

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO
DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 021/2026 del 30 de enero de 2026

Información Financiera cortada al 30 de noviembre de 2025

Analista: Lcdo. Luis Zabala

luis.zabala@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

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

Segunda Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2025-00022711 del 08 de mayo de 2025.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 021/2026 del 30 de enero de 2026 decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** a la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL por un monto de hasta un millón de dólares (USD 1.000.000,00).

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

A las categorías se pueden asignar los signos (+) o (–) para indicar su posición relativa dentro de la misma categoría. La gradación de las categorías de calificación deberá realizarse conforme a los criterios que se establezcan en la metodología de calificación.

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

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

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

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

Sobre el Emisor:

- DULCENAC S.A. DULCERÍA NACIONAL es una empresa ecuatoriana, dedicada inicialmente a la fabricación de barquillos y almohaditas rellenos. principalmente bajo la marca “Crokits”. Posteriormente, implementó las líneas de cereales, barras de cereal y snacks bajo las marcas “Crokits”, “Dulzura”, “Brunchys”, “VidaFit”, “Gelito”, “Textitos”, entre otras.

- DULCENAC S.-A., DULCERÍA NACIONAL se ha esmerado en crear valor agregado a cada uno de sus productos, mediante el uso de tecnología innovadora, respetando los estándares de calidad y evidenciándolo a través de la obtención de certificados que los avala.
- Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de expansión y crecimiento, con el fin de incursionar en nuevas líneas de productos que puedan alinearse a las necesidades de sus clientes dentro del mercado alimenticio, tanto en el canal moderno como en el tradicional; agregando además la próxima incursión en el mercado internacional.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento en el segmento en el cual desarrollan sus actividades, lo que le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Los ingresos de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 7,04 millones en diciembre de 2021 a USD 12,47 millones en diciembre de 2024, como efecto de mayores ventas en la mayoría de sus líneas de negocio (barras, cereal, barquillos, polvos y avena). Para noviembre de 2025 los ingresos continúan su tendencia al alza (+41,41%) registrando USD 11,26 millones en noviembre de 2024 y USD 15,93 millones en noviembre de 2025. Este comportamiento se relaciona principalmente con la estrategia de expansión adoptada por la compañía, orientada a lograr una mayor penetración en su mercado objetivo. De igual manera, responde al incremento en el volumen de ventas de la línea de “barquillos y wafer”. Según la administración, esta dinámica se debe a la aplicación de nuevas estrategias comerciales, el establecimiento de alianzas con nuevos clientes y el aumento de exportaciones hacia diversos países.
- La compañía mantuvo un margen operativo positivo y relativamente estable durante el periodo analizado, pasando de 6,32% en 2022 a 6,92% en 2023 y 6,71% en 2024, reflejo de una gestión eficiente de sus recursos. Para el análisis interanual, el margen operativo continuo con la tendencia al alza, al pasar de 7,82% en noviembre de 2024 a 9,10% en noviembre de 2025, como efecto de mayores ingresos.
- Luego de cubrir los componentes no operativos y tributarios, la compañía generó utilidades positivas en todos los periodos. No obstante, el margen neto se redujo de 0,64% en 2023 a 0,25% en 2024. A nivel interanual, se evidenció un incremento, al pasar de 0,79% en noviembre de 2024 a 2,01% en noviembre de 2025, principalmente como resultado de mayores ingresos generados por la compañía.
- El EBITDA acumulado representó el 10,91% de los ingresos en 2023 y el 10,26% en 2024. Para noviembre de 2025 el EBITDA (acumulado) significó un 11,79% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2024 (11,36% de los ingresos), y, en términos monetarios este creció en 46,74%. Estos resultados evidencian que la compañía posee capacidad suficiente para generar flujo propio y cubrir sus gastos financieros.
- Los activos totales de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, pues pasaron de USD 12,20 millones en el año 2023 a USD 15,04 millones en 2024 y USD 17,34 millones en noviembre de 2025. Lo anterior obedece a los movimientos registrados principalmente en cuentas por cobrar clientes.
- Al 30 de noviembre de 2025, la compañía concentra el 85,63% de la cartera total en la categoría por vencer (88,42% en diciembre de 2024); y la diferencia de 14,37% corresponde a cartera vencida (11,58% en diciembre de 2024), la cual se concentró en el rango de 1 a 30 días. Los resultados mencionados anteriormente presentan una posición ligeramente inferior frente a diciembre de 2024, no obstante, se mantiene una estructura relativamente sana.
- El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos presentó una tendencia creciente como efecto del registro de mayores deudas con costo, es así como pasaron de financiar el 67,70% de los activos en el año 2023 a 73,59% en diciembre de 2024 y 75,25% en noviembre de 2025.
- El patrimonio registró un crecimiento moderado en valores absolutos, al pasar de USD 3,94 millones en 2023 (32,30% del total de activos) a USD 3,97 millones en 2024 (26,41% del total de activos) y USD 4,30 millones en noviembre de 2025 (24,75% del total de activos).
- Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad (excepto en el año 2022), con lo cual la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.
- El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio) resalta la importancia del financiamiento a través de recursos de terceros, el mismo que creció de 2,10 veces en el año 2023 a 2,79 veces en diciembre de 2024 y 3,04 veces en noviembre de 2025.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 20 de febrero de 2025, el único accionista de la compañía DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, que actúa personalmente y ejerce las funciones propias de la Junta General Extraordinaria, resolvió autorizar la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, por un monto de hasta USD 1.000.000,00.
- Con fecha 24 de marzo de 2025, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL en calidad de Emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., como Agente Estructurador y Colocador, y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron la escritura de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL.
- Con fecha 22 de mayo de 2025, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. inició la colocación de los valores entre diversos inversionistas, y hasta el 30 de junio de 2025 la colocación del 100% del monto aprobado (USD 1,00 millón).
- Hasta el 30 de noviembre de 2025, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones ascendió a la suma de USD 1,00 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna los respectivos dividendos.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- ❖ Al 30 de noviembre de 2025 el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
- La emisora se compromete a mantener, durante el periodo de vigencia de esta emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72.
 - ❖ Al 30 de noviembre de 2025 el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
- Con fecha 30 de noviembre de 2025, el emisor presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 7,14 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 5,71 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,71 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Durante el periodo transcurrido, se observa que las cifras a noviembre de 2025 fueron comparadas con las proyecciones a diciembre de 2025, haciendo la calificadora constar su avance.

Riesgos Previsibles en el Futuro

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

- El surgimiento de nuevos competidores, con productos sustitutos o complementarios en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo, lo cual se está mitigando a través de la expansión de mercados.
- Fluctuaciones en el precio de sus materias primas (maíz y trigo que son productos commodities) por factores especulativos de oferta y demanda a nivel internacional, lo que traería consigo posibles problemas en los márgenes de la compañía, en caso de no poder trasladar sus efectos al precio de venta de los productos. La Administración maneja un riguroso seguimiento de los precios para tomar los correctivos necesarios a través de cambios en recetas y traslado progresivo de los costos hacia los precios de venta.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los clientes de la compañía podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda

de los productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis. No obstante, según lo mencionado por la administración, la compañía, dentro de su trayectoria, ha aplacado estos impactos implementando exitosas acciones y estrategias.

- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones que se relacionen con la importación de materia prima que utiliza la compañía para su operación, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar principalmente a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible. En base a ello la Administración de la compañía se mantiene constante en la búsqueda de proveedores, tanto locales como del exterior.
- Cambios en las tendencias de consumo de la gente, es decir preferencias por productos con mayor aporte nutricional al que oferta al emisor, o a su vez que estos productos sean preparados de una manera más amigable con el medio ambiente, con lo cual podría verse afectado ciertas áreas de producción de la compañía, lo que ocasionaría una posible disminución parcial de sus ingresos. Sobre esto la Administración constantemente se encuentra ampliando su portafolio de productos de tal forma que este efecto sea mitigado.
- Otros de los riesgos a los que se expone la empresa, está relacionado con la estacionalidad que podrían presentar determinados productos, dado que la demanda de los mismos aumenta o disminuye dependiendo de la temporada. La administración constantemente lanza nuevas líneas ampliando así su portafolio de productos.
- Una desaceleración de la economía podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo. Sin embargo, la compañía mitiga este posible evento a través de un riguroso monitoreo de las capacidades de pago de sus clientes.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial podrían repercutir sobre los resultados de la compañía.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- Al no poseer una flota propia de transporte, la compañía está expuesta a riesgos relacionados con su logística, lo cual podría incidir en el retraso de la entrega de productos y posibles incumplimientos. Sin embargo, la compañía cuenta con varias empresas de transporte reconocidas que le brindan un buen servicio y respuesta oportuna.
- Debido a la crisis energética que enfrentó el Ecuador hasta diciembre de 2024, varios sectores económicos se vieron afectados en aspectos como: el aumento de sus costos operativos, impacto en la cadena de suministros y un posible cambio en los hábitos de consumo. Lo mencionado podría afectar los resultados del sector empresarial en general en caso de que la crisis energética se reanude.
- Los actuales conflictos geopolíticos, incluyendo la guerra entre Rusia y Ucrania, así como las tensiones en Medio Oriente, representan un riesgo externo para el sector industrial del Ecuador, al generar disrupciones en las cadenas de suministro globales y presionar al alza los precios de materias primas estratégicas. Estas condiciones podrían traducirse en mayores costos de producción, retrasos logísticos e inestabilidad en los mercados internacionales, afectando la competitividad y planificación operativa de las industrias locales.

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

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

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado los productos bajo este mecanismo de financiamiento. No obstante, la compañía mantiene una cartera con niveles saludables.

- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría generar cartera que presente un comportamiento irregular de pago o a su vez un sobreendeudamiento de sus clientes, lo que podría comprometer su capacidad de pago y consecuentemente los ingresos de la compañía.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, en los cuales el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Este posible evento es mitigado con pólizas de seguros, mismas que se encuentran vigentes.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión. A pesar de lo mencionado, se debe considerar que la rotación del inventario es alta y la planificación de la producción está atada a buenas estimaciones de la demanda de mercado.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte, el inventario tiene un grado bajo para ser liquidado, pues depende de que tenga una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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

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

Al 30 de noviembre de 2025, la empresa no registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a relacionadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

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

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL.
- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2021, 2022, 2023 y 2024 con sus respectivas notas a los Estados Financieros, así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 30 de noviembre de 2024 y 30 de noviembre de 2025.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Circular de Oferta Pública.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.

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

- Cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes;
- Provisión de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión;
- Posición relativa de la garantía general frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos;
- Capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones, tanto autorizadas como actuales, del emisor y las condiciones del mercado;
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación;
- Conformación accionaria y presencia bursátil;
- Consideración de los riesgos previsibles en el futuro, en escenarios económicos y legales desfavorables;
- Consideración de riesgos inherentes cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a compañías vinculadas;
- Consideración de los riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados; y,
- Cuando exista garantía específica, incluir la evaluación de al menos su capacidad de ser ejecutada y de cubrir las obligaciones en caso de incumplimiento.

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

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

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

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

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

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 20 de febrero de 2025, el único accionista de la compañía DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, que actúa personalmente y ejerce las funciones propias de la Junta General Extraordinaria, resolvió autorizar la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, por un monto de hasta USD 1.000.000,00.

Posteriormente, con fecha 24 de marzo de 2025, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL en calidad de Emisor, conjuntamente con PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A., como Agente Estructurador y Colocador, y ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como Representante de los Obligacionistas, suscribieron la escritura de la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL.

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

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL				
Emisor	DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL			
Capital a Emitir	USD 1.000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Características de los valores	Se emitirán valores desmaterializados de valor nominal unitario de USD 1,00 o sus múltiplos.			
Clase, Monto, Plazo, Tasa de Interés	Clase	Monto (USD)	Plazo (días)	Tasa de Interés
	1	200.000,00	450	10,00% fija anual
	2	200.000,00	630	10,40% fija anual
	3	200.000,00	810	10,75% fija anual
	4	200.000,00	990	11,00% fija anual
	5	200.000,00	1.080	11,00% fija anual
Sorteos y Rescates Anticipados	Los valores correspondientes a esta emisión de obligaciones no serán rescatables anticipadamente y no serán convertibles en acciones.			
Contrato Underwriting	No tiene contrato de underwriting.			
Pago de capital	Clase 1: En el día 360 se paga el 50% de capital; y, en el día 450 se paga el 50% de capital. Clase 2: En el día 540 se paga el 50% de capital; y, en el día 630 se paga el 50% de capital. Clase 3: En el día 720 se paga el 50% de capital; y, en el día 810 se paga el 50% de capital. Clase 4: En el día 900 se paga el 50% de capital; y, en el día 990 se paga el 50% de capital. Clase 5: Trimestralmente.			
Pago de interés	Cada trimestre vencido			
Forma de cálculo del Intereses	Base comercial de 360 días por año.			
Fecha de emisión	Fecha en que se coloque el primer valor de cada clase, respectivamente, por lo que todos los valores de una misma clase tendrán igual fecha de emisión.			
Agente Estructurador y Colocador	PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Tipo de Oferta	Pública.			
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo con lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Destino de los recursos	A sustitución de pasivos con costo financiero más alto o plazo más corto que la emisión de obligaciones, y a capital de trabajo consistente en pago a proveedores por compras de inventario para abastecimiento, producción y posterior venta.			
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.			
Sistema de Colocación	Bursátil.			
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25			
Límite al Endeudamiento	La emisora se compromete a mantener, durante el periodo de vigencia de esta emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,72.			

