

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 189/2024, del 31 de julio de 2024

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2024

Analista: Econ. Jeams Castillo

jeams.castillo@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., fue constituida el 31 de agosto de 2001 en la ciudad de Daule, provincia del Guayas. El objeto social de la compañía es la actividad de procesos de planificación, manufactura, elaboración y comercialización de toda clase de dulces y tortas.

Cuarta Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-00008105 emitida el 18 de noviembre de 2022

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 189/2024 del 31 de julio de 2024 decidió otorgar la calificación de "B" al **Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.** por un monto de hasta dos millones quinientos mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 2.500.000,00).

Categoría B: "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en retraso en el pago de intereses y del capital.".

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

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 un 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 períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada al Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. opera bajo la denominación comercial de "Pastelería Adriana" en la ciudad de Guayaquil ejerciendo sus actividades bajo las líneas de Panadería, Pastelería y Cafetería, a través de las cuales llega a atender a más de 16.000 clientes, para lo cual cuenta con 25 locales ubicados en Guayaquil, Samborondón, Durán y Daule.

- DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. contribuye de manera permanente y anónima con diferentes iniciativas sociales a través de la Municipalidad de Guayaquil, Prefectura del Guayas, SOLCA y organizaciones eclesiales.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado 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 DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 6,73 millones en 2020 a USD 9,61 millones en 2021, USD 10,16 millones en diciembre de 2022 y USD 10,51 millones en diciembre de 2023. Para mayo de 2024, los ingresos decrecen (-6,91%) frente a su similar de 2023, totalizando USD 4,22 millones (USD 4,53 millones en mayo de 2023). Este comportamiento se atribuye a diversos factores, incluidos los cambios macroeconómicos que pudieron haber afectado el poder adquisitivo de sus clientes. Sin embargo, la compañía ha cumplido y mantenido su operatividad dentro de la normalidad esperada.
- La línea de mayor demanda al 31 de mayo de 2024 es la de tortas, misma que representa aproximadamente el 51,76% de los ingresos, siendo esta su especialidad, el restante 48,24% se distribuye en productos de panadería, dulcería, laminado, entre otras que son un servicio complementario para la atención y espera del cliente.
- El margen operacional de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. pasó de 6,38% de los ingresos en diciembre de 2022 a 8,23% en diciembre de 2023. Para mayo de 2024, la utilidad operacional significó el 7,92% de los ingresos, porcentaje ligeramente superior al reportado en mayo de 2023 (7,08% de los ingresos).
- Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y los respectivos impuestos, la compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo, es así como su margen neto significó el 2,44% de los ingresos en diciembre de 2022 y 2,20% en diciembre de 2023. Al 31 de mayo de 2024 DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. registró una utilidad antes de participación de trabajadores e impuesto a la renta que representó el 2,77% de los ingresos (3,28% de los ingresos en mayo de 2023), comportamiento que se atribuye en parte a la disminución de ingresos.
- El EBITDA (acumulado) pasó de significar el 9,93% de los ingresos en el año 2021 a 8,65% en diciembre de 2022 y 8,97% de los ingresos en diciembre de 2023 (8,36% en mayo de 2024), lo que reflejó la capacidad de generar flujo propio por parte de la compañía, permitiéndole además cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.
- Los activos totales de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. presentaron un comportamiento positivo durante todo el periodo analizado, pasando de USD 8,12 millones en 2021 a USD 9,43 millones en diciembre de 2022, USD 11,73 millones en diciembre de 2023 y USD 12,24 millones en mayo de 2024, como efecto del incremento en los rubros de cuentas por cobrar clientes, propiedad, planta y equipo, anticipo a proveedores e inventarios, principalmente.
- Los pasivos totales de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. financiaron una porción importante de los activos durante el periodo analizado, pasando de 73,43% en 2022 a 68,83% en diciembre de 2023 y 69,19% en mayo de 2024.
- El patrimonio financió un 26,57% de los activos en diciembre de 2022 a 31,17% de los activos en diciembre de 2023 y un 30,81% en mayo de 2024, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fueron las reservas, que significaron el 17,10% de los activos (0,19% en diciembre de 2023), seguido del capital social con el 10,86% (3,41% en diciembre de 2023).
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. se posicionaron en niveles por debajo de la unidad durante los periodos analizados. Esto derivó además en un capital de trabajo negativo.
- Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los pasivos dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose en 2,21 veces en el año 2023 y 2,25 veces en mayo de 2024.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 29 de agosto de 2022, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., en donde se resolvió autorizar por unanimidad al Primer Programa

de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., por la suma de hasta USD 2,50 millones.

- Con fecha 14 de septiembre de 2022, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. en calidad de Emisor, juntamente con el Estudio Jurídico PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los tenedores, suscribieron el contrato del Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.
- Con fecha 29 de noviembre de 2022, la casa de valores inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que, hasta agosto de 2023, logró colocar el 100,00% del programa autorizado (USD 2,50 millones).
- El Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. se encuentra respaldado por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ 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 del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
 - ❖ Al 31 de mayo de 2024 el emisor cumplió con los resguardos mencionados anteriormente.
- La compañía se compromete a mantener en todo momento mientras esté vigente el Primer Programa de Emisión de Obligaciones a corto plazo o Papel Comercial, un límite de endeudamiento definido como la relación entre pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio total no mayor a 3,00 veces.
 - ❖ Al 31 de mayo de 2024 el emisor cumplió con el límite de endeudamiento.
- Con fecha 31 de mayo de 2024, el emisor presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 7,38 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 5,90 millones. Dicho valor genera una cobertura de 2,36 veces sobre el monto de capital, determinando de esta manera que el Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- 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 mayo de 2024 fueron comparadas con las proyecciones del segundo trimestre de 2024, 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:

- Cambios en las tendencias de consumo de la población, como por ejemplo nuevas preferencias por productos con distinto aporte nutricional al que oferta el emisor, podría afectar la demanda de los productos del emisor y por lo tanto ocasionaría una posible disminución de sus ingresos y volúmenes de venta. De acuerdo con lo indicado por la administración de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., la probabilidad de riesgo es remota debido a que los productos elaborados por la compañía se consideran productos de consumo masivo.
- Nuevas regulaciones que se relacionen con la importación de los productos que comercializa la compañía, podría afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus artículos, pero de no darse lo mencionado, traería consigo una posible disminución en la rentabilidad de la compañía. De acuerdo con lo indicado por la administración de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., la totalidad de proveedores de materia prima e insumos son locales.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los ecuatorianos 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, las personas podrían prescindir de este tipo de productos.

- Una desaceleración de la economía podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial podrían obligar al cierre de puntos de venta.
- 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.
- 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. De acuerdo con lo indicado por la administración de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., la compañía no cuenta con sindicatos ni comités de empresa, que puedan afectar el giro del negocio y el buen desarrollo de la empresa.
- Al ser la principal materia prima (trigo) un producto commodity, factores especulativos de oferta y demanda a nivel internacional podría conllevar cambios constantes en los precios de este producto, lo que podría ocasionar un aumento en sus costos y posiblemente una disminución en sus resultados en caso de que este incremento no pueda ser trasladado al cliente.
- La actual guerra entre los países de Rusia y Ucrania ha determinado cambios en la demanda, abastecimiento y precios del trigo y de otros productos alimenticios a nivel mundial, incluyendo el petróleo, lo cual podría afectar el abastecimiento de trigo y sus precios para el emisor.
- Es importante que la maquinaria y equipo con las cuales trabaja DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., vayan acorde a la innovación del sector, sus avances y tendencias, pues de no ser así, la producción de la compañía podría dejar de satisfacer las necesidades y exigencias del mercado, ocasionando pérdida de su participación en el mercado. De acuerdo con lo indicado por la administración de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., toda la maquinaria es state of the art, tiene tecnología avanzada a diferencia de sus competidores.

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 al Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. son los activos libres de gravámenes consistentes en Propiedad, planta y equipos, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- La propiedad, planta y equipo de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de control de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., como es el caso de incendios, u otros similares.
- La propiedad, planta y equipo que respalda la emisión podrían presentar daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, afectándolos ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con una póliza de seguros.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión presentan un grado bajo para ser liquidado debido a la naturaleza y especialidad de estos, por lo que su liquidación podrá depender mayormente de que la compañía esté operando.

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, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 31 de mayo de 2024, la empresa no registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar relacionadas, adicionalmente, las únicas cuentas que respaldan la emisión son los activos libres de gravámenes consistentes en Propiedad, planta y equipos.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Contrato del Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.
- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 31 de mayo de 2023 y 31 de mayo de 2024.
- 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.
- Declaración juramentada de los activos que respaldan la emisión.
- Informe del Representante de los Obligacionistas.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.

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

- El 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.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones 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.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgos previsibles de la calidad de activos que respalda la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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 29 de agosto de 2022, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta reunión se resolvió autorizar por unanimidad al Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. por la suma de hasta USD 2,50 millones.

