

## CERTIFICADO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. en comité No.287-2023 llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día miércoles, 15 de noviembre de 2023 certifica haber realizado la calificación considerando la metodología de calificación aplicable y el reglamento interno de la calificadora. La calificación otorgada es:

# “AA(+)”

### Al Segundo Programa de Papel Comercial FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC

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

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

Atentamente,



**Hernán López**

Presidente Ejecutivo

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

*“La opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la calificadora la verificación de la autenticidad de la información suministrada.”*

### CALIFICACIÓN:

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

### DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

### CONTACTO

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
hlopez@globalratings.com.ec

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
mavila@globalratings.com.ec

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

### FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- En 2022, la industria manufacturera aportó anualmente con más de USD 8.220 millones al PIB real de la economía ecuatoriana, lo que implicó una participación de 11,6%, convirtiéndola en una de las más representativas en cuanto a la producción de bienes y servicios. En el primer trimestre de 2023 el sector presentó una variación anual de la producción de -1,97%, mientras que el segundo trimestre presentó una variación anual de 0,65% en el sector. El aumento de la inflación en 2022 tuvo un impacto directo en el sector puesto que elevó los costes de producción. Sin embargo, la inflación de la mayoría de los productos en el sector a septiembre de 2023 se ubicó por debajo de lo observado a finales de 2022. Así mismo, los niveles de desempleo decrecieron. Con respecto a las previsiones, el BCE espera que en 2023 el sector disminuya 0,27%.
- FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC es reconocida como marca familiar y de tradición que se remonta a la década de los años 20 en la fabricación y comercialización de agua embotellada en diversas presentaciones. El sector donde la compañía desarrolla sus actividades mantiene una fuerte competencia y debido al control ejercido por el principal actor del mercado, la empresa mantiene una cuota que puede considerarse como marginal. No obstante, se encuentra en constante innovación y desarrollo de nuevos productos siendo el principal canal de distribución las cadenas de supermercados.
- La empresa cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo definidas en el estatuto aprobado por la Junta General y Extraordinaria de Accionistas que gobierna la compañía, prácticas que demandan la estructura de un Directorio que es el máximo órgano responsable de la administración, asegurándose de la viabilidad presente y futura de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC. Cuenta con comités que actúan de forma periódica con la finalidad de asegurar la calidad en los procesos y tomar medidas conducentes a enfrentar posibles contingencias.
- Los ingresos de la compañía tienen su origen en la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas que provienen de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicados en Latacunga. La continua innovación y la adición de nuevos productos han permitido a la compañía incrementar sus ingresos año a año. De hecho, las ventas a septiembre 2023 son similares a las ventas de todo el año 2022. La proyección en un escenario moderadamente conservador, indica que la tendencia se mantendrá en los próximos periodos.
- La utilidad operativa de la empresa muestra una tendencia al alza y los gastos operacionales has aumentado por efecto del incremento de la actividad. Como consecuencia de este crecimiento, la empresa ha requerido de financiamiento el que se ha centrado en emisiones con el Mercado de Valores y en menor medida en préstamos de terceros y obligaciones con entidades financieras. Como consecuencia, ha existido un aumento en los gastos financieros. La utilidad neta que alcanzó un valor del orden de USD 60 mil en 2022 se prevé que alcance montos mayores en 2023 y que llegué a valores superiores a USD 200 mil en los próximos periodos, con un ROE que pasaría de 6% en 2023 a 12% en 2025. El índice de liquidez se mantendrá en valores superiores a la unidad y el apalancamiento que a septiembre 2023 llegó a 2,83 descendería paulatinamente hasta 2,36 el futuro cercano.
- Dentro de la proyección se estima una generación positiva de flujo operativo en los años siguientes lo que brindaría recursos necesarios para continuar con inversiones en CAPEX incrementando la capacidad productiva de la empresa.

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

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía provienen de la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas que provienen de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicado en Latacunga. Durante el periodo 2020 y 2022 se evidenció un incremento en los ingresos de la compañía en el orden de 94% enfocándose en la apertura de otros canales de distribución y el desarrollo de nuevos productos con valor agregado. La principal fuente de ingresos de la empresa es la venta de botellones, agua mineral sin gas, seguido de agua mineral en envases PET y agua mineral en envases de vidrio. El mercado donde desempeña sus operaciones FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC, es un mercado muy competitivo por lo que la innovación, cambio de imagen y demás adaptaciones a las tendencias es de vital importancia.

En cuanto al costo de ventas, este mantiene un comportamiento alineado a la evolución de los ingresos. Al considerar la participación de los costos para los ingresos se apreció un incremento pasando de 56% en 2020 a 60% en 2022, lo que se atribuye al aumento de los precios del plástico. Para septiembre de 2023, el costo de ventas mantuvo una participación similar a la del cierre de 2022.

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

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

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

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

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	SEPTIEMBRE 2022	SEPTIEMBRE 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	1.892	2.198	3.674	2.562	3.598
Utilidad operativa (miles USD)	129	62	163	163	157
Utilidad neta (miles USD)	22	24	51	43	65
EBITDA (miles USD)	232	167	269	163	168
Deuda neta (miles USD)	438	439	757	838	1.166
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	101	72	(892)	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	164	226	436	537	620
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	189	167	(35)	130	605
Razón de cobertura de deuda DSCRC	1,23	1,00	-7,65	1,25	0,28
Capital de trabajo (miles USD)	(264)	209	(159)	(221)	216

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

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

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la empresa, lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de los contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.
- Los activos correspondientes a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.

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

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

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

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

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

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

**INSTRUMENTO**

SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	800.000	359	720	Al vencimiento	Cupón cero
Saldo vigente	No aplica.					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	Prenda comercial rotativa de inventarios por USD 273.000,00					
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán destinados 100% para financiar parte del capital de trabajo del giro propio de la empresa, consistente en compra de productos, insumos o materias primas y reestructuración de pasivos consistente en el pago de obligaciones de corto plazo.					
Estructurador financiero	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Picaval Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE).					
Representantes de obligacionistas	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.					
Resguardos de Ley	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia del programa de papel comercial, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25.</li> </ul>					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El emisor se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas, así también, se obliga a mantener como límite de endeudamiento, una relación de Deuda financiera / Patrimonio no mayor a 2 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de la deuda financiera se considerará todas las obligaciones de corto y largo plazo contraídas con el sistema financiero y mercado de valores.</li> </ul>					

Fuente: Circular de Oferta Pública

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

Atentamente,

 firmado electrónicamente por:  
**HERNAN ENRIQUE  
LOPEZ AGUIRRE**

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