	3.772.358	1.016.332	148.774	14,64%
FUENTES SAN FELIPE S.A.	3.673.917	2.880.491	909.794	50.559	5,56%
Begoro S.A.	893.754	2.061.488	631.804	-254.731	-40,32%
Forcorp S.A.	200.582	390.961	200.582	89.011	44,38%

Fuente: SCVS

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

²³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-corte-constitucional-dictamen-favorable-tlc-china/>

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

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

2020s ACTUALIDAD	Actualmente FUENTES SAN FELIPE S.A. brinda un gran número de fuentes de trabajo, además de trabajar con más de 45 distribuidores a nivel nacional, con una variedad de productos en agua sin y con gas, bajo diversas presentaciones, en envase retornable y descartable. La empresa recientemente ha incursionado en la venta de refrescos bajo su marca propia "Felipín".
2015 MEDALLA DE ORO.	Recibida al sabor y calidad de producto otorgado por la <i>Monde Selection</i> en Bruselas, Bélgica.
2013-2014 PREMIO EKOS	Durante años seguidos FUENTES SAN FELIPE S.A. recibe los galardones por la revista Ekos, Premios Ekos, de la mejor mediana empresa en la categoría bebidas.
2001 MINISTERIO DE TRABAJO	Recibe el premio al Mérito Laboral, entregado por el Ministerio de Trabajo y Recursos Humano.
1991 CONSTITUCIÓN	FUENTES SAN FELIPE S.A. se constituye en el cantón Latacunga, siendo una empresa netamente familiar y un símbolo de tradición en Cotopaxi, su provincia de origen
1960 CAMBIO DE IMAGEN	Con el pasar de las décadas fue cambiando el diseño y la forma de los envases, de acuerdo con las tendencias de la época, así como la maquinaria, que poco a poco se fue automatizando.
1938 EMBOTELLAMIENTO	Con gran visión, el fundador de la compañía inicia el embotellamiento del agua en botellas verdes y cafés, con etiquetas de papel, las mismas que eran empacadas en sacos de yute y distribuidas en carretillas en Latacunga. A través del tren llegaba hasta Guayaquil, y por medio de barcos de la Grace Line llegó a Estados Unidos.
1982 INICIOS	Eloy Alberto Sánchez Cañas adquiere los terrenos donde hoy se encuentran ubicadas las fuentes de agua mineral, en el sector de San Felipe, en la ciudad de Latacunga, provincia de Cotopaxi.

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 150.000, con acciones ordinarias y nominativas de USD 1 cada una. Con fecha 08 de junio de 2022, la Junta General Extraordinaria de Accionistas aprobó el aumento de capital social de la compañía por una cuantía de USD 10.000, alcanzo un saldo de capital social suscrito y pagado de USD 150.000. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que éstos están comprometidos al desarrollo y crecimiento de la compañía evidenciado en la formalización de los procesos operativos de la empresa, que le ha permitida un constante crecimiento y posicionamiento dentro del mercado en el que opera.

ACCIONISTAS FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Cotopaxisprings Holding S.A.S.	Ecuador	78.704	52,47%
Zambrano Avilés Margarita de los Ángeles	Ecuador	16.665	11,11%
Sánchez Villacís Lourdes Alicia del Pilar	Ecuador	10.859	7,24%
Sánchez Rodríguez Luz Ignacia	Ecuador	8.340	5,56%
Sánchez Jurado Carlos Francisco	Ecuador	4.170	2,78%
Sánchez Sánchez Augusto Gonzalo	Ecuador	4.170	2,78%
Sánchez Sánchez Violetta de Lourdes	Ecuador	4.170	2,78%
Sánchez Sánchez Xavier Alberto	Ecuador	4.170	2,78%
Sánchez Villacís Lola Elisa	Ecuador	4.170	2,78%
Villacís Sánchez Carlos Ernesto	Ecuador	4.170	2,78%
Villacís Sánchez Carmen Elisa	Ecuador	4.170	2,78%
Villacís Sánchez Luis Fernando	Ecuador	4.170	2,78%
Sánchez Villacís César Alberto	Ecuador	2072	1,38%
Total		150.000	100,00%

ACCIONISTAS COTOPAXISPRINGS HOLDING S.A.S.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Sánchez Figueroa Nelson Eduardo	Ecuador	800	40,00%
Sánchez Figueroa Bertha Alexandra	Ecuador	600	30,00%
Sánchez Villacís Nelson Eduardo	Ecuador	600	30,00%
Total		2.000	100,00%

Fuente: SCVS

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC tiene como misión: “Producir agua mineral y derivados de alta calidad, sabor y disponibilidad; mediante un sistema de gestión interna robusto con un equipo humano de excelencia y en búsqueda permanente de la innovación y competitividad local e internacional.”, mientras que la visión es: “Para el 2030 serán la segunda empresa en Ecuador, reconocida por agua mineral y derivados, ocupando al menos el 25% del mercado local; generando al menos el 20% de los ingresos, de mercados internacionales.”

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

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

El Directorio es el máximo órgano responsable de la administración, asegurándose de la viabilidad presente y futura de FUENTES SAN FELIPE S.A., de manera que siga generando valor para los grupos de interés. El Directorio estará integrado por cinco miembros como mínimo y nueve como máximo, actualmente compuesto por 5 miembros designados por la Junta General de Accionistas por períodos de dos años que pueden ser reelectos. De estos 3 son miembros externos y 2 internos, de conformidad con el Estatuto Social. Se reúnen en sesiones de Directorio una vez al mes, con la posibilidad de realizar convocatorias extraordinarias, de ser necesario.