Posteriormente, con fecha 14 de septiembre de 2022, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. en calidad de Emisor, juntamente con el Estudio Jurídico PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los tenedores, suscribieron el contrato del Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN A CORTO PLAZO

Primer Programa de Emisión de Papel Comercial	
Emisor	DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.
Capital a Emitir	Hasta USD 2'500.000,00
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.
Valor Nominal	Valor nominal mínimo de USD 1.000,00.
Rescates Anticipados	Los valores correspondientes al capital de la emisión del papel comercial no serán rescatales anticipadamente y no serán convertibles en acciones.
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting.
Tipo de Emisión	Desmaterializada.
Plazo del Programa	Hasta 720 días
Plazo de la Emisión	Dos tramos de 359 días cada uno.
Amortización Capital	Al vencimiento de cada valor
Pago de intereses	Cero cupón
Agente Estructurador y Colocador inicial	BANRIO CASA DE VALORES S.A.
Agente Colocador Actual	CASA DE VALORES SMARTCAPITAL S.A. ¹
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
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	Un 80% para sustitución de pasivos con instituciones financieras, y con terceros a conveniencia de la compañía, y un 20% a capital de trabajo, destinado principalmente para pago a proveedores y compras de inventario.
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Sistema de Colocación	Bursátil.

¹ Con fecha 04 de agosto de 2023, se suscribió el contrato entre CASA DE VALORES SMARTCAPITAL S.A. y DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.

Resguardos de la Emisión establecidos en del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, 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:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 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 del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Límite al Endeudamiento	<p>Mantener en todo momento mientras esté vigente el Primer Programa de Emisión de Obligaciones a corto plazo o Papel Comercial, un límite de endeudamiento definido como la relación entre pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio total no mayor a 3,00 veces.</p>

Fuente: Contrato de Emisión de Papel Comercial-DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Papel Comercial (31 de mayo de 2024)

Con fecha 18 de noviembre de 2022, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar el Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. por un monto de hasta USD 2,50 millones, mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2022-00008105, inscrita el 23 de noviembre de 2022 en el Catastro Público de Mercado de Valores. El plazo de oferta pública vence el 07 de noviembre de 2024.

Colocación de los Valores

Con fecha 29 de noviembre de 2022, la casa de valores inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que, hasta agosto de 2023, logró colocar el 100,00% del programa autorizado (USD 2,50 millones). Al vencimiento de cada uno de los títulos valores, estos han sido colocados de manera revolvente.

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 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, 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 del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- ❖ Al 31 de mayo de 2024 el emisor cumplió con los resguardos listados anteriormente.

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 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros.

Límite de Endeudamiento

Mantener en todo momento mientras esté vigente el Primer Programa de Emisión de Obligaciones a corto plazo o Papel Comercial, un límite de endeudamiento definido como la relación entre pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio total no mayor a 3,00 veces.

- ❖ Al 31 de mayo de 2024 el emisor cumplió con el límite de endeudamiento.

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

CUADRO 2: RESGUARDOS

Indicador	Límite establecido	may-24	Cumplimiento
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	1,43	sí
Activos depurados / obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	2,56	sí
Pasivos con instituciones financieras / patrimonio	No mayor a 3,00	1,12	sí

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

El Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial – DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. está respaldado por una Garantía General otorgada por DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Al 31 de mayo de 2024, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. alcanzó un total de activos de USD 12,24 millones, de los cuales USD 8,21 millones corresponde a activos libres de gravamen, de acuerdo con el siguiente detalle:

CUADRO 3: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, mayo 2024 (miles USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	66	0,80%
Exigibles	475	5,79%
Realizables	617	7,51%
Propiedad, Planta y Equipo	5.876	71,61%
Otros activos	1.172	14,28%
TOTAL	8.206	100,00%

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / 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 31 de mayo de 2024, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, 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 papel comercial deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos el emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier

título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como el 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 complementarias².

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 31 de mayo de 2024, presentó un monto total de Activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 7,38 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 5,90 millones. Dicho valor genera una cobertura de 2,36 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que el Primer Programa de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial - DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. objeto de la presente calificación, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de mayo de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 2,52 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación y los que estima emitir en el Mercado de Valores.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN, MAYO 2024

Descripción	Miles USD
Total Activos	12.244
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	115
(-) Activos Gravados	4.038
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	15
(-) Derechos Fiduciarios ⁴	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁵	700
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	7.376
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	5.901
Papel Comercial	2.500
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	2,95
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	2,36

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de mayo de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto de las emisiones ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una relación de 0,92 veces⁷ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de mayo de 2024, la empresa ha otorgado garantías por USD 4,04 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 8,21 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

² "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."

³ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁵ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁶ 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.

⁷ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo-emisión)

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 y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, 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 saldo de capital de los valores en circulación representó al 31 de mayo de 2024, el 42,42% del 200% del patrimonio y el 84,83% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO, MAYO 2024

Descripción	Miles USD
Patrimonio	3,772
200% del Patrimonio	7,544
Primer Papel Comercial	2,500
Emisión de obligaciones	700
Total Emisiones	3,200
Saldo Emisiones / 200% del Patrimonio	42,42%
Saldo Emisiones / Patrimonio	84,83%

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Descripción	2022	2023	2024	2025
Ventas	11.703.640	13.225.022	14.949.330	16.902.343
Costo de ventas	7.146.958	7.995.248	9.173.251	10.506.496
Utilidad bruta	4.556.681	5.229.774	5.776.079	6.395.847
Gastos operacionales	3.370.802	3.877.020	4.425.232	5.045.031
Utilidad operativa	1.185.880	1.352.754	1.350.847	1.350.816
Gastos financieros	713.881	509.367	471.883	432.351
Otros ingresos	19.555	22.097	24.978	28.241
Utilidad antes de impuestos	491.553	865.484	903.942	946.706
Participación trabajadores	73.733	129.823	135.591	142.006
Impuesto a la renta	104.455	183.915	192.088	201.175
Utilidad neta	313.365	551.746	576.263	603.525

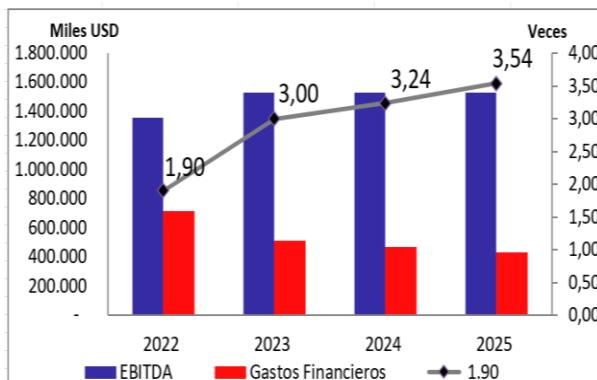
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero proyectan finalizar con ingresos de USD 11,70 millones en el año 2022, mientras que a partir del año 2023 se estiman ingresos con un comportamiento creciente, cuya variación promedio (2023 – 2025) es del 13,03%. Los costos de ventas por su parte representarían un porcentaje relativamente constante sobre los ingresos, mismo que en promedio (2022 - 2025) significarían un 61,26%, lo que le permitiría generar un margen bruto promedio de 38,74% sobre los ingresos. Los gastos operacionales tendrían una participación promedio (2022 - 2025) sobre los ingresos del 29,39%; generándose un resultado operacional positivo a lo largo de todo el periodo proyectado, con una representación sobre los ingresos que pasaría de 10,13% en 2022 a 7,99% en 2025.

Los gastos financieros tienen una representación sobre los ingresos con un comportamiento decreciente, mientras que la representatividad de los otros ingresos 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 2,68% (USD 0,31 millones) de los ingresos en 2022 al 3,57% (USD 0,60 millones) en 2025.

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. En este sentido, existiría de acuerdo con el modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 1,66 veces en el año 2022 a 3,12 veces en el año 2025.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

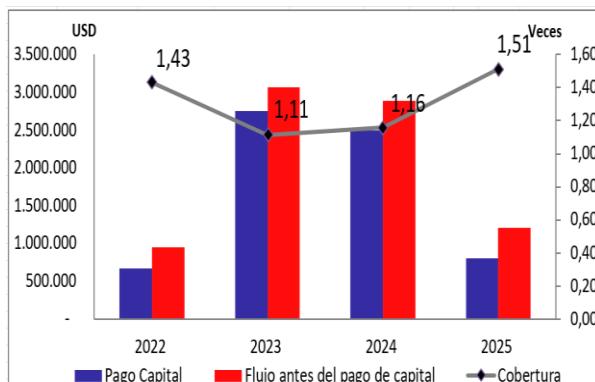
En lo que concierne al flujo de efectivo, se evidencia que este fue elaborado por actividades, encontrando en primera instancia a las operativas, seguido por las de inversión y las de financiamiento, siendo esta última donde se incluyen los ingresos y pagos de la presente Emisión de Papel Comercial. Después de lo descrito, la compañía presentaría un saldo final de efectivo positivo para todos los períodos, alcanzando USD 0,41 millones al cierre del año 2025, con un nivel de cobertura adecuada sobre sus obligaciones con costo para los períodos proyectados.