Fuente: Escritura de Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presentan la tabla de amortización de capital y pago de intereses de la Emisión de Obligaciones sobre los valores colocados:

CUADRO 2,3,4,5,6: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE 1				
FECHA	CAPITAL	INTERÉS	FLUJO	SALDO
				200.000
22/8/2025	-	5.000	5.000	200.000
22/11/2025	-	5.000	5.000	200.000
22/2/2026	-	5.000	5.000	200.000
22/5/2026	100.000	5.000	105.000	100.000
22/8/2026	100.000	2.500	102.500	-
	200.000	22.500	222.500	

CLASE 2				
FECHA	CAPITAL	INTERÉS	FLUJO	SALDO
				200.000
22/8/2025	-	5.200	5.200	200.000
22/11/2025	-	5.200	5.200	200.000
22/2/2026	-	5.200	5.200	200.000
22/5/2026	-	5.200	5.200	200.000
22/8/2026	-	5.200	5.200	200.000
22/11/2026	100.000	5.200	105.200	100.000
22/2/2027	100.000	2.600	102.600	-
	200.000	33.800	233.800	

CLASE 3				
FECHA	CAPITAL	INTERÉS	FLUJO	SALDO
				200.000
2/9/2025	-	5.375	5.375	200.000
2/12/2025	-	5.375	5.375	200.000
2/3/2026	-	5.375	5.375	200.000
2/6/2026	-	5.375	5.375	200.000
2/9/2026	-	5.375	5.375	200.000
2/12/2026	-	5.375	5.375	200.000
2/3/2027	-	5.375	5.375	200.000
2/6/2027	100.000	5.375	105.375	100.000
2/9/2027	100.000	5.375	105.375	-
	200.000	48.375	248.375	

CLASE 4				
FECHA	CAPITAL	INTERÉS	FLUJO	SALDO
				200.000
20/8/2025	-	5.500	5.500	200.000
20/11/2025	-	5.500	5.500	200.000
20/2/2026	-	5.500	5.500	200.000
20/5/2026	-	5.500	5.500	200.000
20/8/2026	-	5.500	5.500	200.000
20/11/2026	-	5.500	5.500	200.000
20/2/2027	-	5.500	5.500	200.000
20/5/2027	-	5.500	5.500	200.000
20/8/2027	-	5.500	5.500	200.000
20/11/2027	100.000	5.500	105.500	100.000
20/2/2028	100.000	5.500	105.500	-
	200.000	60.500	260.500	

CLASE 5				
FECHA	CAPITAL	INTERÉS	FLUJO	SALDO
				200.000
12/9/2025	-	5.500	5.500	200.000
12/12/2025	-	5.500	5.500	200.000
12/3/2026	-	5.500	5.500	200.000
12/6/2026	-	5.500	5.500	200.000
12/9/2026	-	5.500	5.500	200.000
12/12/2026	-	5.500	5.500	200.000
12/3/2027	-	5.500	5.500	200.000
12/6/2027	-	5.500	5.500	200.000
12/9/2027	-	5.500	5.500	200.000
12/12/2027	-	5.500	5.500	200.000
12/3/2028	100.000	5.500	105.500	100.000
12/6/2028	100.000	5.500	105.500	-
	100.000	60.500	160.500	

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

Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de noviembre de 2025)

Con fecha 08 de mayo de 2025, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones de DULCENAC S.A., por un monto de hasta USD 1,00 millón, mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2025-00022711, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 13 de mayo de 2025. Determinando además que el plazo de oferta pública de dicha emisión vence el 08 de febrero de 2026.

Colocación de los Valores

Con fecha 22 de mayo de 2025, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. inició la colocación de los valores entre diversos inversionistas, y hasta el 30 de junio de 2025 la colocación del 100% del monto aprobado (USD 1,00 millón).

Saldo de Capital

Hasta el 30 de noviembre de 2025, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones ascendió a la suma de USD 1,00 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna los respectivos dividendos.

Garantías y Resguardos

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

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

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- ❖ Al 30 de noviembre de 2025, la compañía cumplió con los resguardos mencionados en los incisos anteriores.

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

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

Límite de Endeudamiento

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

- ✓ Al 30 de noviembre de 2025, la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.

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

CUADRO 7: RESGUARDOS

Resguardos	Límite establecido	nov-25	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	$\geq 1,00$	1,29	SI
Activos Depurados / Obligaciones en circulación	$\geq 1,25$	2,71	SI
Pasivos Financieros / Activos	No mayor a 0,72	0,40	SI

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

Monto Máximo de la Emisión

La Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldado por una Garantía General otorgada por DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Al 30 de noviembre de 2025, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL alcanzó un total de activos de USD 17,34 millones, de los cuales USD 9,78 millones corresponde a activos libres de gravamen, de acuerdo con el siguiente detalle:

CUADRO 8: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, NOVIEMBRE 2025 (miles USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	460	4,70%
Exigibles	3.820	39,06%
Realizables	2.363	24,16%
Activo fijo	1.341	13,71%

Otros activos	1.796	18,37%
TOTAL	9.780	100,00%

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de noviembre de 2025, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de noviembre de 2025, presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 7,14 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 5,71 millones. Dicho valor genera una cobertura de 5,71 veces sobre el monto de la emisión, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones – DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

Por otro lado, se debe indicar que, al 30 de noviembre de 2025 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 2,71 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 9: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN, NOVIEMBRE 2025

Descripción	Miles USD
Total Activos	17.338
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-
(-) Activos Gravados	7.558
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	52
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁴	2.594
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	7.135
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	5.708
Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	1.000
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	7,13
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	5,71

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

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

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

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

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

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de noviembre de 2025, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto vigente en el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,65 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el monto de los valores que la compañía mantiene en circulación representa al 30 de noviembre de 2025, el 41,87% del 200% del patrimonio y el 83,74% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 10: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO, NOVIEMBRE 2025⁷

Descripción	Miles USD
Patrimonio	4.292
200% del Patrimonio	8.583
Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	594
Segundo Programa de Emisión de Papel Comercial	1.000
Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	1.000
Tercer Programa de Emisión de Papel Comercial	1.000
Total Emisiones	3.594
Total Emisiones / 200% del Patrimonio	41,87%
Total Emisiones / Patrimonio	83,74%

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

Proyecciones del Emisor

CUADRO 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028
Ventas	14.152	14.648	15.102	15.525
Costo de ventas	9.879	10.225	10.542	10.837
Utilidad bruta	4.274	4.424	4.561	4.688
Gastos de administración y ventas	2.975	3.017	3.049	3.134
Depreciación	199	204	210	216
Utilidad operativa	1.100	1.202	1.302	1.339
Gastos financieros	748	788	824	839
Otros ingresos netos	13	14	14	15
Utilidad antes de impuestos	365	428	493	515
Participación trabajadores	55	64	74	77
Impuesto a la renta	77	91	105	109
Utilidad neta	232	273	314	328

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones estiman que para el año 2025 las ventas registren un incremento del 13,45% frente al ejercicio previo 2024. Posteriormente, se determina una tasa de crecimiento del 3,51% para el año 2026, del 3,10% para el año 2027 y de 2,80% para el año 2028. Estos resultados reflejan la estrategia de consolidación del mercado y la maduración gradual del portafolio de productos en un entorno competitivo. Por su parte, los costos de ventas por su parte representarían un porcentaje constante sobre los ingresos, de 69,80%, lo que permitiría generar un margen bruto constante del 30,20% sobre los ingresos. Mientras que los gastos operacionales tendrían una

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

⁷ Según lo reportado por la compañía, DULCENAC S.A. DULCERÍA NACIONAL no registra en sus EEEF facturas comerciales negociables como aceptante.

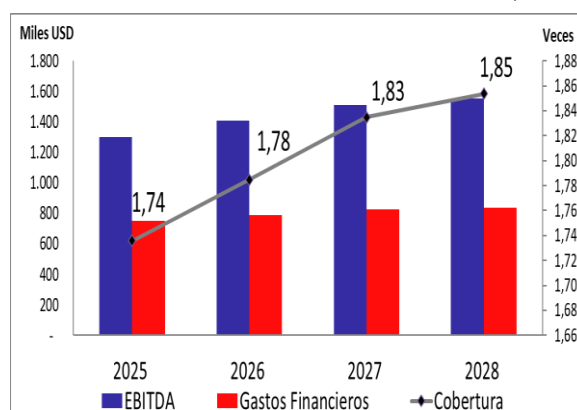
participación promedio (2025-2028) sobre el total de los ingresos del 21,89%. Lo que generaría una utilidad operacional que representaría en promedio el 8,30% del total de ingresos durante el periodo 2025-2028.

Los gastos financieros tendrían una representación promedio sobre los ingresos de 5,38%, mientras que la representatividad de otros ingresos netos es inferior al punto porcentual, con lo cual; una vez descontados los impuestos de ley y la participación de trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 1,64% de los ingresos en 2025 a 2,11% en 2028.

Estas premisas reflejan la estrategia de la compañía orientada hacia la consolidación de sus operaciones, optimización de costos y gastos, y una gestión efectiva de sus recursos financieros y operativos, asegurando solidez y crecimiento sostenido en el mediano y largo plazo.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo con el modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 1,74 veces en el año 2025 a 1,85 veces en el año 2028.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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

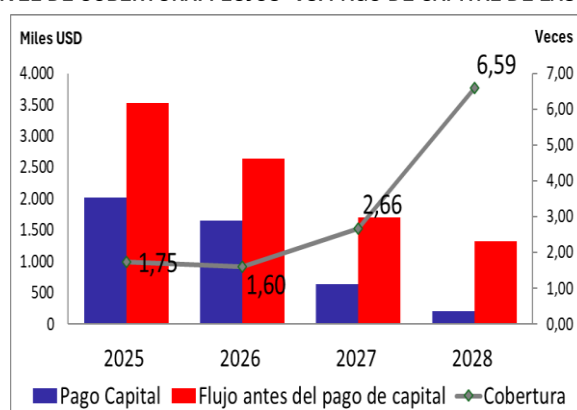
CUADRO 12: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028
Utilidad neta	232	273	314	328
(+) Depreciación	199	204	210	216
(-) Variación Cuentas por cobrar clientes	897	31	38	(58)
(-) Variación Otras cuentas por cobrar	(72)	2	3	(4)
(-) Variación de Inventarios	(457)	(107)	(98)	(91)
(-) Variación de Otros activos	203	(88)	(91)	(42)
(+) Variación de Cuentas por pagar	(307)	(1)	62	58
(+) Variación de Otras cuentas por pagar	(230)	(153)	-	-
(+) Variación de Otros pasivos corrientes	32	83	(40)	20
(+) Variación de otros pasivos no corrientes	-	-	-	-
(+) Ajustes Varios	21	-	-	-
Flujo de efectivo generado por actividades operativas	517	243	397	426
(-) Variación en Propiedades, Planta y Equipo	(223)	(285)	(292)	(359)
Flujo de efectivo generado por actividades de inversión	(223)	(285)	(292)	(359)

(+) Variación en financiamiento con Inst. Financieras	(355)	1.649	493	194
(+) Colocación I Programa de Papel Comercial	-	-	-	-
(+) Colocación II Programa de Papel Comercial	1.000	-	-	-
(+) Colocación I Emisión de Obligaciones	-	-	-	-
(+) Colocación II Emisión de Obligaciones	1.000	-	-	-
(-) Pago I Programa de Papel Comercial	(700)	-	-	-
(-) Pago II Programa de Papel Comercial	(1.000)	(1.000)	-	-
(-) Pago I Emisión de Obligaciones	(292)	(292)	(167)	(63)
(-) Pago II Emisión de Obligaciones	(29)	(363)	(470)	(138)
Flujo de efectivo generado por actividades de financiamiento	(376)	(6)	(144)	(6)
Flujo de efectivo generado en el periodo	(82)	(48)	(39)	61
Saldo inicial de efectivo	1.588	1.037	1.099	1.060
Saldo final de efectivo	1.506	989	1.060	1.121

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁸ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 0,56 veces en 2025, mientras que, para diciembre de 2028, sería de 5,56 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados, mientras que el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital fluctuaría entre 5,82 veces en 2025 y 4,33 veces en diciembre de 2028.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 2,30% en los costos de ventas para el año 2025 y del 2,50% para los años 2026 a 2028, con lo cual la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados.