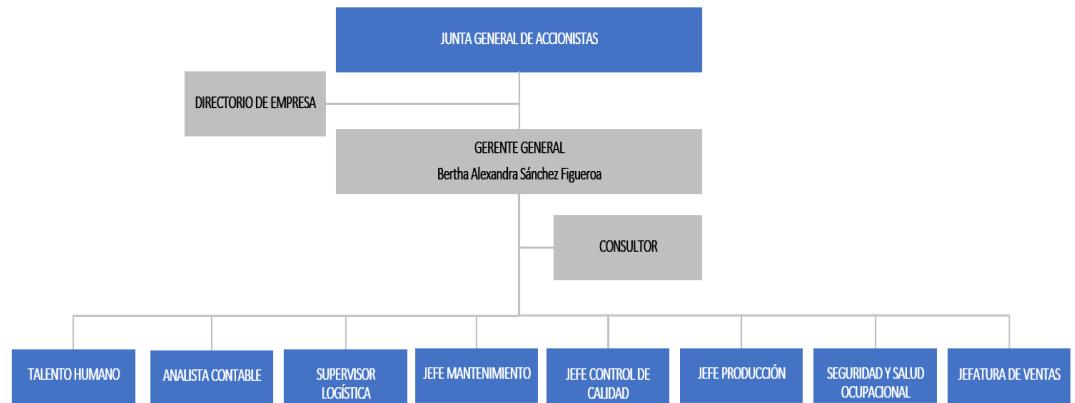
MIEMBROS DIRECTORIO	CARGO
Augusto Sánchez	Presidente
Augusto Garzón	Vicepresidente
Isabel Daza	Director principal
María Isabel Parra	Director principal
Carlos Villacís	Director principal
Nelson Sánchez	Secretario

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

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

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

En la actualidad, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC emplea a 88 trabajadores en las diferentes áreas de la compañía. La compañía cuenta con 3 comités: ejecutivo, SSO y operaciones. Adicionalmente, se realizan evaluaciones de desempeño a todo el personal de la empresa, siendo la última realizada en el mes de septiembre y cuentan con una Plan Anual de Capacitaciones. No existen sindicatos, ni conflictos laborales.



Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

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

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

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

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

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

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

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

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

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

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, no reportaba actividad dentro del ámbito de la responsabilidad social, a pesar de que, trabaja continuamente en el reciclado de sus productos y que dentro de sus objetivos específicos se encuentra el incrementar el porcentaje de PET reciclado en instalaciones propias. Sin embargo, la Gerencia inauguró la Academia San Felipe, para la formación de líderes de línea en el área de producción, programa que fue bien recibido por parte del personal y ha permitido aprovechar el talento que dispone y estimular a que hagan carrera dentro de la empresa. Adicionalmente, la Gerencia gestionó con la Cámara de la Pequeña Industria de Cotopaxi, de la cual la compañía es miembro, la inoculación de dos dosis de la vacuna contra la COVID 19, para todos los colaboradores de la empresa.

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

NEGOCIO

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

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

FRUMM

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

AGUA CON GAS SAN FELIPE

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

AGUA SIN GAS SAN FELIPE

- Agua San Felipe purificada sin gas ayuda al excelente funcionamiento del organismo.

LIMONADA NARANJADA FELIPÍN

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

SAN FELIPE PLUS

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

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

La fuerza de ventas de la compañía la canaliza a través de las principales cadenas de autoservicio del país:

- Farmacias Fybeca
- Farmacias Sana Sana
- Megamaxi
- Supermaxi
- Oki Doki
- Supermercados Santa María
- Me Gusta Market
- Akí

RIESGO OPERATIVO

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

RAMOS-PÓLIZAS DE SEGURO	COMPAÑÍA ASEGURADORA	FECHA VENCIMIENTO
Rotura de máquina	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2024
Robo y asalto	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2024
Incendio	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2024
Responsabilidad civil	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	11/8/2024
Vehículos livianos	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	1/8/2024
Vehículos pesados	Sweaden Compañía de Seguros S.A.	1/8/2024

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

PRESENCIA BURSÁTIL

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

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

Fuente: SCVS

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

LIQUIDEZ INSTRUMENTOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
	32	15	750.000
	1	2	47.000
	1	2	110.000
	1	1	66.000
Primer Programa Papel Comercial	182	3	171.300
	8	2	48.200
	13	6	246.900
	143	2	125.000
	1	1	82.000
	1	3	151.155
Primera Emisión de Obligaciones	59	7	600.000

Fuente: SCVS

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

INSTRUMENTO

Con fecha 31 de octubre de 2023, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Compañía FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC autorizó el Segundo Programa de Corto Plazo o Papel Comercial por un monto de hasta USD 800.000 por hasta 720 días.

SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	800.000	359	720	Al vencimiento	Cupón cero
Saldo vigente	No aplica					
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	Prenda comercial rotativa de inventarios por USD 273.000.					
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán destinados 100% para financiar parte del Capital de Trabajo del giro propio de la empresa, consistente en compra de productos, insumos o materias primas y reestructuración de pasivos consistente en el pago de obligaciones de corto plazo.					
Valor nominal	El valor nominal de cada valor será de un centavo de dólar de estados unidos de américa (USD 0,01).					
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil					
Rescates anticipados	Se contemplan redenciones, sorteos y rescates anticipados, de conformidad con lo previsto en el Contrato de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo					
Underwriting	No contempla la existencia de un contrato de <i>underwriting</i> .					
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	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.					
Resguardos de Ley	<ul style="list-style-type: none"> 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					

SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

	<ul style="list-style-type: none"> Mantener durante el programa de papel comercial, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> El EMISOR se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de Deuda financiera / Patrimonio no mayor a 2 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerará todas las obligaciones de corto y largo plazo contraídas con el sistema financiero y mercado de valores.

Fuente: Circular de Oferta Pública

El detalle de colocaciones del Segundo Programa de Papel Comercial se realizará en calificaciones futuras, al ser esta la calificación inicial. De igual forma al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos se verificará en revisiones posteriores.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El presente Programa de Papel Comercial está respaldado por la Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 30 de septiembre de 2023, la compañía mantuvo un total de activos de USD 3,65 millones, de los cuales USD 2,29 millones fueron activos menos deducciones.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A verificó la información del monto máximo de emisión de la empresa, con información financiera cortada al 30 de septiembre de 2023, evidenciando que el monto máximo de emisión se encuentra dentro del límite establecido. Se calculará el monto máximo de emisión 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 renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir."