CUADRO 7: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

En US Dólares	2022	2023	2024	2025
Utilidad neta	313.365	551.746	576.263	603.525
(+) Depreciación	169.912	173.956	176.565	178.861
Cambios en cuentas por cobrar clientes	-92.908	-36.773	-47.104	-28.365
Cambios en cuentas por cobrar clientes relacionados	28.384	-8.592	-9.738	-11.030
Cambios en inventarios	-167.556	-162.561	-231.029	-297.650
Cambios en otros activos corrientes	-15.399	-1.730	-35.068	-41.824
Cambios en ctas cob accionistas	-	-	-	-
Cambios en mejoras prop. Arrendada	-96.722	-50.270	-56.237	-67.069
Cambios construcciones en curso	-	-	-	-
Cambios en otros activos no corrientes	1.636.894	-4.817	-5.556	-6.405
Cambios en cuentas por pagar corto plazo	-529.045	-19.583	112.583	71.599
Cambios en otros pasivos corrientes	-185.250	57.486	65.154	73.796
Cambios en cuentas por pagar terceros LP	-116.244	-116.244	-116.244	-116.244
Cambios en cuentas por pagar accionistas	-796.693	-	-	-
Cambios en otros pasivos no corrientes	36.454	-28.395	26.465	38.387
(-) FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	185.192	354.224	456.055	397.582
Cambios en Activo fijo depreciable	-2.026.000	-192.858	-124.442	-109.468
(-) FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-2.026.000	-192.858	-124.442	-109.468
Cambios en obligaciones bancarias CP	-123.964	120.127	20.166	524.191
Amortización papel comercial	2.500.000	-	-2.500.000	-
Cambios obligaciones bancarias LP	-540.692	-252.874	2.226.960	-797.231
Cambios capital	254.400	-	-	-
(-) FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	2.089.745	-132.746	-252.874	-273.040
FLUJO DE EFECTIVO NETO DEL PERÍODO	248.936	28.620	78.739	15.074
(+) Saldo inicial de efectivo	37.365	286.301	314.921	393.660
(=) Saldo final de efectivo	286.301	314.921	393.660	408.734

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 1,43 veces en 2022, mientras que, para diciembre de 2025, sería de 1,51 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los períodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección, afectando a una de las variables del flujo de efectivo (recibido de clientes) 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 una contracción de 0,72% en los ingresos recibidos de los clientes para todos los años proyectados, lo cual, de sucederse, para el año 2025 el flujo de efectivo se convertiría en negativo. Por otro lado, se afectó en el estado de resultados al nivel de ventas estimadas, las mismas que para no generar un resultado negativo, la mayor afectación que soportaría es una reducción del 2,65% de los ingresos proyectados.

Últimas Proyecciones del Emisor

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)

Descripción	2024	2025	2026	2027
Ventas	11.237	11.760	12.230	12.628
Costo de ventas	6.329	6.624	6.889	7.113
Utilidad bruta	4.908	5.136	5.341	5.515
Gastos operacionales	3.727	3.900	4.056	4.188
Descripción	231	238	245	253
Utilidad operativa	949	997	1.040	1.074
Gastos financieros	471	456	399	365
Otros egresos	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos	478	541	641	709
Participación trabajadores	72	81	96	106
Impuesto a la renta	102	115	136	151
Utilidad neta	305	345	409	452

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La estructuración financiera prevé cerrar el año 2025 con un incremento en sus ingresos de 4,65%. Para los años siguientes la velocidad de crecimiento sería menor, cerrando en 4,00% para el año 2026, y 3,25% en diciembre de 2027.

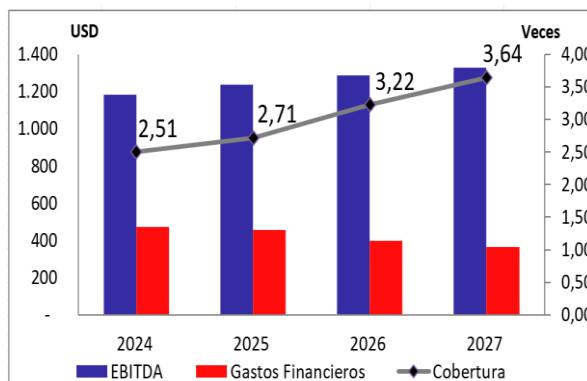
Los costos de ventas por su parte representarían un porcentaje relativamente constante sobre los ingresos, mismos que significarían en promedio un 56,33%, lo que le permitiría generar un margen bruto estable de 43,67% sobre los ingresos. Los gastos operacionales tendrían una participación promedio (2024 - 2027) sobre los ingresos del 33,17%; lo que generaría un resultado operacional positivo a lo largo del periodo proyectado, con una representación sobre los ingresos que pasaría de 8,45% en 2024 a 8,51% en 2027.

⁸ (*) Flujo de efectivo final en cada uno de los períodos antes de considerar el pago de capital de la deuda financiera.

Los gastos financieros tendrían una representación promedio (2024 – 2027) sobre los ingresos de 3,56%, con lo cual; una vez descontados los impuestos de ley y la participación de trabajadores, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría de 2,71% de los ingresos en 2023 a 3,58% de los ingresos en 2027.

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. En este sentido, existiría de acuerdo con el modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 2,51 veces en el año 2024 a 3,64 veces en el año 2027.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

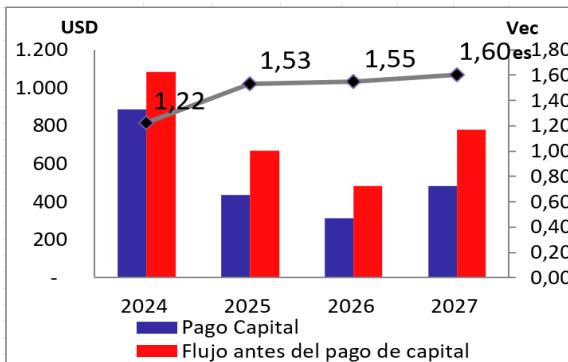
El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido por actividades, el mismo que en primera instancia considera las actividades de operación, misma que contempla la variación de sus cuentas por cobrar, cuentas por pagar, y otras entradas y salidas de efectivo. Posteriormente está el flujo correspondiente a actividades de inversión, en donde se aprecia la salida en propiedad planta y equipo en todos a partir del segundo año proyectado. Finalmente está el flujo originado por actividades de financiamiento, donde los movimientos contemplan los recursos provenientes de la emisión y sus respectivas cancelaciones, además de préstamos bancarios y sus correspondientes pagos. Así mismo la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones.

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (miles USD)

Descripción	2024	2025	2026	2027
ACTIVIDADES OPERACIONALES	158	794	678	996
Utilidad neta	305	206	244	452
(+) Depreciación	231	179	184	253
(-) Variación Cuentas por cobrar	(18)	(12)	(10)	(13)
(-) Variación de Inventarios	(22)	26	3	(33)
(-) Variación de Otros activos	(70)	50	(13)	51
(+) Variación de Cuentas por pagar	(80)	(11)	(37)	95
(+) Variación de Otros pasivos	(187)	51	(38)	191
(+) Ajustes Varios	-	305	345	-
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(299)	(46)	(216)	(326)
Mantenimiento de equipos y compra propiedad planta y equipo	(299)	(46)	(216)	(326)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	114	(715)	(522)	(548)
(+) Variación en financiamiento con Inst. Financieras	(574)	(277)	(209)	(485)
(+) Colocación I Emisión de Obligaciones	1.000	-	-	-
(-) Pago I Emisión de Obligaciones	(312)	(437)	(312)	(63)
Flujo de efectivo del periodo	(26)	33	(60)	121
Caja Inicial	224	198	231	172
Flujo de efectivo final	198	231	172	293

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ pago Deuda Total, significaría 1,22 veces en 2024, mientras que, para diciembre de 2027, sería de 1,60 veces. Además, la compañía refleja a lo largo del periodo proyectado indicadores ROA y ROE positivos con un comportamiento ligeramente variable.

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 de 0,50% en los costos de ventas para el periodo de 2023 a 2026 y de 1,00% para el año 2027, 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. Proyectados

Se realizó un comparativo entre el Estado de Resultados proyectado al segundo trimestre de 2024 frente a los resultados reales de mayo de 2024. De donde se desprende que las ventas presentaron un avance del 74,27% y al deducir los costos de ventas, la utilidad bruta alcanzó un avance de 81,87%. El saldo en gastos operacionales representó el 84,86% del monto proyectado, provocando en la Utilidad Operacional un avance de 69,44%. Finalmente, al deducir los gastos financieros, la compañía arrojó una utilidad antes de impuestos que representó el 47,98% de lo proyectado.

CUADRO 10: COMPARATIVO REAL VS PROYECTADO (miles USD)

Cuenta	Proyectado II T 2024	Real may 2024	Cumplimiento
Ventas	5.684	4.221	74,27%
Costo de ventas	3.201	2.189	68,37%
Utilidad bruta	2.482	2.032	81,87%
Gastos operacionales	2.001	1.698	84,86%
Utilidad operativa	482	334	69,44%
Gastos financieros	238	218	91,35%
Utilidad antes de impuestos	243	117	47,98%

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. analizó y estudió las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de caja, presentadas por la empresa y el agente estructurador financiero en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalaron que la empresa presentaba 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 señalaron que el emisor generaría 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

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

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 tenido dificultades para cumplir con sus obligaciones con costo, así como con los demás pasivos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor no ha realizado puntualmente las provisiones de recursos para cumplir con las obligaciones derivadas la emisión, pues registró atrasos en el pago del dividendo que venció en julio de 2024. 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) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,8% en 2024¹⁰. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 0,7% en 2024 y 2,0% en 2025¹¹. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹². Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹³.

