

CALIFICACIÓN:

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

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Tercer Programa de Papel Comercial de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC en comité No. 292-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 28 de octubre de 2024; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha septiembre de 2024. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas el 14 de octubre de 2024 por un monto de hasta USD 800.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de alimentos en el Ecuador reflejó un crecimiento importante tras la pandemia, impulsado por el consumo a nivel nacional y la reactivación de varias actividades económicas. Sin embargo, diferentes factores en 2023 como inestabilidad política, la inseguridad y la crisis energética causaron cierta incertidumbre, por lo que el crecimiento se desaceleró a un 0,22%. La industria alimentaria es considerada de alta relevancia en el país, en términos de participación y contribución al crecimiento económico, así como de generación de empleo. En términos de oportunidades de cara a 2024, los acuerdos comerciales podrían tener un gran impacto, abriendo las puertas a nuevos mercados de forma preferencial, por lo que las previsiones para 2024 proyectan un crecimiento de 1,6%.
- FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC es reconocida como una 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. Es una empresa que en los últimos años ha ido incrementando sus ingresos sigue buscando una mayor participación en el mercado por lo que se encuentra en constante innovación y desarrollo de nuevos productos siendo el principal canal de distribución las cadenas de supermercados.
- FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo definidas en el estatuto aprobado por la Junta General de Accionistas que gobierna la compañía, prácticas que han permitido mantener 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, contar 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. Además, la empresa cuenta con funciones de control interno para efectivizar la toma de decisiones y evaluar posibles riesgos.
- Los ingresos de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC 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 el incremento de ingresos año a año. A septiembre 2024 la situación se revirtió, cuando los ingresos disminuyeron 4,49% con respecto a septiembre 2023, sin embargo, una mejora en la eficiencia en los costos, resultaron en un margen bruto superior al interanual. La proyección en un escenario conservador, indica que los ingresos disminuirán al finalizar el año, pero aumentarán en los próximos periodos.
- La utilidad operativa muestra una tendencia al alza y los gastos operacionales han aumentado por efecto del incremento de la actividad. Como consecuencia de este crecimiento, la empresa ha requerido de financiamiento el que se ha centrado en emisiones con el Mercado de Valores y en menor medida en préstamos de terceros y obligaciones con entidades financieras. Como consecuencia, ha existido un aumento en los gastos financieros. La utilidad neta que alcanzó un valor de USD 14 mil en 2023 se prevé que registre pérdida en 2024 debido a la situación económica del país que afectó directamente a la empresa y sus resultados observados a septiembre 2024. Sin embargo, se proyecta utilidad neta positiva para los años posteriores. El índice de liquidez se mantendrá en valores cercanos a la unidad y el apalancamiento que a septiembre 2024 llegó a 2,25 descendería paulatinamente hasta 2,07 el futuro cercano.

- El Programa de Papel Comercial bajo análisis se encuentra debidamente instrumentado y estructurado. Además, cuenta con un mecanismo de fortalecimiento consistente en un Encargo Fiduciario que tiene como instrucción la constitución de una hipoteca abierta que cubriría en más de 100% el monto máximo de la emisión.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC provienen de la producción de aguas minerales naturales y otras aguas embotelladas de los deshielos del volcán Cotopaxi ubicado en Latacunga. Durante el periodo 2021-2023 se evidenció un incremento en los ingresos en el orden de 122% enfocándose en la apertura de nuevos canales de distribución y el desarrollo de nuevos productos con valor agregado. La principal fuente de ingresos es la venta de líquidos, que incluyen agua mineral sin gas, agua mineral en envases PET, agua mineral en envases de vidrio, entre otros. 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 son de vital importancia.

Al considerar la participación de los costos para los ingresos se aprecia un incremento pasando de 56,88% en 2021 a 60,36% en 2022, y disminuyendo a 59,28% en 2023. El incremento en 2022 se atribuye al alza de precio del plástico registrado durante ese año. Para septiembre de 2024, este indicador se ubicó en 55,30% evidenciando una mejora en la eficiencia de costos sobre ingresos.

Por otra parte, los gastos operativos se concentraron principalmente en sueldos y salarios, honorarios, fletes y acarreos, y gastos de promoción. 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, disminuyendo 3 puntos porcentuales entre 2021 y 2023.

A septiembre de 2024, este rubro mantiene el comportamiento creciente respecto del interanual al ubicarse en USD 1,86 millones, en comparación a USD 1,28 millones a septiembre de 2023, sin embargo, con un aumento en la participación sobre las ventas de diez y ocho puntos porcentuales ubicándose en 54,25%.

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 FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC.

El nivel de capital de trabajo ha fluctuado: fue positivo en 2021 y negativo a finales de 2022, producto de la estructura de financiamiento de la empresa. En el año 2023, ante la Primera Emisión de Obligaciones, con la cual se buscó reestructurar la deuda financiera hacia el largo plazo, se evidenció una mejora alcanzando un valor positivo de USD 110 mil.