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (SEPTIEMBRE 2023)	MONTO (USD)
Activo Total	3.646.164
(-) Activos o impuestos diferidos	25.479
(-) Activos gravados	-
(-) Activos en litigio	-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias	-
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores	1.322.178
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor	-
Total activos menos deducciones	2.288.507
80 % Activos menos deducciones	1.830.806

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

El 80% de los activos menos deducciones alcanzó USD 1,83 millones, por lo que el monto del presente programa de papel comercial se encuentra dentro de los límites establecidos en la normativa vigente.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de septiembre de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 1,68 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Por otro lado, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor del Segundo Programa de Papel Comercial de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, así como de los valores que mantiene en circulación, representan el 111,47% del 200% del patrimonio y el 222,94% del patrimonio al 30 de septiembre de 2023, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (SEPTIEMBRE 2023)	MONTO (USD)
Patrimonio	951.925
200% Patrimonio	1.903.849
Saldo Titularización de Flujos en circulación	-
Saldo Primer Programa de Papel Comercial	750.000
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	572.178
Nueva Emisión de Obligaciones	800.000
Total Emisiones	2.122.178
Total Emisiones/200% Patrimonio	111,47%

Fuente: FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

GARANTÍA ESPECÍFICA

Al tener una limitación patrimonial por parte de la normativa que señala el cumplimiento del 200% de patrimonio, se decidió constituir una garantía específica que cubre por lo menos el 120% del monto excedido. Considerando que es necesario superar la limitación patrimonial de la compañía, se constituirá una prenda comercial rotativa sobre inventarios por un monto de USD 273 mil.

Se aclara que dada la naturaleza rotativa de los inventarios, estos serán continuamente reemplazados por otros inventarios durante la vigencia del Programa y que sumarán el monto de USD 273 mil.

PERFIL FINANCIERO

PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros de los años 2020, 2021 y 2022 auditados por Willi Bamberger & Asociados Cía. Ltda. Estos estados financieros no presentaron salvedades en la opinión. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte septiembre 2022 y 2023 según consta en anexos.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

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 líquidos con marca San Felipe, la cual ha venido ganando mayor mercado año a año.

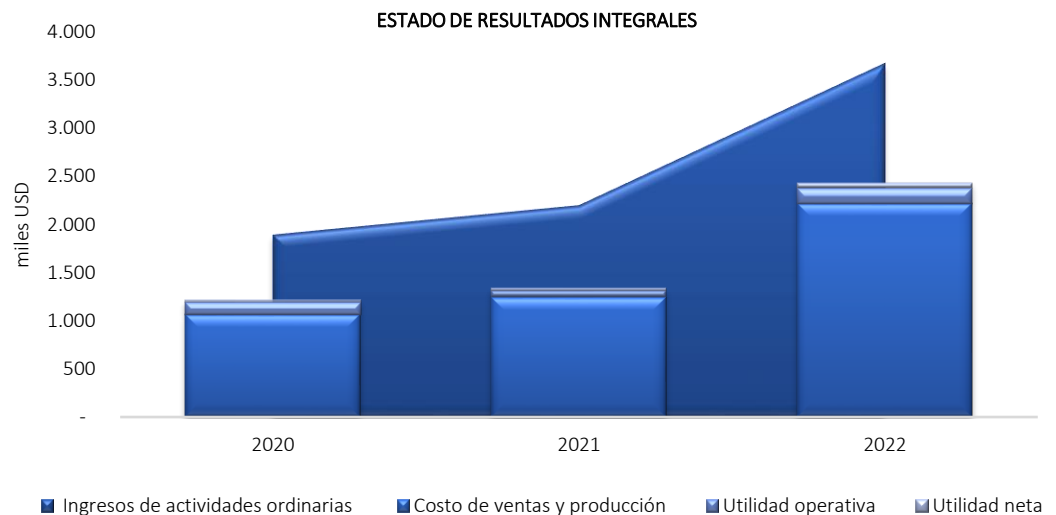
Al cierre de 2021, se evidencia una recuperación de los ingresos al registrar un incremento de 16% (USD 306 mil). La continua innovación del portafolio de productos y adición de nuevos productos permitieron a la compañía alcanzar máximos históricos en sus ingresos reportando USD 2,20 millones. Para 2022, la venta de líquidos incrementó un 61% con respecto a 2021. Líneas recientes de producto como refrescos, néctar, botellones y otros productos con valor agregado experimentaron crecimientos evidenciando el desarrollo de nuevos productos que con la correcta implementación de estrategias comerciales generaron resultados favorables. El mercado donde

desempeña sus operaciones FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, es un mercado muy competitivo por lo que la innovación, cambio de imagen y demás adaptaciones a las tendencias es de vital importancia.

PRODUCTOS	2020	2021	2022
	(USD)		
Venta líquido	2.315.616	2.621.658	4.208.373
Otros	118.723	4.885	2.368
Dispensadoras, botellones	23.987	15.744	-
Productos comercializables	-	8.254	-
Venta de combos	-	32.453	-
Venta de envases y jabas	-	784	-
Ventas SF Plus	-	30.394	-
Venta de servicios	-	88.879	146.540
Venta de activos fijos	-	10.138	-
(-) Descuento en ventas	(566.517)	(615.431)	(683.365)
Total	1.891.809	2.197.758	3.673.917

Fuente: Estados financieros auditados 2020 -2022

Dentro de la comparación interanual, los ingresos de la compañía mantienen crecimiento con respecto al interanual de 40% (USD 1,04 millones) pasando de USD 2,56 millones en septiembre de 2022 a USD 3,60 millones en septiembre de 2023. La venta de líquidos, principal fuente de ingresos, continua en ascenso.