El año 2024 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, la crisis de inseguridad que vive el país, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China, las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.¹⁴

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024¹⁵.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en mayo de 2024 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (abr 2024)	38,55%	Inflación mensual (jun- 2024)	-0,95%
Balanza Comercial Total (millones USD) abril 2024	2.301,4 (Superávit)	Inflación anual (jun 2024)	1,18%
Reservas Internacionales (millones USD mayo-2024)	6.740,1	Inflación acumulada (jun 2024)	0,70%
Riesgo país, 11 de jul 2024 (puntos)	1.339	Remesas (millones USD) I-T 2024	1.393,7
Precio Barril Petróleo WTI (USD 14 jul 2024)	82,21	Tasa de Desempleo nacional (may- 2024)	3,55%

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

¹⁰ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.ashx>

¹¹ <https://revistagestion.ec/noticias/el-banco-mundial-ajusta-la-proyeccion-de-crecimiento-de-ecuador-07-en-2024/>

¹² <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8ff0-982edcb156c9/content>

¹³ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/12/Boletin-macroeconomico-Diciembre-2023.pdf>

¹⁴ <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

¹⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

Producto Interno Bruto (PIB): Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%¹⁶.

Durante el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó un crecimiento del 1,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este incremento fue impulsado por una reducción del 3,3% en las importaciones y un aumento positivo en las existencias. Sin embargo, los componentes principales del PIB mostraron contracciones interanuales: el gasto del gobierno cayó un 0,3%, las exportaciones descendieron un 0,5%, el consumo de los hogares bajó un 1,1% y la formación bruta de capital fijo (FBKF) disminuyó un 1,3%.¹⁷

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión¹⁸. Además, según estudios del Banco Interamericano de Desarrollo, se explica que los niveles crecientes de delincuencia impactan negativamente en el crecimiento de la economía¹⁹.

El **Riesgo País** registró 1.339 puntos al 11 de julio de 2024. 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 interés²⁰.

La **calificación de deuda** al 20 de mayo de 2024 de Moody's 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 mayo de 2024 mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "CCC+"²¹, calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para mayo de 2024, S&P mantiene la calificación crediticia de Ecuador en B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.²²

Hasta mayo de 2024, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 11.026,6 millones, mostrando una reducción de USD 728,7 millones, lo que equivale a un descenso del 6,2% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.²³

Las **exportaciones totales** en valores FOB hasta mayo de 2024 ascendieron a USD 14.026,9 millones, lo que representa un incremento del 11,1% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 29,5% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 4,4%, alcanzando un valor de USD 9.704,4 millones.

¹⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

¹⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIITrim2024.pdf

¹⁸ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

¹⁹ <https://publications.iadb.org/en/frontiers-economics-crime-lessons-latin-america-and-caribbean>

²⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²¹ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/acuerdo-entre-ecuador-y-fmi-reduce-riesgos-financieros-pero-retos-de-gobernabilidad-persisten-fitch/>

²² <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202407.pdf>

Hasta mayo de 2024, la **Balanza Comercial** Total mostró un superávit de USD 3.000,3 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 2.127,3 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 1.664,9 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 1.335,5 millones.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento variable a lo largo de los períodos analizados, cerrando en USD 82,21 por barril el 14 de julio de 2024 (USD 71,65 el 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo²⁴.

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



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

La producción promedio diaria de crudo en el Ecuador registró 485 miles de barriles en mayo de 2024, EP Petroecuador registró un promedio de 390,2 miles de barriles y las Compañías privadas de 94,3 miles de barriles, cifras superiores a lo registrado en mayo de 2023 en 1,42% y 5,65% respectivamente. Por su parte las exportaciones de crudo en mayo de 2024 se ubicaron en 11.190 miles de barriles, 13,05% más que en su similar de 2023. De estas exportaciones, el 84,80% fueron exportados por empresas públicas, el 12,24% por el Ministerio de Energía y Minas y el 2,96% por otras compañías²⁵.

Se debe indicar que, para el año 2024, el escenario del sector petrolero no es alentador, pues está previsto el cierre del bloque petrolero Ishpingo, Tambococha, Tiputini (ITT), ubicado en la provincia de Orellana. Siendo esta el área de mayor proyección petrolera del país; a noviembre de 2023 se extraían del bloque 43 - ITT 56.362 barriles de petróleo por día, correspondiente al 14% de la producción nacional. El último barril se extraerá el 31 de agosto de 2024. Esto le significaría para el Estado dejar de percibir cerca de USD 1.200 millones en ingresos anuales. Y en total, la pérdida por el cierre del ITT sumará USD 16.470 millones.²⁶

Hasta junio de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 10.002,12 millones, es decir existió un incremento de 4,09% respecto a su similar de 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta junio de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.628,68 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 3.353,71 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 558,00 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 276,57 millones.²⁷

La **inflación mensual** en junio de 2024 registró una variación de -0,95%, mientras que la variación **anual** fue de 1,18% y la **acumulada** fue de 0,70%. Para junio de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles con -0,76%. Y la división de

²⁴ <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2024208.pdf>

²⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-petroleo-camaron-banano-mineria/>

²⁷ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

alimentos y bebidas no alcohólicas también tuvo un impacto significativo del -0,15% en el resultado final del IPC.²⁸

En referencia al **salario nominal promedio**, para mayo de 2024, se fijó en USD 536,60²⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. 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 472,46 para mayo de 2024³⁰. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en mayo de 2024, se ubicó en USD 560,81³¹, mientras el ingreso familiar mensual es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 53,11% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 3,55% en mayo de 2024. La tasa de **empleo adecuado**³² pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 33,41% en mayo de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 23,05% en ese mismo orden³³.

A diciembre 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 26,0% y la pobreza extrema en 9,8%. En el área urbana la pobreza llegó al 18,4% y en el área rural alcanzó el 42,2%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁴, se ubicó en 0,457 a diciembre de 2023 (0,466 en diciembre de 2022), es decir existe un leve decrecimiento con respecto a su similar. 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 diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,76 mensuales per cápita (a diciembre de 2022 USD 88,72 y USD 50,00 respectivamente)³⁵.

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 fue de 8,27% para mayo de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 11,12%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,85%³⁶. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para mayo de 2024 alcanzó la suma de USD 81.633,80 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.633,5 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.641,1 millones³⁷.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a febrero de 2024 se ubicó en USD 42.289 millones; lo que representa un decrecimiento del 0,60% frente a enero de 2024, en términos anuales la cartera bruta creció un 8,3%. La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que, en 2023, los bancos ecuatorianos mantuvieron la entrega de créditos a empresas y familias, buscando respaldar la economía a pesar de una desaceleración en el crecimiento financiero. Se destaca la necesidad de acciones de política pública para favorecer tasas de interés que impulsen el crédito y la inclusión financiera³⁸. No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos³⁹.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para febrero de 2024, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento anual del 8,3% anual en febrero de 2024, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría

²⁸https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Junio/Boletin_tecnico_06-2024-IPC.pdf

²⁹<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas>

³⁰ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³¹https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Mayo/Boletin_tecnico_05-2024-IPC.pdf

³² Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

³³<https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

³⁴ 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

³⁵https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312_PobrezaYDesigualdad.pdf

³⁶<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/TasasVigentes052024.htm>

³⁷<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202403.pdf>

³⁸<file:///C:/Users/Class/Downloads/Evolucion-de-la-Banca-01-2024.pdf>

³⁹<https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banca-proyecta-entrega-credito-crecer-a-menor ritmo-2024-185113.html#:~:text=El%20cr%C3%A9dito%20se%20seguir%C3%A1%20desacelerando%20en%202024.&text=De%20acuerdo%20con%20la%20publicaci%C3%B3n,3.540%20millones%20de%20d%C3%B3lares%20adicionales.>

generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales⁴⁰.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2024 totalizó USD 1.393,7 millones, cifra que representa un aumento del 6,8% en comparación con el cuarto trimestre de 2023 (USD 1.496,2 millones), y un incremento del 16,9% respecto al valor contabilizado en el primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴¹.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2024 fueron de USD 78,3 millones; monto superior en 47,8 millones frente a lo registrado en el primer trimestre de 2023 (USD 30,5 millones), 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 Ecuador⁴². La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros⁴³.

Para abril de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 46.184,85 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 abril de 2024 fue de USD 11.995,46 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.111,16 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,57% del PIB superando el límite del 40% del PIB⁴⁴.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que 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 6.740,05 millones en mayo de 2024)⁴⁵. 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. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos, quienes generarán ingresos extra para la entidad. Esta medida dio como resultado una externalidad positiva para el sector fiscal, pues originó utilidades adicionales por USD 252,9 millones, de los cuales el 70% serán distribuidos en el primer trimestre de 2024⁴⁶.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 31 de agosto de 2001, mediante escritura pública se constituyó DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., misma que fue inscrita el 11 de octubre de 2001 en el Registro Mercantil de la ciudad de Guayaquil, teniendo una duración de 50 años es decir hasta octubre de 2051.

El objeto social de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., es efectuar todos los procesos de panificación, manufactura y elaboración de toda clase de dulces, tortas, pastas, tartas, helados, bocadillos, espumas, cremas y en general, todos los derivados de harinas, para el efecto, podrá realizar todos los trámites para importar o exportar equipos, maquinaria y demás materia prima; además podrá realizar actividades de comercialización

⁴⁰ <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere2023IV.pdf>

⁴² <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>

⁴³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

⁴⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/https://www.deuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁵ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

⁴⁶ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/el-banco-central-concluye-exitosamente-proceso-de-recomposicion-de-las-reservas-internacionales-del-ecuador>

de dulces, tortas, pastas, tartas, helados, bocadillos y demás productos elaborados a nivel nacional o internacional, entre otras actividades.