Últimas Proyecciones del Emisor

CUADRO 13: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028
Ventas	15.593	15.828	16.066	16.308
Costo de ventas	8.850	8.984	9.119	9.256
Utilidad bruta	6.743	6.844	6.947	7.052
Gastos de administración y ventas	5.199	5.277	5.356	5.437
Depreciación	334	330	326	322
Utilidad operativa	1.210	1.238	1.265	1.293
Gastos financieros	835	830	787	734
Otros ingresos netos	88	89	91	92
Utilidad antes de impuestos	463	497	569	651
Participación trabajadores	69	75	85	98
Impuesto a la renta	98	106	121	138

⁸ (*) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones con costo proyectadas.

Utilidad neta	295	317	362	415
---------------	-----	-----	-----	-----

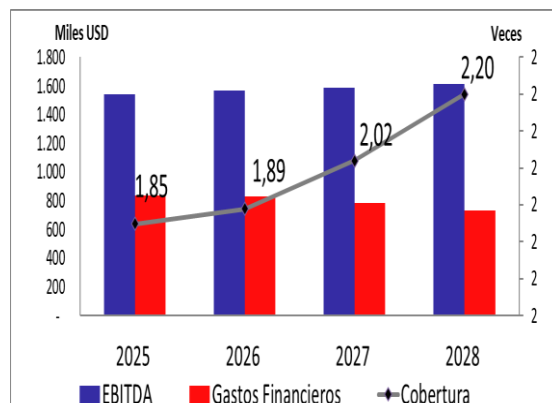
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones estiman que para el año 2025 las ventas registren un incremento del 22,00% frente al ejercicio previo 2024, lo que se atribuiría a la implementación de una nueva línea de productos, lo que potencialmente aumentaría sus niveles de inventario. La estrategia de la compañía también se enfocará en la mejora continua de sus productos para impulsar las ventas. Posteriormente, se determina una tasa de crecimiento del 1,50% para el año 2026, y del 1,51% para los años 2027 y 2028. Estos resultados reflejan la estrategia de consolidación del mercado y la maduración gradual del portafolio de productos en un entorno competitivo. Por su parte, los costos de ventas representarían un porcentaje constante sobre los ingresos (56,76%), lo que permitiría generar un margen bruto constante del 43,24% sobre los ingresos. Mientras que los gastos operacionales tendrían una participación promedio (2025-2028) sobre el total de los ingresos del 35,40%, lo que generaría una utilidad operacional que representaría en promedio el 7,85% del total de ingresos durante el periodo 2025-2028.

Los gastos financieros tendrían una representación promedio sobre los ingresos de 5,00%, mientras que la representatividad de otros ingresos netos es inferior al punto porcentual, con lo cual; una vez descontados los impuestos de ley y la participación de trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 1,89% de los ingresos en 2025 a 2,55% en 2028.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo con el modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 1,85 veces en el año 2025 a 2,20 veces en el año 2028.

GRÁFICO 3: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arroja flujos de operación positivos a partir del año 2026; luego incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía en propiedad, planta y equipo para el periodo proyectado; finalmente, las actividades de financiamiento que contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer. La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a sus obligaciones, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

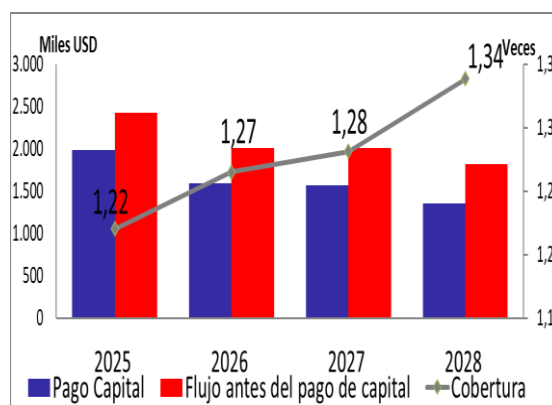
CUADRO 14: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2025	2026	2027	2028
Utilidad neta	295	317	362	415
(+) Depreciación	334	330	326	322
(-) Variación Cuentas por cobrar clientes	(806)	(58)	(59)	(60)
(-) Variación Otras cuentas por cobrar	114	(6)	(6)	(6)
(-) Variación de Inventarios	(657)	(49)	(50)	(51)
(-) Variación de Otros activos	(437)	114	(57)	111
(+) Variación de Cuentas por pagar	(545)	(97)	28	28

(+) Variación de Otros cuentas por pagar	51	(2)	(2)	(2)
(+) Variación de Otros pasivos corrientes	175	(2)	(2)	(2)
(+) Variación de otros pasivos no corrientes	-	-	-	-
(+) Ajustes Varios	50	-	-	-
Flujo de efectivo generado por actividades operativas	(1.428)	547	540	755
(-) Variación en Propiedades, Planta y Equipo	(1.016)	(489)	(508)	(528)
Flujo de efectivo generado por actividades de inversión	(1.016)	(489)	(508)	(528)
(+) Variación en financiamiento con Inst. Financieras	2.361	517	554	1.156
(+) Colocación I Programa de Papel Comercial	-	-	-	-
(+) Colocación II Programa de Papel Comercial	1.000	-	-	-
(+) Colocación III Programa de Papel Comercial	-	1.000	1.000	-
(+) Colocación I Emisión de Obligaciones	-	-	-	-
(+) Colocación II Emisión de Obligaciones	1.000	-	-	-
(-) Pago I Programa de Papel Comercial	(700)	-	-	-
(-) Pago II Programa de Papel Comercial	(1.000)	(1.000)	-	-
(-) Pago I Emisión de Obligaciones	(292)	(292)	(167)	(63)
(-) Pago II Emisión de Obligaciones	-	(300)	(400)	(300)
(-) Pago III Programa de Papel Comercial	-	-	(1.000)	(1.000)
Flujo de efectivo generado por actividades de financiamiento	2.370	(75)	(13)	(206)
Flujo de efectivo generado en el período	(74)	(17)	19	20
Saldo inicial de efectivo	513	439	422	441
Saldo final de efectivo	439	422	441	462

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 4: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁹ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 0,25 veces en 2025, mientras que, para diciembre de 2028, sería de 0,06 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados, mientras que el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital fluctuaría entre 1,52 veces en 2025 y 3,06 veces en diciembre de 2028.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando a una de las variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 3,00% en los costos de ventas para el periodo 2025 - 2028, con lo cual la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Se realizó un análisis comparativo entre el estado de resultados real a noviembre de 2025 y lo proyectado al a diciembre de 2025, de este modo las ventas registraron un avance de 102,14%; mientras que, sus costos de ventas lo hicieron en un 125,93%, lo que generó una utilidad bruta con un avance de 70,91%. Luego de descontar los gastos operacionales que significaron el 60,22% del valor proyectado, la compañía obtuvo una utilidad

⁹ (*) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones con costo proyectadas.

operacional que representó el 119,75%. Finalmente, al deducir los gastos financieros, otros ingresos/egresos no operacionales la compañía registró una utilidad antes de impuestos con un avance de 69,16% de lo proyectado en un inicio.

CUADRO 15: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (miles USD)

Cuenta	Proyectado Dic-2025	Real nov-25	Avance
Ventas	15.593	15.927	102,14%
Costo de Ventas	8.850	11.146	125,93%
Utilidad Bruta	6.743	4.781	70,91%
Gastos Operacionales	5.532	3.331	60,22%
Utilidad Operacional	1.210	1.450	119,75%
Gastos Financieros	835	897	107,44%
Otros ingresos/egresos no operacionales	88	232	263,49%
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	463	321	69,16%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 30 de noviembre de 2025 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación que arrojó un valor de USD 0,40 millones; mientras que, su flujo procedente de actividades de financiamiento fue de USD 0,55 millones y un flujo procedente de actividades de inversión negativo de USD -1,00 millones, lo que generó un saldo de caja final de USD 0,46 millones, monto que representó el 2,89% de los ingresos y el 2,65% de los activos.

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

Riesgo de la Economía Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) mejoró ligeramente su proyección de crecimiento del PIB de Ecuador para 2025, elevándola de 1,7% a 3,2%. El Banco Mundial mantiene una perspectiva optimista para 2025, estimando un rebote con un crecimiento cercano al 2,3%. Por su parte, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta una recuperación económica más robusta, con un crecimiento del PIB para 2025 superior al 3,8%.¹⁰ Las cifras del FMI y del Banco Mundial, coinciden en una tendencia de recuperación tras la recesión del 2024, mientras que el BCE mantiene expectativas más elevadas, lo que sugiere una posible revisión al alza conforme avance el año.

Para Estados Unidos, el FMI proyecta un crecimiento de 2% para el año 2025 y 2,1% para el año 2026. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2025 y 1,1% para el año 2026), mientras que las economías emergentes y en desarrollo de Asia (China e India) continúa siendo la región del mundo que crece a

¹⁰ Economía de Ecuador creció 4,3 % en segundo trimestre del 2025 | Economía | Noticias | El Universo

mayor ritmo a nivel global, con un crecimiento previsto del 4,08% para el año 2025 y 4,2% en el año 2026.¹¹ Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,5% para el año 2025.¹²

Ecuador enfrenta un conjunto de desafíos que limitan sus perspectivas de crecimiento económico. Entre los más relevantes están la volatilidad de los precios del petróleo y las materias primas, factores críticos para una economía dependiente de los hidrocarburos, además de unas condiciones de financiamiento externo más estrictas que elevan los costos de acceso al crédito internacional. La seguridad interna se destaca también como factor de riesgo: el país registró en 2024 uno de los mayores deterioros regionales en el índice de paz (puesto 130 en el GPI, puntaje 2.572), y desafíos de gobernanza agregan presión al ambiente de inversión y crecimiento. Según el FMI, Ecuador proyecta un crecimiento del PIB real de 3,2 % en 2025, pero ese dinamismo está condicionado a la implementación de reformas estructurales, a la mejora de la seguridad, al fortalecimiento del sistema energético y a la estabilidad de los mercados externos. En este contexto, riesgos como la guerra comercial global o las condiciones de mercado en China siguen presentes como factores externos, pero las prioridades más inmediatas para Ecuador se concentran en su entorno nacional (mejora de la institucionalidad, la diversificación del crecimiento y el manejo de vulnerabilidades externas).

Por otro lado, en un contexto donde persisten las tensiones arancelarias impulsadas por la administración de Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional (FMI) advierte que, pese a una reciente relajación parcial de esos aranceles, los riesgos para las economías globales siguen latentes. El organismo elevó su proyección de crecimiento mundial para 2025 al 3%, desde el 2,8% estimado en abril, pero subraya que la continua incertidumbre sobre la política comercial y los shocks arancelarios podrían frenar el intercambio internacional y encarecer los precios al consumidor.¹³ En cuanto a los precios internacionales, se mantiene la expectativa de que continúen a la baja durante 2025, lo que afectará negativamente a países exportadores como Ecuador, al reducir sus ingresos fiscales derivados del petróleo.¹⁴ El FMI prevé una caída del precio del petróleo en torno al 16 %, mientras que anticipa un incremento del 23 % en los precios del gas natural, impulsado por una demanda mayor por condiciones más frías y posibles interrupciones del suministro ruso.¹⁵

La caída del precio del petróleo perjudicaría a países como Ecuador, debido a que las exportaciones de crudo financian parte de su Presupuesto General del Estado y enteramente la importación de combustibles.