Fuente: Estados financieros auditados 2020 - 2022

En cuanto al costo de ventas, este mantiene un comportamiento alineado a la evolución de los ingresos, sin embargo, al considerar la participación de los costos para los ingresos se aprecia un incremento pasando de 56,14% en 2020 a 60,36% en 2022, lo que se atribuye al alza de precio del plástico. Para septiembre de 2023, este indicador se ubicó en 60,14% manteniendo una participación similar en relación con el interanual (60,08%). Dentro de los costos los rubros de mayor relevancia son los envases botellón, los envases para el agua mineral con y sin gas y agua mineral de vidrio, lo que va de la mano con el enfoque de producción del Emisor.

En función del comportamiento del costo de ventas, el margen bruto mantuvo un comportamiento decreciente entre 2020 y 2022, con un nivel promedio de 42%. Sin embargo, a nivel monetario, la utilidad bruta presentó un crecimiento de 75% ante el incremento en los ingresos antes mencionado. A pesar del encarecimiento generalizado de materias primas durante 2023, producto del proceso inflacionario que afecta a nivel mundial y local, el margen bruto mantuvo la participación sobre los ingresos a septiembre de 2023 con respecto al interanual, alcanzando el 40% de las ventas, sin embargo, con un nivel monetario superior alcanzando un monto de USD 1,43 millones (USD 1,02 millones a septiembre de 2022).

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos operativos se concentraron principalmente en sueldos y salarios, gastos de promoción y materiales y suministros. La compañía cuenta con una estructura de gastos operativos que varía en función del volumen de ventas. Dado el crecimiento experimentado por la empresa, el nivel de gastos operativos ha crecido pasando de USD 701 mil en el 2020 hasta USD 1,29 millones al cierre de 2022, sin embargo, la participación que estos presentan sobre el total de ingresos disminuyó en 2 puntos porcentuales pasando de 37% a 35%, lo que evidencia mejoras en la eficiencia operativa. Para septiembre de 2023, este rubro mantiene el comportamiento creciente respecto del interanual al ubicarse en USD 1,28 millones, USD 860 mil a septiembre de 2022, sin embargo con un aumento en la participación sobre las ventas de dos puntos porcentuales ubicándose en 36%.

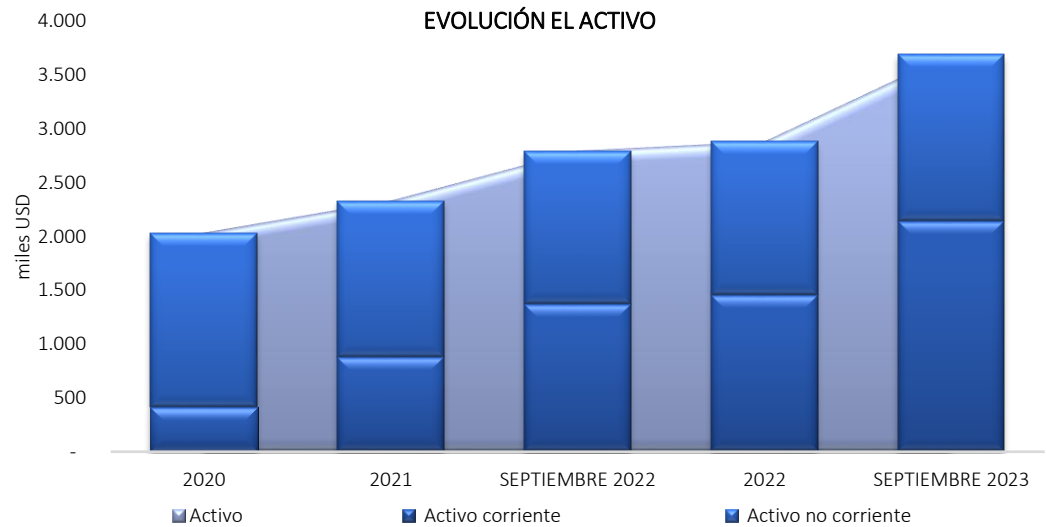
Durante 2021, a pesar del incremento que presentaron las ventas, la combinación de un mayor costo de materia prima y la mayor participación en la estructura de los gastos repercutió sobre los resultados operativos reportando una disminución de 52% con respecto a 2020, sin embargo, manteniendo resultados positivos. Para 2022, ante la mejora de eficiencia en la estructura operativa, la utilidad operativa se presentó superior tanto a nivel monetario como la participación sobre las ventas. En función del comportamiento de los resultados operativos, el EBITDA mantuvo una tendencia creciente entre 2020 y 2022.

El gasto financiero mostró una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 30 mil en 2020 a USD 40 mil en 2022 comportamiento que se atribuye al incremento de la deuda financiera de la empresa. Cabe resaltar que las obligaciones con entidades financieras han venido disminuyendo paulatinamente dada la propia amortización y en línea con la estrategia de la compañía de financiarse principalmente con el Mercado de Valores, tomando esta última, un mayor peso sobre el endeudamiento total. La cobertura que ofreció el EBITDA sobre este rubro fue satisfactoria. Específicamente, al cierre de 2022 el EBITDA cubrió en 6,78 veces a los gastos financieros del periodo evidenciando una adecuada posición de solvencia.

Los resultados de la empresa durante el periodo 2020 a 2022 se mantuvieron en valores positivos, incluso en situaciones adversas ante escenarios menos favorables y condiciones de estrés. Es así como la utilidad neta incrementó consistentemente de USD 22 mil a USD 51 mil. A septiembre de 2023, continua la tendencia con una utilidad neta 74% superior a la del interanual, reportando USD 75 mil. Los indicadores de rentabilidad, a su vez, presentaron una mejora continua en el periodo de análisis. El ROE pasó de 3% en 2020 a 6% en 2022, 9% para septiembre de 2023, tomando en cuenta que el estado de resultados integrales interno no se encuentra liquidado.

CALIDAD DE ACTIVOS

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. Al cierre de septiembre de 2023, el 73% del activo total se condensó en estos rubros.