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. opera bajo la denominación comercial de "Pastelería Adriana" en la ciudad de Guayaquil, emprendimiento que nació como un sueño familiar y en base a la demanda, calidad de los productos y servicios se ha ido expandiendo hasta posicionarse con varios locales, generando una fuente de empleo para aproximadamente 150 personas; los cuales con su total entrega y compromiso de servicio hacen posible atender a más de 16.000 clientes, quienes tradicionalmente disfrutan de las especialidades en tortas y dulces de sabores ecuatorianos e internacionales.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de mayo de 2024, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. cuenta con un capital social que asciende la suma de USD 1,33 millones, el cual está conformado por 1.329.823 acciones ordinarias y nominativas de valor nominal unitario de USD 1,00 cada una. El accionariado está compuesto por 2 personas naturales de nacionalidad rumana, tal como se observa a continuación:

CUADRO 12: ACCIONISTAS

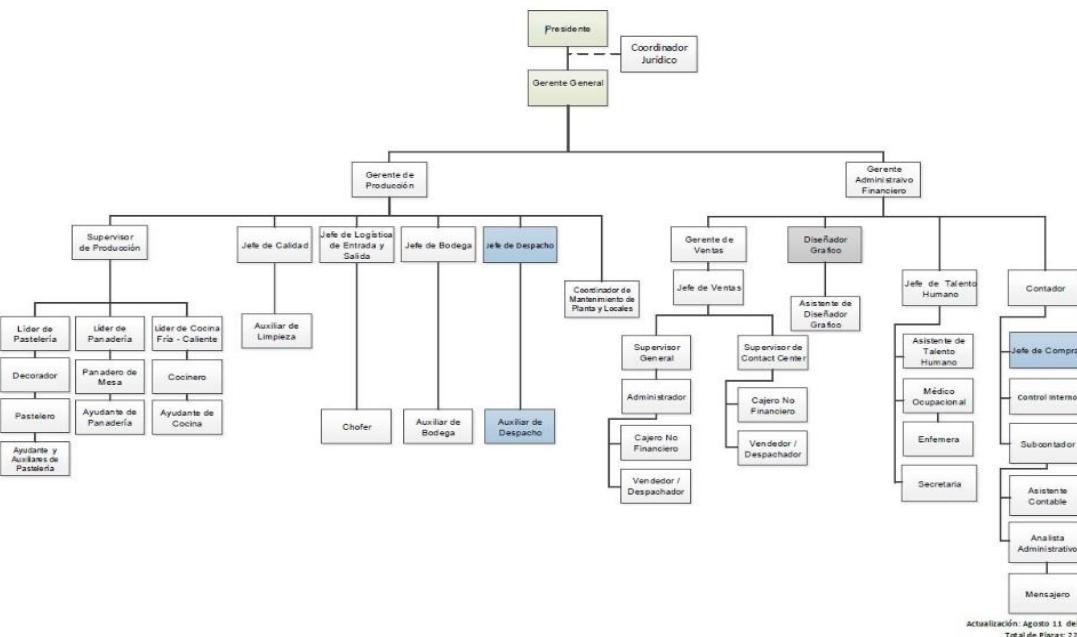
Nombre	Nacionalidad	Capital (USD)	Participación
FIERASCU ADRIANA	RUMANIA	656.170,20	49,34%
FIERASCU CHRISTIAN DANIEL	RUMANIA	673.653,86	50,66%
Total		1.329.824,06	100,00

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

De conformidad con los estatutos de la compañía, esta será gobernada por la Junta General de Accionistas, la misma que representa su órgano supremo y será dirigida por el presidente de la compañía. Por otra parte, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., será administrada por el presidente y el Gerente General de la empresa de acuerdo a las facultades y atribuciones que les han sido designadas.

La estructura organizacional de la compañía destaca por abarcar departamentos estratégicamente establecidos para el flujo ininterrumpido de las actividades y mantener los controles adecuados sobre la operación de esta, tanto en aspectos productivos, como en los administrativos financieros. A continuación, se presenta la representación gráfica de la misma:

GRÁFICO 6: ORGANIGRAMA



Fuente y Elaboración: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.

El liderazgo y conocimiento del negocio de sus principales directivos han sido parte fundamental para el desarrollo y posicionamiento que actualmente tiene la empresa, cuyas decisiones están fundamentadas en ámbitos estratégicos y de la industria de manera que se dé cumplimiento a la misión y visión de la empresa.

CUADRO 13: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
FIERASCU ADRIANA	PRESIDENTE
FIERASCU CHRISTIAN DANIEL	GERENTE GENERAL

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. no cuenta con prácticas de Gobierno Corporativo formalmente implementadas en la empresa; sin embargo, a través de su Junta de Accionistas y Plan Gerencial impregna la toma de decisiones fundamentadas en la transparencia, desarrollo y sostenibilidad de la empresa en el tiempo.

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 31 de mayo de 2024, la compañía cuenta con 253 empleados (265 colaboradores en febrero de 2024); el cual se distribuye en las diferentes áreas que conforman la organización, según se detalla a continuación: producción con 111, ventas con 97, administración con 23, logística con 13 y bodega con 9 personas. En cuanto a su ubicación geográfica, la mayoría se concentra en Guayaquil.

Los colaboradores de la compañía están calificados para desarrollar tareas específicas, 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 relacionadas

Al 31 de mayo de 2024 DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. no posee empresas vinculadas y/o relacionadas.

Otros Aspectos de la Empresa

Divisiones de Negocio y Productos

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., cuenta con las líneas (3) de Panadería, Pastelería y Cafetería, a través de las cuales llega a atender a más de 16.000 clientes. Para llegar a la distinta clientela la empresa cuenta con 25 locales encontrados Guayaquil, Samborondón, Durán y Daule, cuyas ubicaciones se detallan a continuación:

CUADRO 14: LOCALES

Locales	
Piazza Villa Club	Jardines Plaza
Mall del Sol	Piazza Joya
Alborada	Parque California
Laguna Plaza	Portete
Mall del Sur	Plaza Tía la Joya
City Mall	CC Mall del Río
Ceibos	Plaza Shiva Durán
Plaza Tía Central	Tía Milagro
Banco Park	Tía Durán
San Francisco	Plaza Coronel
Bamboo Plaza	Planta Matriz
Plaza Orellana	Mall del Norte
Kiwy Alban Borja	

Fuente/Elaboración: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A.

En lo que respecta a la relevancia de los ingresos por la línea de negocio, destacan los generados por la línea de tortas, misma que contribuye con el 51,76% de las ventas en mayo de 2024, puesto que es la especialidad, lo demás distribuye en productos de panadería, galletas, cafetería, entre otras que son un servicio complementario para la atención y espera del cliente.

Clients

El enfoque comercial de la empresa es al por menor o retail a través de sus 25 puntos de venta, cuya atención es directa con el consumidor final. El perfil de los clientes son hombres y mujeres, los mismos que según la tendencia observada prefieren consumir los productos en los locales, por lo cual una de las principales estrategias desarrolladas es la potencialización de los locales tipo cafetería en donde además de la venta de los productos, se ofertan desayunos y otro tipo de bocadillos.

Proveedores

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. tiene un amplio portafolio de proveedores; los mismos que para abastecer de materia prima y/o productos a la empresa son previamente calificados por el departamento de calidad y producción. El aprovisionamiento de la empresa es continuo y se adapta a la oferta del mercado, por lo que el riesgo de desabastecimiento es relativamente bajo. Los tres principales proveedores representan el 29,11% del total de las compras a mayo de 2024 (26,40% en diciembre de 2023), evidenciando que no existe un riesgo de concentración en los mismos.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Con el objetivo de mantener la continuidad del negocio DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., en sus estrategias de desarrollo se ha enfocado no solo en aumentar su producción sino también diversificar sus productos e incorporarlos en el mercado para distribuirlos a través de las principales cadenas de Supermercados del país.

Política de Precios

Según la información reportada por la empresa, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. ejecuta constantemente actividades de benchmarking respecto a los competidores de referencia en la plaza, ajustándolos siempre para ser competitivos. No obstante, la empresa no se enfoca en competir únicamente por precio, sino también en ámbitos de calidad de sus productos.

Política de Inversiones

Las inversiones de la empresa están enfocadas en el fortalecimiento de su capacidad de producción; es así que en el año 2019 se realizó la construcción de una planta de producción que cuenta con los últimos avances tecnológicos y en mayo de 2023 el personal de la compañía inició su proceso de traslado. La nueva planta industrial permitirá multiplicar por cinco la capacidad productiva actual, aumentando la eficiencia en un 20%, al contar con una sola línea de producción que empieza desde donde se recibe materia prima hasta llegar al producto final. Esto permite optimizar sus procesos eliminando las pérdidas en tiempo y asegurando la cadena de frío en todas las etapas de producción.

La planta fue financiada 100% por los accionistas y cuenta con maquinarias de origen europeo de última generación. Actualmente posee la certificación "BPM" (Buenas prácticas de Manufactura) el mismo que tiene una validez hasta el 07 de marzo de 2028. Esto le ayudó a la compañía a entrar en perchas de cadenas mayoristas como DEL PORTAL; PRIMAX, CARVIS; THE MARKET y está previsto ingresar a grandes cadenas como SUPERMAXI y EL COMISARIATO.