Por su parte, la guerra arancelaria sigue planteando interrogantes sobre lo que ocurrirá con el dólar. No obstante, hasta el momento el dólar se ha debilitado. Las razones están relacionadas con un aumento de la aversión al riesgo, temores sobre los cambios arancelarios y proyecciones de menos crecimiento para la economía de Estados Unidos. El FMI advierte que una depreciación desordenada y considerable del dólar estadounidense podría conducir a una mayor volatilidad en los mercados financieros.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en noviembre de 2025 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 16: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD) 2024	124.676	Variación anual PIB (t/t-4) año 2024	-2,0%
Deuda Pública Total / PIB (septiembre/2025)	46,77%	Inflación mensual (noviembre - 2025)	-0,44%
Balanza Comercial Total (millones USD) sept 2025	4.690,7 (Superávit)	Inflación anual (noviembre - 2025)	1,05%
Reservas Internacionales (millones USD octubre 2025)	9.324,8	Inflación acumulada (noviembre - 2025)	2,06%
Riesgo país, 07 de diciembre de 2025 (puntos)	551	Remesas (millones USD) II T 2025	2.000,47
Precio Barril Petróleo WTI (USD nov. 2025)	58,55	Tasa de Desempleo nacional (octubre - 2025)	3,21%

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

A diciembre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) nominal de Ecuador alcanzó aproximadamente USD 124.676 millones, registrando una contracción anual del 2,0 % respecto al año anterior (USD 121.147 millones),

¹¹ <https://www.aa.com.tr/en/economy/imf-raises-global-growth-forecast-to-32-for-2025/3717126>

¹² <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/c50bc3c87bc2666b9e5fa6699b0b2849-0050012025/related/GEP-Jan-2025-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>

¹³ https://www.aljazeera.com/economy/2025/7/29/imf-nudges-up-2025-growth-forecast-but-says-tariff-risks-still-dog-outlook?utm_source=

https://mexicobusiness.news/policyandeconomy/news/imf-raises-2025-global-growth-forecast-despite-tariff-tensions?utm_source=

¹⁴ https://www.primicias.ec/economia/petroleo-dolar-impacto-guerra-aranceles-fmi-94524/?utm_source=

¹⁵ <https://www.primicias.ec/economia/petroleo-dolar-impacto-guerra-aranceles-fmi-94524>

de acuerdo con información del Ministerio de Economía y Finanzas¹⁶. En términos reales, el PIB se redujo un 0,9 % en el cuarto trimestre, acumulando una caída del 2,0 % en todo el año, según cifras del Banco Central del Ecuador. Esta contracción respondió principalmente a una combinación de choques internos, como la histórica sequía que generó cortes energéticos, la caída del consumo e inversión privada, y el incremento del IVA implementado en abril de 2024. A pesar de este escenario adverso, para 2025 se prevé una recuperación económica, con una proyección de crecimiento del 3,8 % según el Banco Central, mientras que el Fondo Monetario Internacional estima una expansión más moderada de 3,2%, apoyada en el financiamiento multilateral y la implementación del programa SAF.

El **Riesgo País** registró 551 puntos al 07 de diciembre de 2025¹⁷. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés¹⁸.

La **calificación de deuda** al 08 de diciembre de 2025 de Moody's¹⁹ para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para la misma fecha mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "B-" (estable), calificación que significa "altamente especulativa", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para el 08 de diciembre de 2025, S&P confirmó la calificación crediticia de Ecuador en "B-" (estable).

Hasta diciembre de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 27.743,8 millones, mostrando una reducción de USD 1.387,76 millones, lo que equivale a un descenso de 4,76% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.²⁰ Mientras que, para septiembre de 2025, arrojó un valor de USD 22.645,8, lo que equivale a un incremento del 11,6% frente a septiembre de 2024.²¹

Las exportaciones totales en valores FOB diciembre de 2024 ascendieron a USD 34.420,8 millones, lo que representó un incremento del 10,58% con respecto al mismo período de 2023. Para septiembre de 2025 arrojaron una suma de USD 27.336,5 millones. Las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 6,93% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 12,06% entre los años 2023 y 2024²² (-20% y +18,9% entre septiembre de 2024 y septiembre de 2025).

Hasta diciembre de 2024, la **Balanza Comercial** Total mostró un superávit de USD 6.677,0 millones (USD 4.690,7 millones en septiembre de 2025), lo que representó un incremento del saldo en USD 4.682,10 millones en comparación con el mismo periodo de 2024. Para diciembre de 2024, la Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 2.960,7 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 3.716,4 millones²³ (para septiembre de 2025 arrojó un déficit de USD -1.584,25 y un superávit de 1.155,72 en ese mismo orden).

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento a la baja debido a la guerra comercial de Estados Unidos frente a otros países, cerrando en USD 58,55 por barril al 30 de noviembre de 2025²⁴ (USD 71,72 al 31 de diciembre de 2024 y USD 62,37 al 30 de septiembre de 2025). La proforma presupuestaria para el año 2025 contempló un valor de USD 63,7 por barril para las exportaciones de petróleo²⁵.

¹⁶ <https://ire.finanzas.gob.ec>; <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica>

¹⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/indicadores/general/RiesgoPais.html>

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

¹⁹ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

²¹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

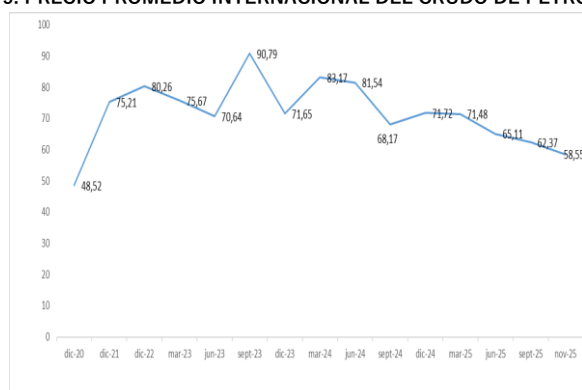
²² https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202502.pdf>

²⁴ <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history/?p=CL%3DF> <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history/?p=CL%3DF>

²⁵ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2025/01/informe_t%E2%80%99Acnico_prorrogado_2025_vf.pdf

GRÁFICO 5: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Banco Central del Ecuador/ finance.yahoo.com / Elaboración: Class International Rating

Durante el año 2024, la producción acumulada de crudo en el país alcanzó 174,0 millones de barriles de crudo y 117,7 millones de barriles en septiembre de 2025. EP Petroecuador contribuyó 139,7 millones barriles lo que implicó una caída del 1,1% en comparación con el mismo periodo de 2023²⁶ (93,4 millones de barriles en septiembre de 2025, esto reflejó una caída de 11,1% en comparación con su similar de 2024). En contraste las empresas privadas generaron 34,3 millones de barriles, experimentando un incremento de 6,1% (24,3 millones de barriles en septiembre de 2025, con una reducción de 4,2% frente a su similar de 2024)²⁷. Para diciembre de 2024, las exportaciones de crudo alcanzaron los 126,31 millones de barriles, lo que representó un incremento del 9,80% en comparación con el año 2023, Para septiembre de 2025 las exportaciones de petróleo del Ecuador totalizaron apenas 9,7 millones de barriles, debido a la suspensión de la actividad de los oleoductos SOTE y OCP, evidenciando una disminución del 2,5% frente a septiembre de 2024. Del total exportado, EP Petroecuador contribuyó con 8,5 millones de barriles, el Ministerio de Energía y Minas con el 0,8 millones y compañías privadas con 0,4 millones²⁸.

Para este año 2025, el Ministerio de Hidrocarburos proyecta que se reducirán otros 15.000 barriles diarios más, según el plan de cierre progresivo, que tiene una proyección de cinco años, es decir, hasta el 2028. El plan para el bloque ITT prevé el cierre de 246 pozos petroleros, de los cuales ya se han cerrado 10 en 2024. A partir de este año 2025, se cerrarán 48 pozos por año hasta el 2029. Y en 2029 se cerrarán los últimos 44²⁹.

Entre enero y diciembre de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 20,131,40 millones, es decir existió un crecimiento de 15,57% respecto al mismo período de 2023, mientras que para el periodo enero y octubre de 2025 la recaudación fue de USD 17.281,20 millones³⁰, registrando un incremento de 10,50% frente a su similar de 2024. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación entre enero y diciembre de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 6.638,92 millones (USD 5.676,50 millones a octubre de 2025), el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 7.384,32 millones (USD 6.712,33 millones en octubre de 2025), el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.272,02 millones (USD 1.057,04 millones en octubre de 2025).

De acuerdo con el Servicio de Rentas Internas, este dinamismo comercial ha influido directamente en el fortalecimiento de las finanzas públicas a través de una mayor recaudación tributaria. El director general del SRI señaló que el país mantiene una tendencia positiva en materia económica y fiscal durante el primer cuatrimestre del año reflejo de una mayor actividad comercial y del impacto directo de la política tributaria implementada por el Gobierno.³¹

²⁶ <https://www.primicias.ec/economia/produccion-petroleo-sacha-privadas-caida-proyeccion2025-86626/>

²⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_EntornoMacroeconomico.html

²⁸ Desde mayo de 2022 varias empresas privadas cambiaron la modalidad de contrato pasando de la modalidad de prestación de servicios a la modalidad de participación;

https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_EntornoMacroeconomico.html

²⁹ <https://www.primicias.ec/economia/plan-hidrocarburifero-inversiones-petroleo-gobierno-noboa-88061/>

³⁰ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri#estad%C3%ADsticas>

³¹ SRI reporta incremento de ventas en Ecuador del 7,4 % en el primer trimestre de 2025 y eso impulsa la recaudación de impuestos | Economía | Noticias | El Universo

La **inflación mensual** en noviembre de 2025 registró una variación de -0,44%, mientras que la variación **anual** fue de 1,05% y la **acumulada** fue de 2,06%³². La división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue del grupo de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas³³.

En referencia al **salario nominal promedio**, para octubre 2025, se fijó en USD 548,26³⁴; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 470,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 476,22 para octubre de 2025³⁵. En cuanto al costo de la **canasta básica familiar** en noviembre de 2025, se ubicó en USD 821,06, mientras que la canasta familiar vital alcanzó un costo de USD 575,86. Este registro implica que el ingreso familiar promedio situado en noviembre de 2025 de USD 877,33, cubre 106,85% del costo total de la canasta familiar básica tasada por el INEC. Por su parte, la Canasta Vital tuvo un excedente en el consumo de USD 301,47 del ingreso familiar³⁶.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,2% en septiembre de 2025 a 3,21% en octubre de 2025. La tasa de **empleo adecuado** pasó de 37% a 37,4% en ese mismo periodo, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,6% a 20%.³⁷

A junio de 2025, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 24,0% y la pobreza extrema en 10,4%. En el área urbana la pobreza llegó al 15,7% y la pobreza extrema a 3,5%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,7% y la pobreza extrema el 25,1%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁸, se ubicó en 0,444 a junio de 2025. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2025 se ubicó en USD 91,98 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 51,83 mensuales per cápita (a diciembre de 2024 se ubicó en USD 91,43 y USD 51,53 respectivamente)³⁹.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual es de 5,65% para noviembre de 2025, mientras que la tasa activa referencial anual es de 7,84%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,19%⁴⁰. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para diciembre de 2024 alcanzó la suma de USD 88.484,9 millones y USD 96.558,3 millones para septiembre de 2025, por su parte, la oferta monetaria a septiembre de 2025 fue de USD 32.981,5 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 21.111,2 millones⁴¹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para octubre de 2025, el 46,5% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito), el 40,6% al consumo, el 7,1% en Microcrédito, el 5,4% a Vivienda y el 0,3% a Educativo⁴². Según cifras del Datalab de la Asociación de Bancos Privados, con corte a octubre de 2025, la rentabilidad (ROE) aumentó a 12,79% frente a su similar de 2024 (9,72%), es decir, por cada dólar en patrimonio, se obtiene 12 centavos de utilidad. Asimismo, en octubre de 2025, las cooperativas cerraron con una rentabilidad del 3,1%, es decir, por cada dólar en el patrimonio, se obtenía 3 centavos de utilidad⁴³.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país en diciembre de 2024 totalizó USD 6.539,8 millones⁴⁴, cifra que representó un aumento del 20,05% en comparación con el monto registrado de 2023 (USD 5.447,49 millones), mientras que para el segundo trimestre del año 2025 registró USD 2.000,47 millones (USD 1.611,14 en el IIT 2024). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados

³² <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-al-consumidor/>

³³ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2025/Marzo/Boletin_tecnico_03-2025-IPC.pdf

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202506.pdf>

³⁵ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/2025/Abril/1.Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_sep_2025.pdf

³⁷ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/estadisticas-laborales-enemdu/>

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

³⁹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2025/Junio/202506_PobrezayDesigualdad.pdf

⁴⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

⁴¹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html

⁴² <https://datalab.asobanca.org.ec/datalab/home.html#>

⁴³ <https://datalab.asobanca.org.ec/datalab/home.html#>

⁴⁴ <https://www.bce.fin.ec/estadisticas-economicas/ultimas-publicaciones/>

Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴⁵, además del incremento en la tasa migratoria ocasionado por la crisis económica que atraviesa el país.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para diciembre de 2024 fueron de USD 232 millones; menos que la mitad del año 2023, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁶. El país con la mayor inversión fue China, con USD 116 millones, es decir, el 50% del monto total de IED en 2024. Además, la inversión de la nación asiática en Ecuador creció 58% con relación a 2023. Las actividades en las que más invirtió fueron minería e industria manufacturera⁴⁷. La inversión extranjera directa (IED) en Ecuador llegó a 275,95 millones de dólares en el primer semestre de 2025, según el Banco Central del Ecuador (BCE). Esto significa un aumento del 48,5% frente al mismo período de 2024, cuando se registraron 185,73 millones.⁴⁸

Para septiembre de 2025, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 48.201,68 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para septiembre de 2025 fue de USD 13.463,75 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 879,99 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de septiembre de 2025, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 46,77% del PIB superando el límite del 40% del PIB⁴⁹.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así como para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones, USD 6.899,5 millones para diciembre de 2024⁵⁰ y de USD 9.324,8 millones en octubre de 2025. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

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

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

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

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

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

⁴⁵ <https://www.bce.fin.ec/estadisticas-economicas/ultimas-publicaciones/>; Boletín Analítico de la Evolución Anual de Remesas Año:2024

⁴⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/bi_menuIED.html

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

⁴⁸ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-inversion-extranjera-directa-caso-loma-larga-presion/>

⁴⁹ <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

⁵⁰ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 30 de noviembre de 2025, el capital suscrito y pagado de la compañía ascendió a USD 1,35 millones dividido en 1.346.147 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En el siguiente cuadro se evidencia la composición accionarial, en donde se observa que el 100% de las acciones se concentra en una sola persona.