En el caso de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, el índice de liquidez se ubicó por debajo de la unidad en los años 2020 y 2022, manteniendo un valor promedio de 0,75 veces, a diferencia de 2021 donde el indicador de liquidez fue de 1,31. Este comportamiento se atribuye a las características propias de la deuda financiera vigente y estructura de financiamiento de la compañía. Con la emisión de la Primera Emisión de Obligaciones, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC buscó reestructurar el financiamiento de la empresa, aliviando los flujos, es así que a septiembre de 2023 el indicador de liquidez ascendió a 1,12.

El Flujo Libre de Efectivo mostró valores positivos durante el periodo 2020 - 2021 derivado a la mayor representatividad de los cobros a clientes en relación con el efectivo destinado para el pago de materia prima. Para el cierre de 2022, la compañía presentó un Flujo Libre de Efectivo negativo, en función del crecimiento de la cartera, ante mayores ventas a crédito, y el incremento de inventarios necesarios para suplir la demanda de mercado.

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

Las cuentas por cobrar comerciales presentaron un comportamiento creciente entre 2020 y 2022, pasando de USD 97 mil a USD 503 mil, en función del crecimiento en los ingresos y de USD 178 mil en 2021. Cabe mencionar que a partir de 2020, ante la coyuntura económica causada por el COVID-19, se limitó las ventas a crédito y se intensificó la recuperación de cartera con el objetivo de precautelar los niveles de liquidez de la empresa. A septiembre de 2023, continuó la misma tendencia con niveles de ventas incrementales y retomando las ventas a crédito, principalmente con cadenas comerciales, por lo que en el comparativo interanual la cartera incrementó un 22% hasta alcanzar USD 565 mil.

Por defecto la empresa trabaja con cobro inmediato; sin embargo, para facilidad de la relación comercial; y, siempre y cuando el solicitante cumpla con los criterios técnicos para respaldar el cobro del crédito; se entrega crédito acorde al análisis del área de crédito y cobranza. Sobre los 90 días la cuenta pasa a empresa de cobranzas y/o se imputará a la pérdida. Las condiciones de crédito se aplican dependiendo de la categoría de cliente, esta va desde el pago inmediato (cliente individual) hasta los 30 días (cliente corporativo). Para clientes PYME y distribuidores el plazo de crédito es hasta 15 días. Los días de cartera presentaron una tendencia creciente dentro del periodo de análisis pasando de 19 a 49 días, en función de los acuerdos llegados con cada cliente y el periodo de crédito negociado. Para septiembre de 2023, los días de cartera se situaron en 42 días.

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

Los inventarios de la compañía responden a los procesos de producción de la industria en lo que se refiere a productos terminados, y parte fundamental de ellos lo constituye la materia prima como: envases, jabas, agua sin gas, entre otros materiales fundamentales para la operatividad de la empresa. FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantuvo 82 días de inventario el 2022, valor que disminuyó de los 91 días en 2020. El incremento del inventario de la compañía en el periodo de análisis se da por dos factores fundamentales, el primero una demanda creciente de productos “San Felipe”, y el segundo la diversificación del portafolio de productos ofertados, aperturando nuevas líneas de negocio y productos con valor agregado constantemente.

En lo que respecta a la propiedad, planta y equipo, muestra una reducción paulatina durante el periodo analizado pasando de USD 1,45 millones en diciembre 2020 a USD 1,31 millones al cierre de 2022 debido a la depreciación acumulada de los activos. La mayor participación se ubica en las maquinarias, equipos industriales y edificios. Para septiembre de 2023, la propiedad, planta y equipo exhibió un incremento marginal con respecto al cierre de 2022 y el interanual a septiembre de 2022.

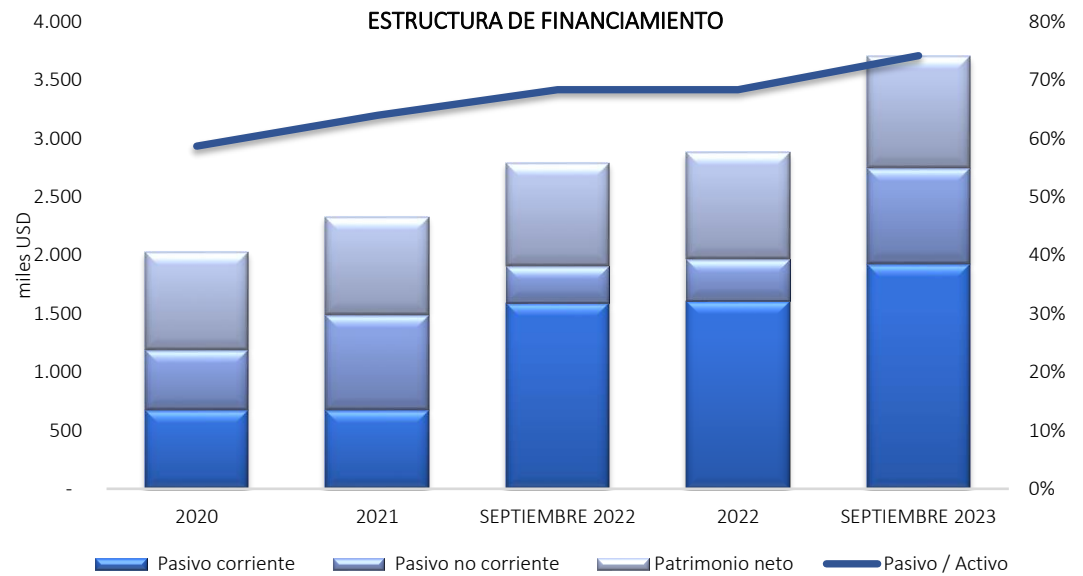
DETALLE PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO	2020	2021	2022	SEP-23
	(USD)			
Terrenos	92.207	92.207	92.207	92.207
Edificios	594.598	594.598	594.598	659.011
Instalaciones	28.113	31.578	31.578	33.888
Maquinaria y equipos industriales	1.434.716	1.472.411	1.479.025	1.486.488
Vehículos	337.138	271.661	271.661	301.681
Muebles y equipos de oficina	47.066	46.405	48.535	53.078
Equipos de computación	56.700	63.471	73.105	88.642
Equipos de comunicación	2.360	2.770	2.770	2.770
Equipo de laboratorio	13.217	13.217	13.565	16.881
Propiedades naturales	6.963	6.983	6.983	20.445
Herramientas	1.221	1.221	1.865	1.865
Otros activos	9.942	13.327	37.175	51.009
Depreciación acumulada	-1.174.366	-1.236.785	-1.342.696	-1.432.044
Total	1.449.875	1.373.064	1.310.372	1.375.921