Las principales alternativas externas de financiamiento de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC lo constituyen las obligaciones con proveedores, la deuda con el Mercado de Valores y préstamos con terceros que constituyen operaciones de *factoring*. Por otro lado, el patrimonio de la compañía mantuvo su financiamiento sobre activos de 31,30% en promedio durante el periodo de análisis, evidenciando el fortalecimiento del patrimonio por parte de FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	2.198	3.674	4.881	3.598	3.436
Utilidad operativa (miles USD)	62	154	169	157	(328)
Utilidad neta (miles USD)	24	51	14	65	(393)
EBITDA (miles USD)	167	260	289	157	-328
Deuda neta (miles USD)	439	783	1.075	1.166	1.346
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	72	(237)	110	-	(78)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	226	471	463	620	352

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	SEPTIEMBRE 2023	SEPTIEMBRE 2024
	REAL			INTERANUAL	
	Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(176)	31	956	601
Razón de cobertura de deuda DSCRC	-0,95	8,37	0,30	0,26	0,00
Capital de trabajo (miles USD)	209	(160)	(54)	216	35
ROE	2,92%	5,56%	1,53%	9,09%	-39,25%
Apalancamiento	1,78	2,17	2,80	2,83	2,25

Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023, y Estados Financieros Internos septiembre 2023 y 2024.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión, se basan en los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico durante el periodo analizado y en la posición financiera a septiembre de 2024.

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

En este sentido, y en función del comportamiento histórico registrado, se proyectan menores ventas al cierre de 2024, con una contracción anual estimada de 5% para 2024, revirtiéndose para 2025 con un crecimiento de 7% proyectado para este año y de 12% para el año 2026.

La participación del costo de ventas para el cierre de 2024 se proyecta estable con respecto a 2023, en niveles cercanos a 59%. Este porcentaje se proyecta mayor al registrado a septiembre 2024 (55%) debido a las dificultades que se esperan para el sector debido a la crisis energética. La normalización en las condiciones de mercado para periodos posteriores debería tender a estabilizar este rubro, por lo que se contempla una participación del costo sobre las ventas de forma similar en el 2025 y 2026. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, la cartera no relacionada se estima que se incremente con respecto a septiembre 2024, producto del mayor dinamismo en las ventas y las perspectivas de la empresa en cuanto a abarcar un mayor mercado local y a nivel internacional, por lo que se estima mantener en el periodo proyectado este comportamiento en 43 días de cartera.

El rubro de inventarios mantendrá días promedio de 95 en 2024 en coherencia con el comportamiento que se evidenció durante los meses a septiembre 2024. Asimismo, se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una estructura de cuentas por pagar estable. Los valores de deuda aumentarán en 2024, debido a principalmente a la colocación parcial del Tercer Programa de Papel Comercial y nuevos préstamos con entidades financieras. En años posteriores, el valor de la deuda neta disminuirá paulatinamente.

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	2024	2025	2026
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	4.637	4.962	5.557
Utilidad operativa (miles USD)	(227)	119	210
Utilidad neta (miles USD)	(337)	14	49
EBITDA (miles USD)	-105	259	343
Deuda neta (miles USD)	1.325	1.374	1.047
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(186)	238	366

RESULTADOS E INDICADORES	2024	2025	2026
	PROYECTADO		
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	425	454	345
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	622	1.111	1.188
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,00	0,23	0,29
Capital de trabajo (miles USD)	(213)	(362)	123
ROE	-24,18%	1,00%	3,35%
Apalancamiento	2,13	2,17	2,07

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.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad junto con la crisis eléctrica, tienen impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad y los cortes eléctricos, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados, la implementación de medidas de protección, además de la adquisición de plantas eléctricas o planificaciones estratégicas de horarios laborales los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna y la crisis eléctrica son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

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 también están productos embotellados en envases de vidrio, por lo que esta diversificación ayuda a la empresa.

Se debe indicar que los activos que respaldan el Papel Comercial, de acuerdo a la declaración juramentada, son propiedad, planta y equipo (USD 450.000), anticipos a proveedores (USD 450.000), inventario (USD 350.000) y cuentas por cobrar no relacionadas (USD 20.000). 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. FUENTES SAN FELIPE S.A. SANLIC 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

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL			PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	CLASES	MONTO (USD)	359	720	Al vencimiento	Cupón cero
Saldo vigente	N/A					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán utilizados para capital de trabajo consistente en la compra de inventarios, insumos o materias primas y, por tanto, pago a proveedores no vinculados con el Emisor, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables; y, para restructuración de deuda financiera de corto plazo con Instituciones Financieras no vinculadas con el Emisor.					
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 Decevale S.A.					
Representantes de obligacionistas	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.					
Resguardos de Ley	<ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia del programa de papel comercial, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. 					
Mecanismo Fortalecimiento	Encargo Fiduciario consistente en una instrucción para hipotecar el terreno y edificio de San Felipe.					
Límite de endeudamiento	El Emisor 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.					

TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Compromiso Adicional

El Emisor se obliga a provisionar el 100% del flujo de la cuota inmediata siguiente para el pago de inversionistas de la presente Emisión, con al menos cuarenta y ocho horas de anticipación

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Tercer 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