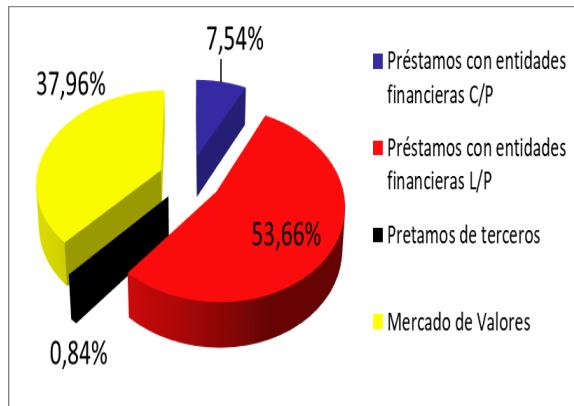
Adicionalmente, la empresa planifica continuar incrementando el número de locales en el mediano plazo. De igual manera pretende incrementar la cobertura en Machala, Portoviejo, Manta y Quito.

Política de Financiamiento

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. se financia principalmente con recursos de terceros, mismos que proviene de entidades financieras, cuyos recursos han sido destinados para varios fines entre los cuales se puede mencionar, capital de trabajo y restructuración de pasivos. Así mismo se apalanca de sus proveedores, con un porcentaje promedio (2020 – 2023) de financiamiento sobre el total de activos del 8,90% y 4,10% en mayo de 2024.

En cuanto a su deuda con costo, esta pasó de financiar el 55,00% de los activos en diciembre de 2023 a un 56,43% en mayo de 2024, la misma que para este último periodo estuvo conformada por deuda con el sistema financiero, préstamos de terceros y mercado de valores:

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO (MAYO 2024)



Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Responsabilidad Social y Ambiental

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., en lo relacionado al cuidado del medio ambiente, la empresa cumple con las normas ambientales y emplea envases y fundas biodegradables.

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

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., 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 cumplir con las disposiciones pertinentes de la Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria.

Riesgo Legal

Al 31 de mayo de 2024, conforme información reportada por la Administración, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. registra tres procesos judiciales en su contra de tipo monitorio y sumario.

Eventos Importantes

- Con fecha 17 de julio y 30 de julio de 2024, el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. en calidad de Agente Pagador del Primer Programa de Papel Comercial de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., reportó a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros los diferentes retrasos en los pagos de la emisión, ocurridos el 10 de julio y 13 de julio de 2024.
- De acuerdo con Certificado de Obligaciones Patronales, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A, registra obligaciones patronales en mora por un valor de USD 282.644,81⁴⁷.
- De acuerdo con consulta contribuyentes con obligaciones firmes, impugnadas y facilidades de pago, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A, registra deudas firmes por un valor de USD 11.766,63⁴⁸.
- El informe del representante de los obligacionistas con corte abril de 2024 menciona lo siguiente:
 - ✓ "Al 31 de diciembre de 2023, como resultado del proceso de confirmación a bancos, la Compañía no registró un préstamo con Banco Amazonas por USD 300.000. Esta situación ocasiona que los Préstamos bancarios estén subvaluados en dicho monto. La compañía registró este préstamo el 02 de enero del 2024 y fue pagado el 11 de enero del 2024.
 - ✓ A la fecha de este informe no tuvieron detalles, mayores contables ni participamos en la toma física de inventarios por USD 563.453. No pudieron determinar mediante otros procedimientos de auditoria sus posibles efectos en inventario y costo de venta, si hubiese sido necesario realizar ajustes al saldo presentado en los estados financieros.
 - ✓ Al 31 de diciembre del 2023, Anticipo de proveedores por USD 592.652 incluye importes entregados al accionista por USD 107.700 y otros gastos pagados por anticipado por USD 484.952. Estos rubros deben de ser reconocidos como gastos operacionales de la Compañía en el período en el que ocurren o se producen.
 - ✓ Al 31 de diciembre de 2023, la compañía no ha reconocido los importes en libros de los activos por derecho de uso y su respectivo pasivos por arrendamientos de acuerdo con la NIIF 16-Arrendamiento. En razón a esta circunstancia no pudimos establecer los posibles efectos en los estados financieros adjuntos ni mediante la aplicación de otros procedimientos de auditoría".
- En el mes de octubre de 2023 retomaron las operaciones comerciales en el local ubicado dentro del centro comercial Mall del Sol, mismo que se mantenía cerrado por las remodelaciones de dicho local.
- En el mes de noviembre de 2023 realizó la apertura de un local en el centro comercial Mall del Norte.
- En el mes de diciembre de 2023, se realizó el aumento de capital, mismo que fue aprobado por el ente de control el 05 de abril de 2024.

⁴⁷ Certificado de fecha 26 de junio de 2024.

⁴⁸ De acuerdo a consulta de fecha 26 de junio de 2024.

Liquidez de los títulos

Con fecha 29 de noviembre de 2022, la casa de valores inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, y hasta agosto de 2023, logró colocar el 100,00% del programa autorizado (USD 2,50 millones).

Al 31 de mayo de 2024 PASTELES Y TORTAS RADU S.A., registra las siguientes emisiones vigentes:

CUADRO 15: EMISIONES REALIZADAS (USD)

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Aprobado	Situación
Primer Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008105	2.500.000	Vigente
Primera Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2023-00094475	1.500.000	Vigente

Fuente: PASTELES Y TORTAS RADU 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 diciembre 2023 – mayo 2024, se registraron valores negociados en todos los meses como se detalla a continuación:

CUADRO 16: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
dic-23	11	12	252.000,00	20	55,00%
ene-24	9	12	307.138,00	22	40,91%
feb-24	10	14	368.000,00	19	52,63%
mar-24	6	13	646.000,00	20	30,00%
abr-24	4	4	182.000,00	22	18,18%
may-24	7	9	572.000,00	21	33,33%

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.

Situación del Sector

Al hacer referencia al sector panificador ecuatoriano y según datos del Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos (INEC), en el país funcionan 5.670 empresas y negocios dedicados a la elaboración de pan y otros productos secos, cuyas ventas anuales ascienden a 306 millones; generando más de 13.000 empleos de manera directa. Transversal al sector panificador, y al referirse a las empresas afines de pastelería y alimentos similares, las ventas anuales de las mismas alcanzan un valor de USD 35 millones⁴⁹.

El pan es uno de los productos más consumidos por los ecuatorianos, según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC). Las clases más populares son las que lo consumen en mayor cantidad y más dinero destinan de sus ingresos para este producto; el gasto del pan se lleva el mayor presupuesto dentro de la categoría de alimentos, cereales y derivados tiene el consumo más alto con USD 52,8 en enero de 2023.⁵⁰

Más del 80% de ecuatorianos comen pan diariamente. No obstante, la ingesta per cápita es de apenas 27 kilos anuales, una cifra menor a lo recomendado por la Organización Mundial de la Salud (OMS), que es de 80

⁴⁹ <https://www.revistalideres.ec/lideres/industria-panificadora-crecimiento-ecuador-produccion.html>

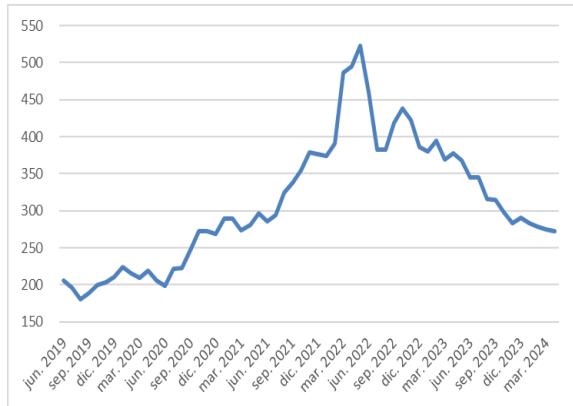
⁵⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/consumo-ecuatorianos-canasta-basica-inflacion/>

kilogramos anuales. Además, en el país el sector panificador aporta al engranaje productivo con ventas anuales por USD 306 millones y la creación de 20 000 plazas de empleo directo.⁵¹

El pronóstico de la FAO para la producción mundial de cereales en 2024 aumentó en 7,9 millones de toneladas (0,3 %) en julio, alcanzando un récord de 2 854 millones de toneladas. Este incremento se debe a mejores perspectivas para los cereales secundarios y el trigo. La producción de cereales secundarios se espera que suba un 0,4 %, alcanzando 1 530 millones de toneladas, mientras que la del trigo aumentará un 0,3 %, llegando a 789 millones de toneladas. Estas mejoras reflejan un panorama optimista para la producción mundial de cereales, consolidando un nuevo máximo histórico⁵².

En relación con el precio del trigo, como el de cualquier materia prima agrícola, surge de la relación de los factores subyacentes en las curvas de oferta y demanda. Los precios internacionales del trigo se incrementaron arrojando un promedio USD 268,55 para 2020, USD 376,81 para 2021, USD 386,33 para 2022 y USD 291,12 en 2023. En abril de 2024, se observa una caída del precio por tonelada del trigo, pues alcanza un promedio de USD 272,30 frente a los USD 378,18 que arroja similar en el año 2023⁵³. La caída del precio del trigo se debe a varios factores. Primero, la mejora de las condiciones climáticas en regiones clave ha aumentado las expectativas de una mayor cosecha. Además, el fortalecimiento del dólar ha encarecido el trigo para los compradores extranjeros, reduciendo la demanda. Por último, la menor demanda de trigo para piensos, debido a la reducción de los rebaños en algunas áreas, también ha contribuido a la disminución del precio⁵⁴.