CUADRO 17: ACCIONISTA⁵¹

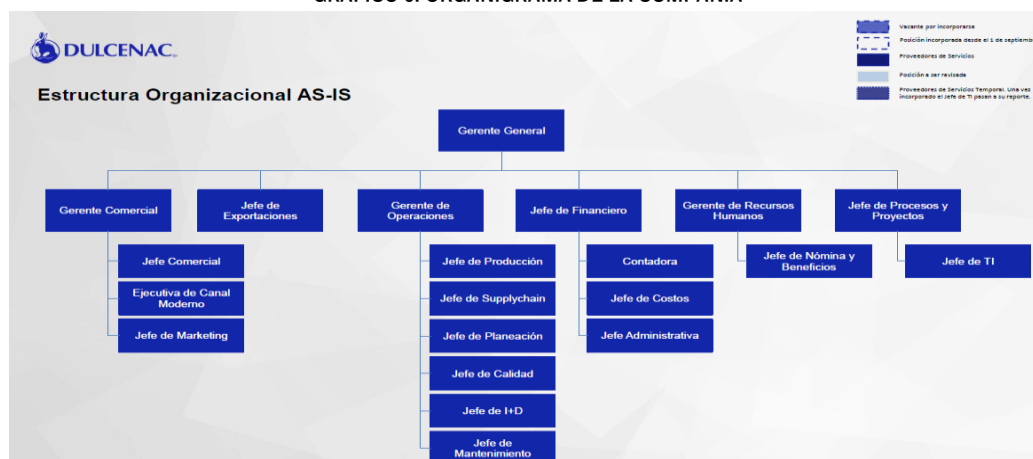
Nombre	Nacionalidad	Capital (USD)	Participación
AGUIRRE TROYA MAX ABEL	ECUATORIANO	1.346.147,00	100,00%
Total		1.346.147,00	100,00%

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

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

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

GRÁFICO 6: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente / Elaboración: DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL

La trayectoria y el reconocimiento de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL⁵², en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, aptitud y visión de sus principales ejecutivos, profesionales con amplio conocimiento y experiencia que se han enfocado en la calidad del producto, innovación y tecnología, considerándose dichos lineamientos como una ventaja competitiva en la continuidad del negocio. A continuación, se señalan los principales ejecutivos y miembros del directorio.

CUADRO 18: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
GERENTE GENERAL	AGUIRRE TROYA MAX ABEL
GERENTE COMERCIAL	FREIRE PARDO MANUEL ANTONIO
GERENTE DE PRODUCCIÓN	RODRIGUEZ CRUZ NESTOR IVAN
GERENTE DE RRHH	TUMBACO ABRIL EDUARDO LUIS

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

⁵¹ El accionista de la compañía mantiene una sana independencia respecto de la administración y sus directrices están determinadas en las respectivas juntas de accionistas.

⁵² El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

Gobierno Corporativo

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

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

Empleados

Al 30 de noviembre de 2025, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL mantiene dentro de su nómina 207 empleados mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de empresa y están distribuidos en diferentes áreas. Es importante mencionar que el 69,57% de los empleados se concentran en las áreas de planta (directas e indirectas). Adicionalmente, se debe indicar que la selección y contratación de su personal es adecuado y está orientado al desempeño de sus funciones.

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

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

Empresas vinculadas o relacionadas⁵³

CUADRO 19: COMPAÑÍAS RELACIONADAS

Nombre	Tipo De Vinculación	Empresa Vinculada	Situación legal
Aguirre Troya Max Abel	Administración	ARICACORP S.A.	ACTIVA
	Administración / accionista	DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL	ACTIVA
	Accionista	RIERPE S.A.	ACTIVA

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

Otros Aspectos de la Empresa

Clientes⁵⁴

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

Al 30 de noviembre de 2025, el principal cliente de la compañía registró una participación del 60% sobre el total de ingresos, la diferencia corresponde a clientes con una participación individual inferior al 8%. Lo antes mencionado evidencia un posible riesgo de concentración en los ingresos de la compañía, no obstante, se trata de un cliente corporativo que forma parte de un importante grupo económico, lo que le otorga una sólida posición y relevante presencia en el mercado nacional.

⁵³ De acuerdo a lo indicado por la Administración las empresas vinculadas no tienen relaciones operativas con DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL.

⁵⁴ La compañía posee una buena capacidad de negociación con sus clientes.

Finalmente, la compañía indica que mantiene clientes estacionales, cuyas ventas se concentran a partir de septiembre, así como nuevos clientes incorporados recientemente a su cartera comercial.

La compañía reporta que, a noviembre de 2025, el 100,00% de las ventas se realizaron a crédito.

Al 30 de noviembre de 2025, la compañía concentra el 85,63% de la cartera total en la categoría por vencer (88,42% en diciembre de 2024); y la diferencia de 14,37% corresponde a cartera vencida (11,58% en diciembre de 2024), la cual se concentró en el rango de 1 a 30 días. Los resultados mencionados anteriormente presentan una posición ligeramente inferior frente a diciembre de 2024, no obstante, se mantiene una estructura relativamente sana.

CUADRO 20: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

DETALLE	2023	2024	nov-25
Por vencer	74,50%	88,42%	85,63%
Vencida de 1 a 30 días	13,15%	4,14%	10,40%
Vencida de 31 a 60 días	6,85%		3,42%
Vencida de 61 a 90 días	5,50%	7,43%	0,55%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

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

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas fue de 2,00% en noviembre de 2025; aspecto que deberá ser reforzado, con la finalidad de proporcionar el resguardo adecuado a este activo. A pesar de lo indicado, la compañía menciona que el riesgo por incobrabilidad es bajo, puesto que gran parte de la cartera de clientes son formales y reconocidos en la industria, además, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL realiza revisiones regularmente a sus clientes para evaluar su riesgo.

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

Proveedores

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL cuenta con un portafolio diversificado de proveedores para diversas materias primas, los cuales cuentan con amplia experiencia en el mercado, mitigando un posible riesgo por concentración. Para noviembre de 2025, los 3 principales proveedores de la compañía representan en conjunto el 65,49% de las cuentas por pagar proveedores, luego se encuentran proveedores con participaciones inferiores al 8,00%.

Adicionalmente se debe indicar que la compañía posee la capacidad de negociación con sus proveedores y tiene la flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo. Finalmente, a noviembre de 2025, el 65,20% de las cuentas por pagar comerciales corresponde a cartera por vencer; mientras que el restante 34,80% pertenecen a cartera vencida concentrada en su mayoría en el rango comprendido entre 1 a 30 días.

Política de Precios

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

Políticas de Inversión

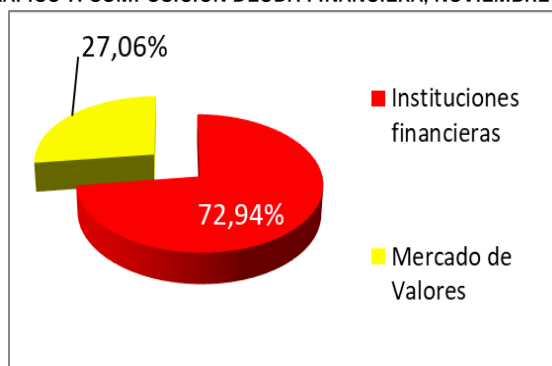
DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, destina principalmente sus inversiones a la adquisición de activos fijos, es así como esta cuenta representó el 47,29% del total de activos en noviembre de 2025 (50,61% en diciembre 2024).

Política de Financiamiento

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, ha financiado sus operaciones principalmente con pasivos, es así como al 30 de noviembre de 2025 financiaron el 75,25% de los activos (73,59% de los activos en diciembre de 2024).

Para noviembre de 2025 la deuda con costo financió el 55,17% del total de activos, en donde la deuda de largo plazo lo hizo en un 34,97% de los activos; mientras que, la deuda a corto plazo en un 20,20%. El financiamiento ha sido a través de la banca privada, pública y mercado de valores.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA, NOVIEMBRE 2025



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

Responsabilidad Social

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, no registró proyectos de responsabilidad social.

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

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

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

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

Riesgo Legal

Al 30 de noviembre de 2025, según información proporcionada por la Compañía registra dos procesos en calidad de demandado, según los asesores legales de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL estos juicios no implican impactos significativos y la probabilidad de éxito para la compañía es alta. La calificadora no ha podido medir el impacto sobre la operación de la compañía.

Liquidez de los títulos

Con fecha 22 de mayo de 2025, PLUSBURSÁTIL Casa de Valores S.A. inició la colocación de los valores entre diversos inversionistas, y hasta el 30 de junio de 2025 la colocación del 100% del monto aprobado (USD 1,00 millón).

Al 30 de noviembre de 2025, DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL registra las siguientes emisiones vigentes:

CUADRO 21: EMISIONES VIGENTES

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Aprobado	Estado
Primera Emisión Obligaciones a Largo Plazo	SCVS-INMV-DNAR-2023-00043160	1.000.000	Vigente
Primera Emisión Obligaciones a Corto Plazo	SCVS-INMV-DNAR-2023-00043161	700.000	Cancelada ⁵⁵
Segunda Emisión Obligaciones a Corto Plazo	SCVS-INMV-DNAR-2024-00014417	1.000.000	Vigente
Segunda Emisión Obligaciones a Largo Plazo	SCVS-INMV-DNAR-2025-00022711	1.000.000	Vigente
Tercera Emisión Obligaciones a Corto Plazo	SCVS-INMV-DNAR-2025-00070208	1.000.000	Vigente

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

Presencia Bursátil

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

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

Según lo reportado por la Bolsa de Valores, dentro del periodo de junio 2025 – noviembre de 2025, se registraron valores negociados en los siguientes meses como se detalla a continuación:

CUADRO 22: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
jun-25	16	21	586,024	20	80.00%
ago-25	1	1	15,000.00	23	4.35%

Fuente: Bolsa de Valores / Elaboración: Class International Rating

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

Hechos Relevantes

- A noviembre de 2025 la empresa se encuentra en un proceso de expansión hacia mercados internacionales, lo que permitirá diversificar sus fuentes de ingresos, incrementar la presencia de la marca y fortalecer la competitividad mediante la apertura de nuevos canales de comercialización y alianzas estratégicas en el exterior.
- Adicionalmente, la empresa ha incorporado procesos de innovación y mejora continua, con el desarrollo de nuevas formulaciones y empaques más sostenibles, orientados a las tendencias de consumo saludable y conveniencia. Estas acciones han contribuido directamente al crecimiento sostenido en ventas observado en los últimos años y sustentan las proyecciones de expansión para el periodo 2025–2030.
- A mayo de 2025, la administración informó que se ha importado maquinaria destinada al proyecto de fabricación, con el objetivo de repotenciar las líneas de producción existentes. Esta inversión permitirá un aumento significativo en la facturación durante los años siguientes. La maquinaria ya se encuentra instalada en la planta, y actualmente se está adecuando la infraestructura necesaria para su correcto funcionamiento, así como realizando pruebas operativas. Este proyecto constituye uno de los principales factores que sustentan la proyección de un incremento considerable en la facturación para el año 2025.
- En el informe de los auditores externos independientes se menciona que “.....los estados financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera de la compañía DULCENAC S.A. DULCERÍA NACIONAL, al 31 de diciembre de 2024 y los resultados de sus operaciones, los cambios de Patrimonio Neto de los Accionistas y sus flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitida por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB por sus siglas en inglés)”.

⁵⁵ Mediante certificado GO-CERT-2025-10-00396 del 20 de octubre de 2025, Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. certificó que el emisor “DULCENAC S.A. DULCERÍA NACIONAL” canceló en su totalidad la I Emisión de papel comercial a corto plazo, autorizada por la Intendencia de Mercado de Valores mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-0043161, fecha 11 de octubre del 2023.