Fuente: Estados financieros auditados 2020 – 2022 e internos septiembre 2023

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Las principales alternativas externas de financiamiento de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC lo constituyen las obligaciones con entidades financieras, proveedores y recientemente el Mercado de Valores. 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.

Entre 2020 y 2022, el pasivo total mantuvo una tendencia creciente, producto de la necesidad de financiamiento de la compañía variando entre financiamiento con proveedores y la deuda financiera. Para 2020 dada la coyuntura económica y la incertidumbre que se vivía a nivel nacional la empresa tomo una posición conservadora, en donde no adquirió mayor endeudamiento por lo que para ese año el pasivo llegó hasta USD 1,19 millones siendo el valor más bajo reportado en los últimos tres años de análisis. Para 2021, a medida de la reactivación económica, la empresa, para desarrollar nueva publicidad incrementando un mayor alcance de mercado y apuntando también hacia el mercado extranjero, incrementa los niveles de pasivos con la obtención de financiamiento a través del Mercado de Valores y cuentas por pagar a proveedores. Finalmente para el cierre de 2022, los pasivos incrementan nuevamente con la colocación parcial de la Primera Emisión de Obligaciones, posteriormente colocada en su totalidad durante los primeros meses de 2023, y mayores cuentas por pagar a proveedores no relacionados.



Fuente: Estados financieros auditados 2020 - 2022 e internos septiembre 2022 y 2023

Históricamente, la compañía se ha financiado mayoritariamente a través de préstamos con entidades financieras nacionales: Corporación Financiera Nacional B.P. (CFN), Banco Pichincha C.A., Banco Internacional S.A. y Banco de Guayaquil S.A. En los últimos 3 años el nivel de endeudamiento se ha mantenido entre USD 462 mil y USD 1,03 millones, siendo este último el de mayor incremento por las emisiones en el Mercado de Valores. El destino de estos recursos ha sido para el mantenimiento de las maquinarias, adecuaciones en la infraestructura y compra de inventarios, adicionalmente de la sustitución de pasivos consistentes en el pago de créditos de corto plazo con instituciones financieras. Hasta septiembre de 2023, FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC mantuvo un nivel de deuda financiera que llegó a USD 1,60 millones, producto de la colocación de los valores correspondientes al *revolving* del Primer Programa de Papel Comercial y la Primera Emisión de Obligaciones, cancelando las obligaciones con entidades financieras de largo plazo y créditos obtenidos con entidades financieras locales.

FUENTES DE FINANCIAMIENTO	2020	2021 (USD)	2022
Corto Plazo			
Corporación Financiera Nacional	153.992	-	-
Banco Pichincha C.A.	122.320	-	-
Banco Internacional S.A.	33.866	50.000	-
Banco de Guayaquil S.A.	-	85.047	73.428
Sobregiro bancario	13.164	-	25.066
Interés por pagar	2.660	-	-
Tarjeta Diners	-	-	-
Emisión de obligaciones	-	-	706.000
Sub-Total	326.002	135.047	804.494
Largo plazo			
CFN	-	80.486	-
Banco Pichincha C.A.	119.415	119.415	-
Emisión de obligaciones	-	266.173	112.000
Sub-Total	119.415	466.073	112.000
Total	445.417	601.120	916.494

Fuente: Estados financieros auditados 2020 – 2022

Los índices relacionados a la deuda financiera histórica demostraron un comportamiento creciente entre 2020 y 2022 fruto de las emisiones en el Mercado de Valores. En efecto, la proporción del activo que es financiada por pasivos pasó de 59% en 2020 a 68% en 2022. Mientras que la deuda financiera, en el análisis histórico, incrementa la participación sobre los pasivos totales pasando de 39% a 52%. A septiembre de 2023, el pasivo financió el 74% de los activos, mientras que la deuda financiera mantuvo una participación de 59% del total de pasivos.

La deuda neta de la empresa, es decir la deuda con costo financiero menos el efectivo disponible, tuvo una evolución creciente durante el periodo 2020 – 2022. En 2022 alcanzó el nivel máximo (USD 1,03 millones) impulsada por la Primera Emisión de Obligaciones aprobado en este año por un monto de USD 600 mil y la colocación del Primer Programa de Papel Comercial. Para septiembre de 2023, ante la colocación total de la Primera Emisión de Obligaciones, la deuda neta incrementó a USD 1,17 millones.

El nivel de apalancamiento operativo se evidencia en el incremento de las cuentas por pagar comerciales durante el periodo, que pasaron de USD 203 mil en 2020 a USD 572 mil en 2022. La compañía mantiene relaciones óptimas con los proveedores, lo cual le permite financiar una parte de sus operaciones mediante recursos que no le generan un costo financiero. Los días promedio de pago a proveedores fueron de 86 días, de esta manera, el periodo de recuperación de cartera es inferior al periodo de pago a proveedores, lo cual genera una adecuada posición sobre los flujos de la empresa.

Dentro de los principales proveedores de la compañía se encuentran empresas principalmente envasadoras de plástico y embotelladoras de vidrio, como son: W.A. Etiquetas Internacionales Cía. Ltda., Plásticos del Litoral PLASLIT S.A., Plastiazuay S.A., Empaqplast S.A., Cristalería del Ecuador S.A. CRIDESA, entre otros.