GRÁFICO 8: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL TRIGO USD/TON



Fuente: INDEXMUNDI/ Elaboración: Class International Rating

El trigo es una de las materias primas más demandadas por el mercado; se ubica en el segundo lugar de los cereales más consumidos en el mundo. La producción de este en el país se da principalmente en la región Sierra, siendo Chimborazo y Pichincha las provincias de mayor producción debido a sus características geográficas y climáticas. De acuerdo con cifras del Banco Central. Canadá, Chile y Argentina están entre las naciones proveedoras. Cabe indicar que el encarecimiento del trigo como materia prima principal, se suma el incremento en los precios del aceite de palma, lo cual ha tenido una gran afectación sobre las ventas; ya que estos incrementos han tenido que ser trasladados al consumidor final.

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 dirigen mayormente hacia productos que ya han sido probados previamente, manteniendo un temor o resistencia hacia productos o marcas nuevas que ingresan al mercado. Como barreras de salida, la mayor dificultad se encontraría en la liquidación de los

⁵¹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/quito/panaderia-resposteria-promueven-feria-quito.html>

⁵² <https://www.fao.org/worldfoodsituation/csdb/es/#:~:text=El%20C%C3%BAltimo%20pron%C3%B3stico%20de%20la,y%20un%20nuevo%20m%C3%A1ximo%20hist%C3%B3rico>

⁵³ <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=trigo&meses=60>

⁵⁴ https://www.3tres3.com/latam/articulos/arrancamos-el-2024-con-una-caida-en-los-precios-de-los-cereales_16320/

activos y el cumplimiento de las obligaciones vigentes que mantendría la empresa. Finalmente se debe indicar que el sector en el que se desarrolla la compañía no presenta estacionalidad.

Expectativas

El trigo es identificado como un producto básico o commodity, por lo cual la estabilidad en su precio, producción, oferta y demanda serán únicamente determinados por el mercado, puesto que pueden existir factores de tipo climático, especulativo o de plagas a nivel mundial que afecte directamente a la producción del cereal, por lo que su precio, oferta y demanda será fluctuante conforme puedan ocurrir afectaciones de este tipo.

El precio del trigo en 2024 se espera que disminuya debido a la mejora de las condiciones climáticas en regiones productoras clave, lo que incrementa las expectativas de cosechas mayores. Además, el fortalecimiento del dólar encarece el trigo para compradores extranjeros, reduciendo la demanda. A pesar de una reducción en las existencias mundiales de trigo, la producción global se mantiene alta, contribuyendo a un mercado bien abastecido⁵⁵.

Adicionalmente, es importante indicar que las preferencias de consumo de los hogares cambian constantemente y algunas empresas deberán explotarlas con la creación de nuevas líneas de negocio, dado que los consumidores están cada vez más interesadas en productos saludables y que sean elaborados de manera sostenible, lo cual implica un alto grado de transparencia de las cadenas de valor, buscando el establecimiento de estándares de responsabilidad ambiental y social para la compra de materias primas y para el procesamiento y venta de los productos. Por otra parte, la alta competitividad dentro del sector de alimentos panificados obliga a la industria a transformarse integrando innovaciones tecnológicas, las cuales también resultan efectivas a la hora de garantizar la calidad de los alimentos.

Posición Competitiva de la Empresa

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., considerando el CIIU (C1071.02)⁵⁶ tiene como actividad principal la elaboración de pasteles y otros productos de pastelería: pasteles de frutas, tortas, pasteles, tartas, etcétera, churros, buñuelos, aperitivos (bocadillos), etcétera. Su posicionamiento es relevante dentro de la industria panificadora, la misma que se compone de grandes participes como Dulcafé S.A (Sweet & Coffee); Panadería California Pancali (Panadería California), Pasteles y Compañía Pastelicon S.A. y de igual manera existen competidores de menor tamaño y cobertura como son las panaderías y tiendas de barrio.

En cuanto a los montos que generan los productos de panadería y pastelería, según las estadísticas oficiales, para el año 2021 se alcanzó un valor de USD 89,9 millones en Ingresos por ventas al final del año 2021. Este monto representó para el sector un crecimiento del 29% en ingresos con respecto a los registrados en el año 2020.

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.

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 DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A., 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.

⁵⁵ <https://www.fao.org/worldfoodsituation/csdb/en/>

⁵⁶ https://aplicaciones2.ecuadorencifras.gob.ec/SIN/resul_correspondencia.php?ciiu=12&id=C1071.02

CUADRO 17: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Amplia variedad de productos, adaptados al target de clientes	
Atención personalizada en la rede de cafeterías	
Estricto control en la adquisición de materia prima	
Buen posicionamiento de marca	
Tecnificación y estandarización de procesos de producción	
Fidelización de clientes a través de la baja rotación de personal y personalización de los productos	Falta de cuadro de mando integral que permite medir la productividad y las metas propuestas de forma oportuna
Mantener enfoque artesanal en sus productos	
Capacitación constante al personal en la elaboración de sus productos	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Herramientas digitales disponibles para la comercialización y generación de nuevas experiencias de servicio y relación con el cliente	Alta competencia local
Inversión en centro de producción permitirá el incremento de la capacidad instalada en un mercado de crecimiento constante	Inestabilidad política
Capacidad de expansión agresiva en el mercado con red propia de locales	

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de la compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgo asociados con su recurso humano, procesos, la tecnología que utiliza, el clima, el manejo de la información, entre otros.

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.

Adicionalmente, cabe indicar que el trigo como materia prima está enmarcado como un producto commodity, por lo cual su precio está determinado en función de las condiciones de oferta y demanda del mercado, y el cual puede variar debido a condiciones meteorológicas en las temporadas de siembra y cosecha, además de la existencia de grandes fondos de inversión, que con su demanda o cierre de posiciones pueden afectar en el precio. Cuando existe una producción escasa de trigo la tendencia de su precio es a subir, mientras que si su producción es abundante su precio es a la baja.

DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. posee pólizas de vehículo, mismas que están vigentes hasta abril de 2025.

Por su parte, para contrarrestar el riesgo informático toda la información que se genera por las ventas es respaldada en la nube por el proveedor de ERP, mientras que la información diaria se aloja en una nube (drive). En el caso que alguna computadora salga de funcionamiento, la información queda respaldada y su acceso solo sería posible con las credenciales que cada usuario tiene.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de mayo de 2023 y 31 de mayo de 2024.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. presentaron una tendencia creciente durante el periodo analizado, al pasar de USD 6,73 millones en 2020 a USD 9,61 millones en 2021, USD 10,16 millones en diciembre de 2022 y USD 10,51 millones en diciembre de 2023.

El comportamiento al alza de los ingresos en los diferentes períodos anuales obedece a la aplicación de varias estrategias por parte de la compañía, entre ellas la estrategia de penetración y desarrollo de nuevos mercados, pues ampliaron su red de distribución, llegando a mayo de 2024 a contar con 25 locales en Guayaquil, ya que sus locales se ubican además en Durán, Daule y Samborondón (los locales se toman en alquiler y la inversión que se realiza es en la adecuación de estos). Por otra parte, la compañía aplicó una estrategia de desarrollo de nuevos productos, ya que además de los productos con los que se ha posicionado, ha incursionado en una nueva línea de productos empacados que saldrá a la venta próximamente.

Para mayo de 2024, los ingresos decrecen (-6,91%) frente a su similar de 2023, totalizando USD 4,22 millones (USD 4,53 millones en mayo de 2023). Este comportamiento se atribuye a diversos factores, incluidos los cambios macroeconómicos que pudieron haber afectado el poder adquisitivo de sus clientes. Sin embargo, la compañía ha cumplido y mantenido su operatividad dentro de la normalidad esperada.

La línea de mayor demanda al 31 de mayo de 2024 es la de tortas, misma que representa aproximadamente el 51,76% de los ingresos, siendo esta su especialidad, el restante 48,24% se distribuye en productos de panadería, dulcería, laminado, entre otras que son un servicio complementario para la atención y espera del cliente.

Por otro lado, el costo de ventas mantuvo un comportamiento contrario al de los ingresos, gracias a una negociación más eficiente con sus proveedores, además de la economía de escala generada por la mayor cantidad de locales abiertos, así mismo el incremento del personal se ha presentado mayormente en el personal de ventas, para la atención de los nuevos locales, y no en el personal de producción, por lo que los costos han podido reducirse. En dicho contexto, el costo de ventas pasó de significar el 62,10% de los ingresos en 2020 a un 61,91% en 2021, 55,30% en 2022 y 52,90% en diciembre de 2023, generando un margen bruto que creció del 37,90% de los ingresos en 2020 a un 44,70% en 2022 y 47,10% en diciembre de 2023.