Situación del Sector

DULCENAC S.A. pertenece al sector de manufactura de alimentos procesados, específicamente a la industria de confitería y snacks. La manufactura permite la elaboración de productos con un mayor nivel de valor agregado, en los cuales existe buena capacidad de diferenciación y un menor nivel de volatilidad en los precios. El desarrollo de este sector fortalece a las diferentes economías, ya que también genera fuentes de empleo calificadas y formales.

Dentro de los productos manufacturados, se encuentra la industria de alimentos y bebidas, la cual ha sido históricamente una de las más relevantes para la economía global. En Ecuador, esta industria se distingue por su relevancia estratégica, su rica diversidad de productos agrícolas y una sólida tradición agropecuaria. De esta forma, se posiciona como un actor relevante en el mercado local; sin embargo, para mantener y fortalecer su posición, resulta imprescindible que el sector impulse la innovación en esta industria. En el ámbito de alimentos y bebidas, esta innovación puede manifestarse de diversas maneras, desde mejoras incrementales en los productos existentes hasta desarrollos disruptivos que tienen el potencial de transformar radicalmente la dinámica del mercado.⁵⁶

Según lo reportado por el Banco Central del Ecuador en el tercer trimestre de 2025, el Valor Agregado Bruto (VAB) en el tercer trimestre de 2025, el VAB de la Manufactura de productos alimenticios registró un crecimiento interanual de 8,8% en su serie ajustada por estacionalidad. Este resultado incidió positivamente en la variación interanual del PIB con 0,60 p.p.⁵⁷ El dinamismo de esta actividad estuvo impulsado principalmente por el buen desempeño de la mayoría de sus ramas industriales, entre las cuales destacan la Elaboración de productos lácteos, Preparación y conservación de pescado, Procesamiento y conservación de camarón, y Elaboración de productos de cacao, chocolate y productos de confitería.⁵⁸

En el último informe del Banco Central del Ecuador, el Índice de Expectativas Empresariales (IEE) en el mes de noviembre de 2025 se situó en 55,7 puntos, lo que representa una ligera disminución en comparación con el mes de octubre de 2025, cuando las empresas reportaron un IEE de 57 puntos.⁵⁹

La confianza empresarial en el sector manufacturero se situó en 46,3 puntos, lo que representa una disminución de 8,9 puntos respecto a octubre de 2025. Con este resultado, el indicador pasó al umbral pesimista. Las expectativas sobre la situación económica futura de la manufactura disminuyen respecto a su percepción en el mes anterior. Según los resultados de la encuesta para diciembre de 2025, el 27% de los empresarios anticipan una mejora en su situación, mientras que el 10,2% prevé una contracción. El 62,8% restante considera que la situación se mantendrá sin cambios.⁶⁰

⁵⁶ <https://revistas.unl.edu.ec/index.php/economica/article/view/2242/1628>

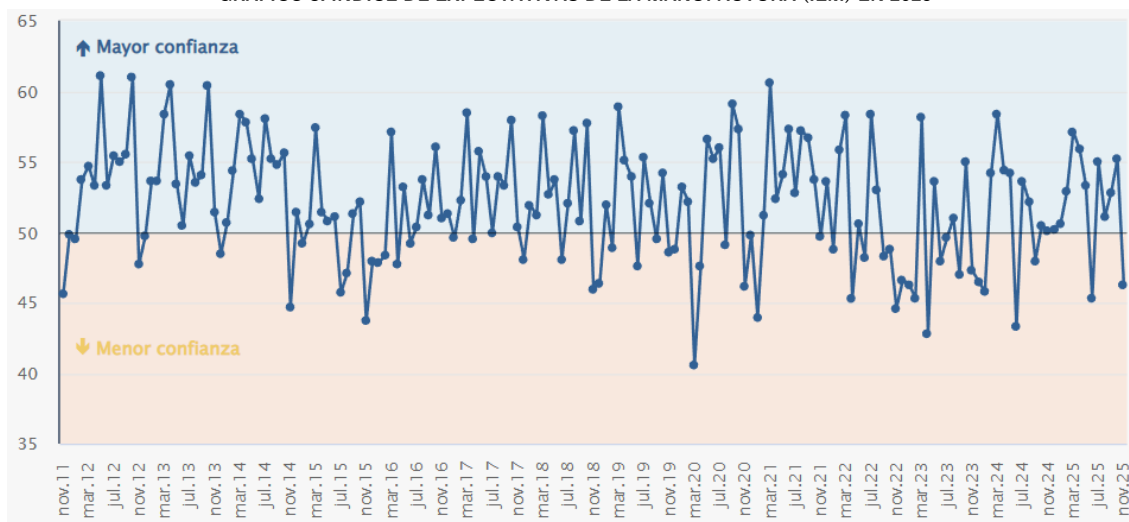
⁵⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2025.pdf

⁵⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2025.pdf

⁵⁹ <https://www.bce.fin.ec/estadisticas-economicas/ultimas-publicaciones/>

⁶⁰ <https://www.bce.fin.ec/estadisticas-economicas/ultimas-publicaciones/>

GRÁFICO 8: ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DE LA MANUFACTURA (IEM) EN 2025

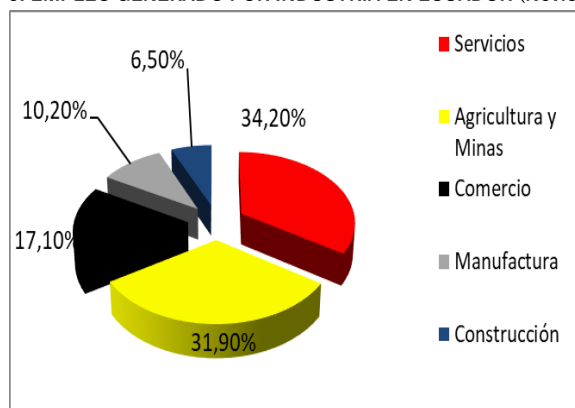


Fuente: Banco Central del Ecuador

Por otro lado, para brindar una visión más amplia, también es importante mencionar que, para noviembre de 2025, el Índice de Precios al Consumidor se ubicó en 114,62, en donde la incidencia de los alimentos y bebidas no alcohólicas para dicho resultado fue de -0,1990%, siendo esta la categoría con mayor incidencia negativa tuvo.⁶¹

Con respecto al empleo del sector, la manufactura de alimentos es uno de los pilares de la economía nacional. Según datos del INEC, a noviembre de 2025, la manufactura aportó el 10,2% del empleo total nacional.

GRÁFICO 9: EMPLEO GENERADO POR INDUSTRIA EN ECUADOR (Noviembre 2025)

Fuente: INEC | Elaboración: Class International Rating⁶²

En cuanto a la industria harinera, esta es clave para la seguridad alimentaria y el desarrollo económico del Ecuador. A partir del trigo nacional e importado se produce harinas destinadas a la elaboración de pan, pastas y otros alimentos esenciales, aportando carbohidratos y nutrientes a la población. Este sector genera empleo directo e indirecto, impulsa la economía nacional y ha implementado procesos tecnológicos que mejoran su sostenibilidad ambiental y eficiencia productiva. Además, ha diversificado su oferta con harinas especializadas, como integrales y enriquecidas, para responder a nuevas tendencias de consumo.⁶³

Diversos factores globales inciden en la evolución de las tendencias en el sector de alimentos y bebidas. Entre los principales factores que determinan estas transformaciones destacan los impulsores de mega tendencias,

⁶¹<https://app.powerbi.com/view?r=eyJrijoimjM5MmZlYTUtYWJhOC00ZjQ3LTg3YWMtM2I4YTZhbmRiYmRhliwidCI6ImYxNThhMmU4LWNhZWmtNDQwNi1iMGFiLWlyZTI1OWJkYTEyXzE1>

⁶²<https://app.powerbi.com/view?r=eyJrljojNDY3MiliMTYtNGI5Yy00ZWm4LWE4OTYtNjlhYWYxYzZwZTAxIiwidCI6ImYxNThhMmU4LWNhZWmtNDQwNi1iMGFiLWY1ZTI1OWJkYTEzMj9>

⁶³ <https://ekosnegocios.com/articulo/el-crecimiento-sostenible-de-la-industria-de-harinas-y-pastas-en-ecuador>

que abarcan dimensiones políticas, económicas, sociales, ambientales y tecnológicas; o en cuanto a las macro tendencias del consumidor, algunos factores están asociados a estilos de vida, actitudes y patrones de consumo que evidencian una evolución en sus prioridades. En la actualidad, los consumidores valoran cada vez más la autosuficiencia, exigen mayor calidad y transparencia en los productos y servicios que adquieren, y buscan establecer vínculos auténticos y duraderos con las marcas que eligen.⁶⁴ Por ello, las expectativas a futuro para el sector de alimentos y bebidas pueden ser positivas, siempre que las empresas mantengan la innovación en productos, la adopción de prácticas sostenibles y la eficiencia en sus canales de distribución, asegurando así su competitividad y crecimiento en el mercado local y regional.

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

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

Expectativas

Para el sector manufacturero de alimentos, las expectativas para 2026 se estructuran en un escenario de crecimiento moderado pero resiliente, en medio de un contexto macroeconómico desafiante. A nivel global, se proyecta que la producción y ventas de alimentos aumenten de manera positiva, con estimaciones de crecimiento de alrededor del 3,1% en producción de alimentos a nivel mundial para 2026, reflejando una expansión sostenida de la industria pese a riesgos asociados a tensiones arancelarias y vulnerabilidades en algunas categorías de productos agrícolas y procesados. Además, informes sectoriales apuntan a que segmentos vinculados con alimentos preparados, refrigerados y congelados continuarán dinamizando el valor agregado de la manufactura alimentaria, impulsados por cambios en los hábitos de consumo y una mayor preferencia por soluciones prácticas y saludables. En regiones clave como Asia-Pacífico se anticipan tasas superiores al promedio global, mientras que los mercados más estructurados como Norteamérica crecerán a ritmos más moderados, en línea con la madurez del mercado.⁶⁵

Desde la perspectiva del sector comercial de alimentos, las expectativas para 2026 incorporan un crecimiento en la demanda interna y en el consumo final, aunque con heterogeneidad por región y presiones económicas. En mercados latinoamericanos se proyecta un aumento real del consumo de alimentos en torno al 4,3%, respaldado por la expansión de canales modernos y comercio electrónico, lo cual favorece a los actores comerciales que lideran distribución y ventas minoristas. Sin embargo, la industria enfrenta incertidumbres como el lento dinamismo del mercado en ciertos países, consumidores restringiendo presupuestos y costos logísticos elevados, factores que podrían limitar márgenes operativos y la velocidad de expansión comercial. En este contexto, los resultados comerciales dependerán de la capacidad de las empresas para adaptarse mediante innovación de productos, optimización de cadenas de suministro y estrategias de fidelización al cliente.

Posición Competitiva de la Empresa

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

⁶⁴ <https://www.proecuador.gob.ec/tendencias-alimentarias-2025/>

⁶⁵ <https://atradius.ch/knowledge-and-research/reports/industry-trends-food-august-2025>

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

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

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

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

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

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

CUADRO 23: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Amplia gama de productos. No sólo se enfocan en la producción de cereales sino también en la producción de cocoa, gelatina, barquillos, barras; lo cual les permite aprovechar todas las preferencias del mercado. Desde marzo/2023 iniciaron su producción de la línea de productos wafer la que se ha vuelto una de las principales líneas de productos de la Compañía.	Todas sus líneas de productos mantienen un nivel de calidad que permitiría el ingreso a mercados internacionales sobre lo cual están trabajando.
Se destacan por un sólido tiempo de reacción ante las demandas de los mercados lo cual les ayuda a tener un crecimiento exponencial y sostenido en volumen de producción. No sólo crecieron satisfactoriamente en marcas propias sino también marcas blancas con las que establecieron barreras de entrada para competidores potenciales.	La utilización de la capacidad instalada está preparada para atender cualquier incremento de demanda, inclusive expandiendo características de productos y nuevos portafolios.
Tienen un riesgo de incobrabilidad mitigado. Cartera de clientes controlada. La Compañía mantiene políticas rigurosas que conlleva a la selectividad de clientes. Asimismo, muchos de sus clientes son importantes en el medio, con robusta liquidez y con satisfactoria calificación crediticia.	Tienen aún oportunidades de crecimiento en el mercado local, tanto el canal moderno como en el tradicional, los cuales están evidenciando crecimientos importantes sobre lo que en la actualidad están trabajando consistentemente.
Mantiene normas de calidad y buenas prácticas reconocidas: FSC22000, BPM y Meta.	Gracias a la calidad de sus productos y procesos han creado oportunidades a través de la búsqueda de mercados internacionales. Desde el segundo trimestre del 2025 iniciarán con exportaciones a algunos destinos.
Mantienen una excelente calidad en nuestros productos, lo que también ha aportado significativamente en su crecimiento que se ha acogido a las preferencias del mercado. Han demostrado inclusive que su calidad supera a los productos de los grandes competidores.	
Su línea de producción en planta está adecuada para producir varios ítems con diversas características (formas, texturas, colores, sabores, etc.) lo cual les otorga muchas alternativas para el desarrollo continuo de productos en su portafolio.	
Al haber crecido exponencialmente en los últimos años han creado economías de escala que implican minimización de costos; y ligado a ello mantienen una estructura administrativa óptima que no representan gastos elevados.	Están invirtiendo continuamente en su operación, principalmente en la expansión de líneas de productos y ampliación de capacidad instalada.
DEBILIDADES	AMENAZAS
No mantienen una flota propia. Sin embargo, trabajan con Compañías de Transportes reconocidas, con buen servicio y de respuesta oportuna, al menor costo.	Disponibilidad y cambios en precios de materias primas y demás insumos.
El crecimiento exponencial de su facturación y producción ha llevado al alquiler de almacenamiento. En los próximos años se considerará realizar la inversión en capacidad de almacenaje de producto terminado.	Afectaciones por cambios de Gobiernos locales.