En lo que respecta a la política que mantiene la empresa para las cuentas por pagar, se mencionan diversos acápite según se ajuste cada escenario. En la generalidad de los casos todos los pagos a proveedores se realizan previa autorización del flujo de caja aprobado por la gerencia general. La aprobación del pago a proveedores se hará en función del vencimiento de las facturas y del tipo de gasto y se realizará una revisión conjunta con la contadora para la elaboración de la hoja de pagos sugeridos. Cuando por problemas de flujo no se pueda cumplir con las fechas de pago establecidas a proveedores, se deberá informar al proveedor la fecha de pago en función a las aprobaciones del flujo de caja semanal entregado a la gerencia.

Por otro lado, el patrimonio de la compañía mantuvo su financiamiento sobre activos de 36% durante el periodo de análisis, evidenciando el fortalecimiento del patrimonio por parte de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC. A nivel monetario, el patrimonio se incrementó principalmente por la revalorización de los activos de la empresa, junto con la mejora de resultados del ejercicio y el incremento en USD 10 mil del capital social, permitiéndole mantener un indicador de financiamiento estable a través de recursos propios y un nivel de apalancamiento adecuado.

PERFIL PROYECTADO

PROYECCIONES DE GLOBALRATINGS

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión, se basan en los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico durante el periodo analizado y en la posición financiera a marzo de 2023.

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

En este sentido, y en función del comportamiento registrado hasta septiembre de 2023, se proyectan ventas crecientes al cierre de 2023, con un incremento anual estimado de 32%, 25% para 2024 y 10% para años posteriores siendo este un escenario conservador frente a las proyecciones del Emisor.

La participación del costo de ventas para el cierre de 2023 se proyecta estable con respecto a 2022, en niveles cercanos a 60%. La normalización en las condiciones de mercado para periodos posteriores debería tender a estabilizar este rubro, por lo que se contempla una participación del costo sobre las ventas de forma similar en el 2024 y 2025. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de

la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, la cartera no relacionada se estima que se incrementa producto del mayor dinamismo en las ventas y las perspectivas de la empresa en cuanto a abarcar un mayor mercado local y una paulatina expansión a nivel internacional, por lo que se estima mantener en el periodo proyectado este comportamiento en 50 días de cartera.

El rubro de inventarios mantendrá días promedio de 90 manteniendo coherencia con el comportamiento que mostró la empresa durante los últimos años. Asimismo, se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una estructura de cuentas por pagar estable y con valores de deuda que disminuyan gradualmente a la culminación del periodo de vigencia del Papel Comercial. Las proyecciones realizadas contemplan la revolvencia del Segundo Programa de Papel Comercial y la renovación de préstamos con entidades financieras de acuerdo con la política de endeudamiento de la compañía.

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

La deuda financiera conforma un porcentaje importante del total de pasivos debido a la estrategia de la compañía de fondearse con el Mercado de Valores. Para años posteriores se proyecta mantener esta relación, al concentrar los pasivos en deuda con costo. La deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo se estiman similares al cierre de 2023 con respecto a 2022 como consecuencia de las colocaciones de emisiones en el Mercado de Valores para financiar el capital de trabajo. No obstante, se estima que la deuda neta empiece a disminuir paulatinamente durante el periodo de vigencia de la Emisión.

La Necesidad Operativa de Fondos se estima que se mantenga en positivo por el incremento de las cuentas por cobrar derivado del financiamiento que necesitan los clientes y los niveles de inventario.

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

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AA (+)

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

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

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

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

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc

Presidente Ejecutivo

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
ACTIVO	2.030	2.328	2.880	3.801	3.942	4.219	2.792	3.646
Activo corriente	410	883	1.452	2.216	2.345	2.608	1.370	2.093
Efectivo y equivalentes al efectivo	24	224	271	449	221	277	134	310
Inversiones temporales CP	-	-	-	-	-	-	-	120
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP-VIGENTE	97	178	503	674	842	926	463	565
Inventarios	270	381	504	721	887	984	541	721
Servicios y otros pagos anticipados	14	66	78	117	135	155	122	186
Anticipos a proveedores	5	7	38	157	159	160	36	110
Activos por impuestos corrientes	-	22	53	93	98	103	66	75
Otros activos corrientes	(0)	6	4	4	3	2	8	5
Activo no corriente	1.620	1.445	1.428	1.585	1.598	1.611	1.421	1.553
Propiedades, planta y equipo	2.532	2.518	2.561	2.817	2.958	3.106	2.432	2.716
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(1.174)	(1.237)	(1.343)	(1.459)	(1.587)	(1.722)	(1.188)	(1.432)
Terrenos	92	92	92	92	92	92	92	92
Activos por impuesto diferido	25	25	32	32	32	32	25	25
Otros activos no corrientes	144	47	86	103	103	103	59	152
PASIVO	1.192	1.490	1.971	2.836	2.836	2.979	1.910	2.694
Pasivo corriente	674	674	1.611	2.198	2.151	1.518	1.591	1.877
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	203	333	572	601	690	820	467	667
Obligaciones con entidades financieras CP	326	135	98	72	125	175	97	209
Obligaciones emitidas CP	-	-	706	1.072	856	28	750	491
Préstamos con terceros CP	17	61	111	294	300	300	125	294
Pasivo por impuestos corrientes	47	50	64	95	114	126	72	55
Provisiones por beneficios a empleados CP	48	63	60	63	67	70	-	-
Otros pasivos corrientes	33	32	-	-	-	-	80	161
Pasivo no corriente	518	817	360	638	685	1.461	319	817
Obligaciones con entidades financieras LP	119	200	-	-	75	850	0	-
Obligaciones emitidas LP	-	266	112	84	28	-	-	601
Provisiones por beneficios a empleados LP	380	347	245	552	580	609	315	216
Otros pasivos no corrientes	19	3	2	2	2	2	3	0
PATRIMONIO NETO	838	838	910	965	1.107	1.240	882	952
Capital suscrito o asignado	110	140	150	150	150	150	140	150
Reserva legal	28	28	30	32	38	52	32	32
Superávit por revaluación	300	300	300	300	300	300	300	300
Ganancias o pérdidas acumuladas	158	136	169	215	267	395	148	197
Ganancia o pérdida neta del periodo	22	24	51	58	142	133	43	65
Otras cuentas patrimoniales	220	210	210	210	210	210	218	208