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

Riesgo operacional

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

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

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

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

De igual manera y para asegurar aún más que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL cuenta con seguros de incendio todo riesgo, lucro cesante de incendio, lucro cesante por rotura, rotura de maquinaria, robo y/o asalto, equipo electrónico, entre otros, cuyas pólizas están vigentes hasta julio de 2026.

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

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL**, se realizó en base a los informes auditados de los años 2021, 2022, 2023 y 2024, junto a las cifras de los Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, 30 de noviembre de 2024 y 30 de noviembre de 2025.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de DULCENAC S.A., DULCERIA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 7,04 millones en diciembre de 2021 a USD 12,47 millones en diciembre de 2024, como efecto de mayores ventas en la mayoría de sus líneas de negocio (barras, cereal, barquillos, polvos y avena).

Para noviembre de 2025 los ingresos continúan su tendencia al alza (+41,41%) registrando USD 11,26 millones en noviembre de 2024 y USD 15,93 millones en noviembre de 2025. Este comportamiento se relaciona principalmente con la estrategia de expansión adoptada por la compañía, orientada a lograr una mayor penetración en su mercado objetivo. De igual manera, responde al incremento en el volumen de ventas de la línea de “barquillos y wafer”. Según la administración, esta dinámica se debe a la aplicación de nuevas estrategias comerciales, el establecimiento de alianzas con nuevos clientes y el aumento de exportaciones hacia diversos países.

Para noviembre de 2025, la línea de “cereal” se mantiene como la principal con aproximadamente el 40% (54% en diciembre de 2025), seguido de “barquillos”, con el 19% del total de los ingresos (14% en diciembre de 2025) y “waffer” con el 18% (17% en diciembre de 2025).

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

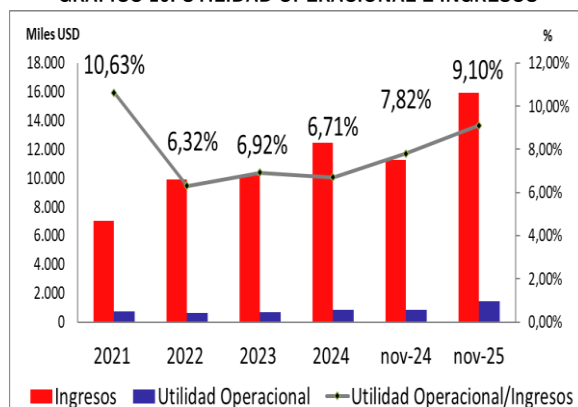
El costo de ventas, que estuvo conformado principalmente por bienes no producidos por la entidad, productos en proceso, y productos terminados, a diciembre de 2023 significó el 71,19% de los ingresos, mientras que a diciembre de 2024 representaron el 70,83%. Estos resultados generaron un margen bruto positivo de 28,81% de los ingresos en 2023 y del 29,17% en diciembre de 2024.

Para noviembre de 2025, el costo de ventas significó el 69,98% de los ingresos, porcentaje inferior al alcanzado en su similar de 2024, cuando fue de 71,65%. Esto derivó en un margen bruto que representó el 30,02% de los ingresos en noviembre de 2025 (28,35% en noviembre de 2024). Cabe destacar que el costo de ventas se incrementó en un 38,12% en términos absolutos en comparación con noviembre de 2024. Según la administración, este aumento se debe principalmente al alza en los precios de ciertas materias primas, como el polvo de cacao, cuyo costo pasó de USD 3,50 por kilo en 2024 a USD 8,00 en 2025. Esta materia prima representa aproximadamente el 20% del total de la producción.

Por su parte los gastos operacionales que estuvieron conformados principalmente por honorarios profesionales, convenios comerciales, movilización y transporte, sueldos y salarios, entre otros, pasaron de representar el 21,89% de los ingresos en el año 2023 a 22,47% en diciembre de 2024. Para noviembre de 2025 los gastos operacionales representaron el 20,92% de los ingresos, porcentaje superior a los 20,54% registrados en noviembre de 2024.

Durante el periodo analizado, la compañía evidenció una adecuada capacidad operativa, dado que los ingresos ordinarios fueron suficientes para cubrir los costos y gastos operacionales, lo que se reflejó en un margen operativo positivo y relativamente estable, pasando de 6,32% de los ingresos en el año 2022 a 6,92% en 2023, cerrando en 6,71% en 2024, comportamiento asociado a una gestión más eficiente de los recursos operativos. Para el análisis interanual, el margen operativo continuó con la tendencia al alza, al pasar de 7,82% en noviembre de 2024 a 9,10% en noviembre de 2025, como efecto de mayores ingresos.

GRÁFICO 10: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

Los gastos financieros, que se derivan de los intereses financieros, descuento por pronto pago y comisiones financieras, representaron el 6,10% de los ingresos en diciembre de 2023, 6,60% en 2024 y 5,63% en noviembre de 2025.

Luego de considerar los gastos financieros, otros ingresos y egresos no operacionales, así como las obligaciones tributarias, la compañía mantuvo resultados positivos al cierre de cada periodo analizado. En 2023, el margen neto representó el 0,64% de los ingresos y 0,25% en diciembre 2024, reflejando una menor eficiencia en la

generación de resultados luego de cubrir los componentes no operativos. A nivel interanual, se evidenció un incremento, al pasar de 0,79% en noviembre de 2024 a 2,01% en noviembre de 2025, principalmente como resultado de mayores ingresos generados por la compañía.

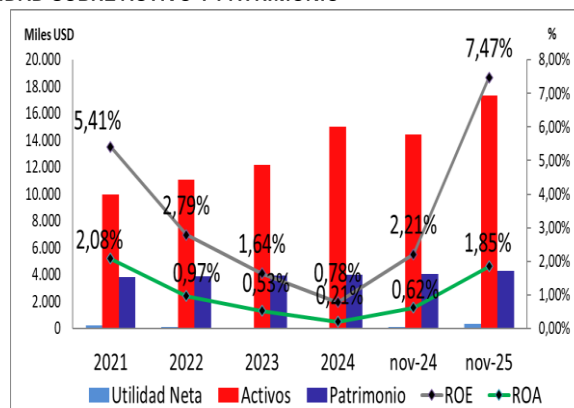
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

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

CUADRO 24, GRÁFICO 11: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2021	2022	2023	2024
ROA	2,08%	0,97%	0,53%	0,21%
ROE	5,41%	2,79%	1,64%	0,78%

Ítem	nov-24	nov-25
ROA	0,62%	1,85%
ROE	2,21%	7,47%



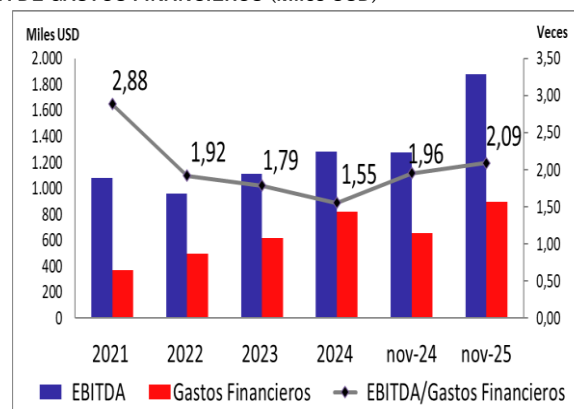
Fuente: DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) pasó de representar un 10,91% de los ingresos en el año 2023 y 10,26% en diciembre de 2024. Para noviembre de 2025 el EBITDA (acumulado) significó un 11,79% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2024 (11,36% de los ingresos), y, en términos monetarios este creció en 46,74%. Estos resultados evidencian que la compañía posee capacidad suficiente para generar flujo propio y cubrir sus gastos financieros.

CUADRO 25, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2021	2022	2023	2024
EBITDA	1.077	959	1.110	1.280
Gastos Financieros	374	500	621	823
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,88	1,92	1,79	1,55

Ítem	nov-24	nov-25
EBITDA	1.279	1.877
Gastos Financieros	654	897
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,96	2,09



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

Capital Adecuado Activos

Los activos totales de DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, pues pasaron de USD 12,20 millones en el año 2023 a USD 15,04 millones en 2024 y USD 17,34 millones en noviembre de 2025. Lo anterior obedece a los movimientos registrados principalmente en cuentas por cobrar clientes.

En cuanto a su estructura, primaron los activos no corrientes, que pasaron del 61,26% de los activos en 2023 a 52,57% en 2024 y 51,44% en noviembre de 2025. El principal rubro de los activos no corrientes es propiedad, planta y equipo neto, que representó el 47,29% del total de activos totales a noviembre de 2025 (50,61% en diciembre de 2024).

Los activos corrientes por su lado significaron el 48,56% de los activos totales en noviembre de 2025 (47,43% en diciembre de 2024), siendo su cuenta más relevante cuentas por cobrar clientes con una participación del 22,10% de los activos a noviembre de 2025 (20,35% en diciembre de 2024), luego se encuentra inventarios con el 17,66% (17,46% en diciembre de 2024), entre los más relevantes.

Pasivos

El financiamiento de los pasivos totales sobre los activos presentó una tendencia creciente como efecto del registro de mayores deudas con costo, es así como pasaron de financiar el 67,70% de los activos en el año 2023 a 73,59% en diciembre de 2024 y 75,25% en noviembre de 2025.

Al referirnos a su estructura, se debe indicar que los pasivos no corrientes financiaron el 30,62% de los activos en diciembre de 2023, el 26,63% en diciembre de 2024 y el 35,15% en noviembre de 2025. Este componente está constituido principalmente por obligaciones financieras, que representaron el 26,20% en noviembre de 2025 (frente al 25,17% registrado en diciembre de 2024). En segundo lugar, se encuentran las obligaciones con el mercado de valores, con una participación del 8,77% en noviembre de 2025 (1,25% en diciembre de 2024).

Por otro lado, los pasivos del tipo corriente financiaron el 40,09% de los activos totales en noviembre de 2025 (46,96% en diciembre de 2024), los cuales estuvieron estructurados mayormente por cuentas por pagar proveedores locales y del exterior⁶⁶ con el 16,57% (16,50% en diciembre de 2024), seguido de préstamos con instituciones financieras que fondearon el 14,04% de los activos (16,70% en diciembre de 2024) y obligaciones con el mercado de valores con 6,16% (12,45% en diciembre de 2024).

Al 30 de noviembre de 2025, la deuda con costo, tanto de corto como de largo plazo, financió el 55,17% de los activos totales, frente al 55,57% registrado en diciembre de 2024. Esta deuda estuvo compuesta por obligaciones contraídas con instituciones financieras, así como con el mercado de valores. Finalmente, en noviembre de 2025, la participación de la deuda financiera representó el 73,31% del pasivo total y el 222,87% del patrimonio.

Patrimonio

El patrimonio registró un crecimiento moderado en valores absolutos, al pasar de USD 3,94 millones en 2023 (32,30% del total de activos) a USD 3,97 millones en 2024 (26,41% del total de activos) y USD 4,30 millones en noviembre de 2025 (24,75% del total de activos). Al referirnos a su estructura se debe indicar que la cuenta más representativa fue superávit por revaluación de propiedades, rubro que representó el 12,27% de los activos en noviembre de 2025. En segundo lugar, destaca el capital social, que financió el 7,76% de los activos en noviembre de 2025 (8,95% en diciembre de 2024). Cabe resaltar que, durante el año 2024, se concretó el aporte correspondiente a una futura capitalización, lo que permitió que el capital social ascendiera de USD 0,97 millones en el año 2023 a USD 1,35 millones⁶⁷ en 2024, manteniéndose este valor a noviembre de 2025.