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias	1.892	2.198	3.674	4.850	6.062	6.668	2.562	3.598
Costo de ventas y producción	1.062	1.250	2.218	2.885	3.546	3.934	1.539	2.164
Margen bruto	830	948	1.456	1.964	2.516	2.734	1.023	1.434
(-) Gastos de operación	(701)	(885)	(1.294)	(1.722)	(2.152)	(2.334)	(860)	(1.277)
Utilidad operativa	129	62	163	242	364	400	163	157
(-) Gastos financieros	(30)	(47)	(40)	(146)	(136)	(146)	(51)	(89)
Ingresos (gastos) no operacionales netos	(46)	32	(50)	(5)	(6)	(13)	(68)	(3)
Utilidad antes de participación e impuestos	52	46	73	92	222	241	43	65
(-) Participación trabajadores	(8)	(7)	(11)	(14)	(33)	(36)	-	-
Utilidad antes de impuestos	44	39	62	78	189	205	43	65
(-) Gasto por impuesto a la renta	(22)	(15)	(12)	(19)	(47)	(51)	-	-
Utilidad neta	22	24	51	58	142	154	43	65
EBITDA	232	167	269	359	492	535	163	168

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	REAL			PROYECTADO		
Flujo Actividades de Operación	101	72	(892)	(57)	52	255
Flujo Actividades de Inversión	(92)	(28)	(82)	(256)	(141)	(148)
Flujo Actividades de Financiamiento	(18)	156	1.021	491	(138)	(31)
Saldo Inicial de Efectivo	32	24	224	271	449	221
Flujo del período	(8)	200	47	178	(227)	76
Saldo Final de efectivo	24	224	271	449	221	298

ÍNDICES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
MÁRGENES								
Costo de Ventas / Ventas	56%	57%	60%	60%	59%	59%	60%	60%
Margen Bruto/Ventas	44%	43%	40%	41%	42%	41%	40%	40%
Utilidad Operativa / Ventas	7%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	4%
LIQUIDEZ								
Capital de trabajo (miles USD)	(264)	209	(159)	17	193	1.110	(221)	216
Prueba ácida	0,21	0,75	0,59	0,68	0,68	1,08	0,52	0,73
Índice de liquidez	0,61	1,31	0,90	1,01	1,09	1,73	0,86	1,12
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	101	72	(892)	(57)	52	255	-	-
SOLVENCIA								
Pasivo total / Activo total	59%	64%	68%	75%	72%	70%	68%	74%
Pasivo corriente / Pasivo total	57%	45%	82%	78%	76%	51%	83%	70%
EBITDA / Gastos financieros	7,62	3,53	6,78	2,46	3,63	3,67	3,18	1,88
Años de pago con EBITDA (APE)	1,89	2,62	2,82	2,99	2,36	1,97	5,15	6,95
Años de pago con FLE (APF)	4,33	6,10	-	-	22,43	4,14	-	-
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	189	167	(35)	613	1.352	1.128	130	605
Razón de cobertura de deuda DSCRC	1,23	1,00	(7,65)	0,59	0,36	0,47	1,25	0,28
Capital social / Patrimonio	13%	17%	16%	16%	14%	12%	16%	16%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	1,42	1,78	2,17	2,94	2,56	2,36	2,17	2,83
ENDEUDAMIENTO								
Deuda financiera / Pasivo total	39%	44%	52%	54%	49%	45%	51%	59%
Deuda largo plazo / Activo total	6%	20%	4%	2%	3%	20%	0%	16%
Deuda neta (miles USD)	438	439	757	1.073	1.162	1.055	838	1.166
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	164	226	436	794	1.039	1.090	537	620
RENTABILIDAD								
ROA	1%	1%	2%	2%	4%	4%	2%	2%
ROE	3%	3%	6%	6%	13%	12%	7%	9%
EFICIENCIA								
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	3	2	3	3	3	3	3	3
Días de inventario	91	110	82	90	90	90	95	90
Días de cartera CP	19	29	49	50	50	50	49	42
Días de pago CP	69	96	93	75	70	75	82	83

DEUDA NETA (MILES USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	326	135	98	72	125	175	97	209
Obligaciones emitidas CP	-	-	706	1.072	856	28	750	491
Préstamos con terceros CP	17	61	111	294	300	300	125	294
Obligaciones con entidades financieras LP	119	200	-	-	75	850	0	-
Obligaciones emitidas LP	-	266	112	84	28	-	-	601
Subtotal deuda	462	662	1.028	1.522	1.384	1.353	972	1.595
Efectivo y equivalentes al efectivo	24	224	271	449	221	298	134	310
Inversiones temporales CP	-	-	-	-	-	-	-	120
Deuda neta	438	439	757	1.073	1.162	1.055	838	1.166

NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Inventarios	270	381	504	721	887	984	541	721
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP - VIGENTE	97	178	503	674	842	926	463	565
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	203	333	572	601	690	820	467	667
NOF	164	226	436	794	1.039	1.090	537	620

SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	182	326	135	98	72	125	135	98
Obligaciones emitidas CP	-	-	-	706	1.072	856	-	706
Préstamos con terceros CP	-	17	61	111	294	300	61	111
(-) Gastos financieros	30	47	40	146	136	146	68	119
Efectivo y equivalentes al efectivo	24	224	271	449	221	298	134	430
SERVICIO DE LA DEUDA	189	167	(35)	613	1.352	1.128	130	605

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

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

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

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

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Financiera.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3, 4 y 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
MONTO MÁXIMO EMISIÓN	Artículo 2, Sección I, Capítulo VI, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
200% PATRIMONIO	Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.