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía no distribuye dividendos puesto que se considera este flujo para seguir invirtiendo en el crecimiento del negocio. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

⁶⁶ Entre los años 2022 y 2023 las cuentas por pagar a proveedores crecieron en 77,67%, comportamiento relacionado con un aumento en el stock de la compañía, puesto que la línea de "barras" es un producto de temporada cuyas facturaciones inician durante el segundo semestre de cada año; mismo comportamiento se refleja entre 2023 y 2024 donde cuentas por pagar proveedores incrementó en 58,52%.

⁶⁷ Conforme lo resuelto por la Junta General Extraordinaria de Accionistas reunida en sesión del 14 de agosto de 2023, el aumento de capital se lo realiza mediante acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de USD 1,00 cada una, pagadas en su totalidad mediante la cuenta Aportes para Futuras Capitalizaciones por el monto de USD 380,147; sobre lo cual fue inscrito en el Registro Mercantil con fecha 31 de enero de 2024.

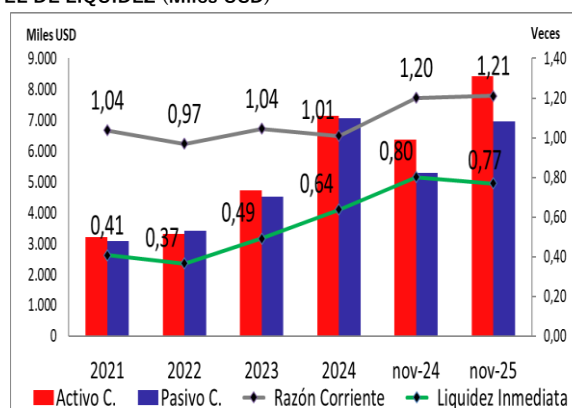
Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón corriente) que presentó DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL a lo largo del periodo analizado se ubicaron por encima de la unidad (excepto en el año 2022), con lo cual la compañía contó con suficientes recursos para hacer frente a sus compromisos de corto plazo. Lo mencionado conllevó a que su capital de trabajo sea positivo, mismo que significó el 1,66% de los activos totales en diciembre de 2023 y el 0,47% en diciembre de 2024 y 8,47% a noviembre de 2025.

CUADRO 26, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2021	2022	2023	2024
Activo Corriente	3.206	3.314	4.724	7.130
Pasivo Corriente	3.092	3.420	4.522	7.060
Razón Circulante (veces)	1,04	0,97	1,04	1,01
Liquidez Inmediata (veces)	0,41	0,37	0,49	0,64

Ítem	nov-24	nov-25
Activo Corriente	6.357	8.420
Pasivo Corriente	5.292	6.951
Razón Circulante (veces)	1,20	1,21
Liquidez Inmediata (veces)	0,80	0,77



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

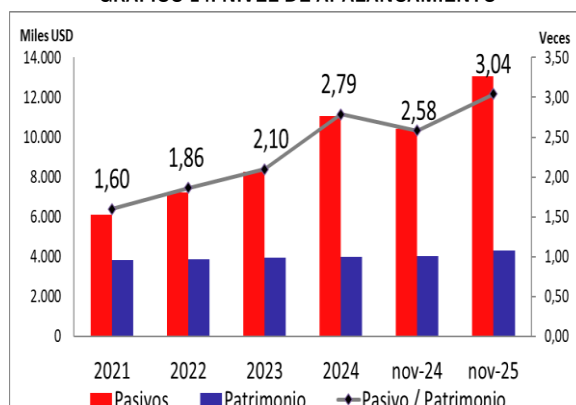
Indicadores de Eficiencia

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL, presentó un periodo de cobros de 89 días al cierre de 2024 (44 días a diciembre de 2023), lo que determinó que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente. Por otra parte, el plazo para pagar a sus proveedores fue de 102 días (79 días a diciembre de 2023), resultado que evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo que muestra en el pago a sus proveedores hubo un calce de 13 días (35 días a diciembre de 2023). En cuanto al indicador de duración de existencias, se debe mencionar que éste registró una rotación en bodega de 108 días a diciembre de 2024 (126 días a diciembre de 2023). Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo del periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 95 días para 2024 (90 días a diciembre de 2023), lo que demuestra que la compañía debe recurrir a otras fuentes de financiamiento aparte de sus proveedores, para financiar su operación.

Indicadores de Endeudamiento Solvencia y Solidez

El apalancamiento de la compañía (pasivo total / patrimonio) resalta la importancia del financiamiento a través de recursos de terceros, el mismo que creció de 2,10 veces en el año 2023 a 2,79 veces en diciembre de 2024 y 3,04 veces en noviembre de 2025.

GRÁFICO 14: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social pasó de 8,55 veces en 2023 a 8,22 veces en diciembre de 2024 y 9,69 veces en noviembre de 2025. Estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas, valor que depende en alto grado de la representación que el capital social tiene dentro de la estructura del patrimonio.

El indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) se ubicó en 7,44 años al cierre de 2023 y 8,64 años en diciembre de 2024 y 6,95 años en noviembre de 2025, determinando que los recursos propios de la compañía permitirían cancelar el total de sus obligaciones en dicho periodo de tiempo. Por otro lado, el indicador que relaciona la deuda financiera/EBITDA (anualizado) se ubicó en 5,80 años al cierre de 2023, mientras que para diciembre de 2024 fue 6,53 años y 5,09 años en noviembre de 2025, cifra que refleja el tiempo en que la compañía podría cancelar la totalidad de su deuda financiera con recursos de su operación.

Contingentes

DULCENAC S.A., DULCERÍA NACIONAL registra una operación como codeudor en el sistema financiero, cuyo monto representa el 2,84% de los activos totales de la compañía a noviembre de 2025.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁶⁸

Hasta el 21 de noviembre de 2025, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 60 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 44 se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y 16 en la Bolsa de Valores de Quito, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 519,90 millones, valor que representó el 47,19% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.101,64 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 28,28%, mientras que las titularizaciones representaron el 24,53%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

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

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2021	2022	2023	nov-24	2024	nov-25
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	220	279	372	873	763	460
Cuentas por cobrar Clientes y Relacionados	834	694	1.226	2.826	3.059	3.831
Provisión cuentas incobrables	(11)	(11)	(11)	-	(11)	(11)
Inventarios	1.946	2.064	2.495	2.112	2.624	3.063
Otras cuentas por cobrar	89	74	132	117	252	87
Otros Activos Corrientes	128	214	511	430	442	991
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	3.206	3.314	4.724	6.357	7.130	8.420
Propiedad, planta y equipo neto	6.367	7.226	7.174	7.639	7.609	8.199
Otros Activos No Corrientes	370	548	297	441	295	719
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	6.737	7.774	7.471	8.080	7.904	8.918
TOTAL ACTIVOS	9.944	11.088	12.195	14.437	15.035	17.338
PASIVOS						
Obligaciones financieras	1.637	2.378	2.160	1.347	2.511	2.435
Obligaciones Mercado de Valores	-	-	582	1.179	1.872	1.067
Proveedores locales y del exterior	1.198	881	1.565	2.206	2.481	2.874
Otros Pasivos Corrientes	257	161	215	561	196	575
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	3.092	3.420	4.522	5.292	7.060	6.951
Obligaciones financieras LP	2.994	3.761	3.702	4.709	3.784	4.542
Obligaciones Mercado de Valores LP	-	-	-	374	188	1.521
Otros Pasivos No Corrientes	32	32	32	32	32	32
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	3.026	3.794	3.734	5.115	4.004	6.095
Deuda Financiera	4.631	6.139	6.444	7.609	8.355	9.565
Deuda Financiera C/P	1.637	2.378	2.742	2.526	4.383	3.502
Deuda Financiera L/P	2.994	3.761	3.702	5.083	3.972	6.063
TOTAL PASIVOS	6.118	7.214	8.256	10.408	11.063	13.046
PATRIMONIO						
Capital Social	966	966	966	1.346	1.346	1.346
Reservas (legal y facultativa)	42	42	42	42	42	42
Superávit por revaluación de propiedades	2.172	2.127	2.127	2.127	-	2.127
Aportes para futuras capitalizaciones	380	380	380	-	-	-
Utilidades acumuladas	59	251	359	425	2.552	456
Utilidades del ejercicio	207	108	65	89	31	321
TOTAL PATRIMONIO	3.826	3.874	3.939	4.029	3.971	4.292

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2021	2022	2023	nov-24	2024	nov-25
Ingresos	7.041	9.887	10.173	11.263	12.474	15.927
Costo de ventas	4.516	6.988	7.242	8.069	8.835	11.146
MARGEN BRUTO	2.524	2.899	2.931	3.193	3.639	4.781
Total Gastos Operacionales	1.776	2.274	2.227	2.313	2.803	3.331
UTILIDAD OPERACIONAL	748	625	704	880	836	1.450
Gastos Financieros	374	500	621	654	823	897
Otros ingresos no operacionales	6	45	20	32	33	0
Otros egresos no operacionales	0	0	0	169	0	232
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	381	170	103	89	46	321
Participación trabajadores	57	26	16	0	0	0
Impuesto a la Renta	117	37	23	0	15	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	207	108	65	89	31	321

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2021	2022	2023	nov-24	2024	nov-25
Gastos Operacionales / Ingresos	25,23%	23,00%	21,89%	20,54%	22,47%	20,92%
Utilidad Operacional / Ingresos	10,63%	6,32%	6,92%	7,82%	6,71%	9,10%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,94%	1,09%	0,64%	0,79%	0,25%	2,01%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	361,70%	578,73%	1087,94%	988,58%	2698,67%	452,36%
Utilidad / capital permanente	5,17%	2,26%	1,37%	1,50%	0,58%	4,69%
Utilidad Operativa / capital permanente	18,70%	13,09%	14,94%	14,84%	15,61%	21,23%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	3,10%	41,97%	31,08%	-154,09%	106,96%	-72,37%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	180,60%	462,92%	959,09%	734,49%	2656,12%	279,99%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	5,41%	2,79%	1,64%	2,21%	0,78%	7,47%
Rentabilidad sobre Activos	2,08%	0,97%	0,53%	0,62%	0,21%	1,85%
Utilidad operacional / activos operacionales	8,00%	6,09%	6,25%	7,14%	5,96%	10,18%
Resultados operativos medidos / activos totales	7,52%	5,63%	5,77%	6,65%	5,56%	9,12%
Liquidez						
Razón Corriente	1,04	0,97	1,04	1,20	1,01	1,21
Liquidez Inmediata	0,41	0,37	0,49	0,80	0,64	0,77
Capital de Trabajo	115	-106	202	1.065	71	1.469
Capital de Trabajo / Activos Totales	1,15%	-0,95%	1,66%	7,37%	0,47%	8,47%
Cobertura						
EBITDA	1.077	959	1.110	1.279	1.280	1.877
EBITDA anualizado	1.077	959	1.110	1.396	1.280	1.878
Ingresos	7.041	9.887	10.173	11.263	12.474	15.927
Gastos Financieros	374	500	621	654	823	897
EBITDA / Ingresos	15,30%	9,70%	10,91%	11,36%	10,26%	11,79%
EBITDA/Gastos Financieros	2,88	1,92	1,79	1,96	1,55	2,09
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,16	0,10	0,11	0,13	0,10	0,17
EBITDA / Deuda total	0,23	0,16	0,17	0,18	0,15	0,20
Flujo libre de caja / deuda total	0,05	0,05	0,01	0,10	0,06	-0,01
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,78	0,80	3,14	1,97	1,47	1,87
Gastos de Capital / Depreciación	1,33	3,57	0,87	1,78	2,00	2,42
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	1,60	1,86	2,10	2,58	2,79	3,04
Activo Total / Capital Social	10,29	11,48	12,62	10,72	11,17	12,88
Pasivo Total / Capital Social	6,33	7,47	8,55	7,73	8,22	9,69
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	4,30	6,40	5,80	5,45	6,53	5,09
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,68	7,52	7,44	7,46	8,64	6,95
Deuda Financiera / Pasivo	75,70%	85,11%	78,05%	73,11%	75,52%	73,31%
Deuda Financiera / Patrimonio	121,03%	158,47%	163,60%	188,85%	210,39%	222,87%
Pasivo Total / Activo Total	61,52%	65,06%	67,70%	72,09%	73,59%	75,25%
Capital Social / Activo Total	9,71%	8,71%	7,92%	9,32%	8,95%	7,76%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	35,36%	38,73%	42,55%	33,20%	52,46%	36,61%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	38,48%	34,94%	32,30%	27,91%	26,41%	24,75%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	43	25	44	84	89	80
Duración de Existencias (días)	157	108	126	87	108	92
Plazo de Proveedores (días)	97	46	79	91	102	86

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