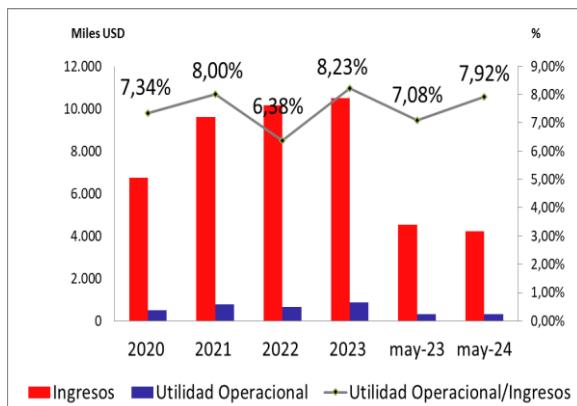
Al 31 de mayo de 2024, el costo de ventas significó el 51,85% de los ingresos, representación inferior a la de mayo de 2023 cuando fue de 52,73%; lo que generó un margen bruto creciente, el mismo que pasó de representar el 47,27% de los ingresos en mayo de 2023 a un 48,15% en mayo de 2024.

Por su parte, los gastos operacionales que estuvieron compuestos principalmente por sueldos, arrendamientos operativos, aporte IESS, beneficios sociales, entre otros, presentaron un comportamiento fluctuante en su participación respecto a los ingresos, representando el 30,09% de los ingresos en el año 2021 a un 38,32% al cierre de 2022 y 38,87% en diciembre de 2023.

Para mayo de 2024 los gastos operacionales representaron el 40,22% de los ingresos, luego de haber significado el 40,19% en mayo de 2023, comportamiento atado al incremento en el rubro de sueldos administrativos y arrendamientos, principalmente.

El margen operacional de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. pasó de 7,34% de los ingresos al término de 2020 a 8,00% en diciembre de 2021, 6,38% en diciembre de 2022 y 8,23% en diciembre de 2023. Para mayo de 2024, la utilidad operacional significó el 7,92% de los ingresos, porcentaje ligeramente superior al reportado en mayo de 2023 (7,08% de los ingresos).

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

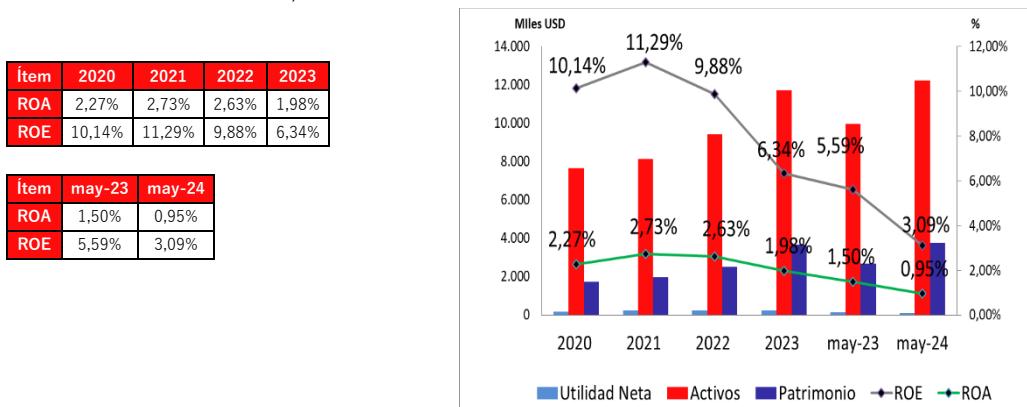
Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y los respectivos impuestos, la compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo, es así como su margen neto significó el 2,58% de los ingresos en 2020, 2,31% de los ingresos en diciembre de 2021, 2,44% en diciembre de 2022 y 2,20% en diciembre de 2023.

Al 31 de mayo de 2024 DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. registró una utilidad antes de participación de trabajadores e impuesto a la renta que representó el 2,77% de los ingresos (3,28% de los ingresos en mayo de 2023), comportamiento que se atribuye en parte a la disminución de ingresos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. fueron positivos para todo el periodo analizado, con ligeras variaciones producto del comportamiento de su resultado final y las fluctuaciones registradas en su patrimonio y activo. Lo anterior ratifica que los activos generaron rentabilidad por sí solos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 18, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO



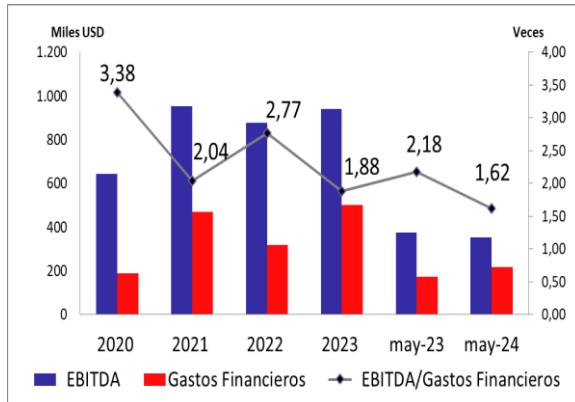
Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) pasó de significar el 9,93% de los ingresos en el año 2021 a 8,65% en diciembre de 2022 y 8,97% de los ingresos en diciembre de 2023 (8,36% en mayo de 2024), lo que reflejó la capacidad de generar flujo propio por parte de la compañía, permitiéndole además cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.

CUADRO 19, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
EBITDA	643	955	879	942
Gastos Financieros	190	469	318	501
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	3,38	2,04	2,77	1,88

Ítem	may-23	may-24
EBITDA	376	353
Gastos Financieros	172	218
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,18	1,62



Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. presentaron un comportamiento positivo durante todo el periodo analizado, pasando de USD 8,12 millones en 2021 a USD 9,43 millones en diciembre de 2022, USD 11,73 millones en diciembre de 2023 y USD 12,24 millones en mayo de 2024, como efecto del incremento en los rubros de cuentas por cobrar clientes, propiedad, planta y equipo⁵⁷, anticipo a proveedores e inventarios⁵⁸, principalmente.

Al referirnos a la estructura de los activos, se debe indicar que los de tipo no corriente fueron los que predominaron, al pasar de representar el 88,73% de los activos totales en diciembre de 2022 a 86,61% en diciembre de 2023 y 82,00% en mayo de 2024. En lo que respecta a su composición, al 31 de mayo de 2024 la propiedad, planta y equipo fue la de mayor aporte con el 80,97% de los activos (76,81% a diciembre de 2023). Es importante indicar que esta cuenta mantuvo un comportamiento creciente durante todo el periodo analizado, pues una de las inversiones más importantes que efectuó la compañía desde el año 2019 fue la construcción de una nueva planta de producción en la ciudad de Guayaquil⁵⁹. Posteriormente, adquirieron maquinaria y equipos para la planta que sería una de las más modernas del país. La construcción y montaje de esta planta está completa. La planta de producción está terminada en su obra civil. La mudanza y producción iniciará tentativamente la primera quincena de mayo 2023, y un mes más tarde las oficinas administrativas.

Por otra parte, los activos corrientes significaron el 13,39% del total de activos al cierre de 2023, mientras que en mayo de 2024 representaron 18,00% de los activos totales. En cuanto a su composición, para este último periodo estuvieron conformados principalmente por anticipo a proveedores cuyo monto significó el 6,11% de los activos totales (5,05% de los activos en 2023), seguido por inventarios con el 5,04% del total de activos (4,80% a diciembre de 2023), cuentas por cobrar clientes con el 3,88% (1,12% a diciembre de 2023) principalmente.

Se debe indicar que el porcentaje de cuentas por cobrar clientes no supera el 4,00% durante el periodo analizado debido a su actividad económica, pues los pagos son al contado, tanto en efectivo como con tarjeta de crédito.

Adicionalmente, se debe destacar que históricamente la cuenta Efectivo y equivalente al efectivo representó menos de 1,50% de los activos, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa (para diciembre de 2023 el efectivo y equivalentes al efectivo significó el 0,87% de los activos, 0,54% en mayo de 2024).

⁵⁷ De acuerdo con lo indicado por la administración, se activó una parte de la construcción, adicionalmente se hizo una nueva revalorización de la planta aumentando así su valor comercial.

⁵⁸ Los inventarios están constituidos por materia prima, suministros de consumo en producción, producto terminado y mercadería

⁵⁹ Según lo mencionado por la administración de la compañía, a finales del año 2019 firmaron la promesa de compraventa del terreno y a partir del año 2020 comenzaron a efectuar los pagos correspondientes.

Pasivos

Los pasivos totales de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. financiaron una porción importante de los activos durante el periodo analizado, pasando de 73,43% en 2022 a 68,83% en diciembre de 2023 y 69,19% en mayo de 2024.

En cuanto a la estructura de los pasivos totales, los de tipo no corriente fueron los de mayor preponderancia, dado que en promedio (2020-2023) financieraron en un 45,33% de los activos totales, y en mayo de 2024 lo hicieron en un 42,35%, cuya composición, para este último periodo estuvo determinada por la cuenta obligaciones con costo (préstamos y mercado de valores), mismas que financieraron al activo en un 36,00% (24,95% a diciembre de 2023), seguida de lejos por otras cuentas por pagar con el 4,97% al 31 de mayo de 2024, entre las principales.

Por su parte los pasivos corrientes, financieraron en promedio (2020-2023) el 28,59% de los activos; sin embargo, para mayo de 2024, representaron un 26,84% de los activos. Los pasivos corrientes estuvieron conformados mayormente por obligaciones con costo (préstamos y mercado de valores) con el 19,96% (22,35% a diciembre de 2023), seguida de cuentas por pagar a proveedores con el 4,10% de los activos en mayo de 2024 (8,73% a diciembre de 2023).

La deuda con costo pasó de financiar el 55,00% en diciembre de 2023 a un 56,43% en mayo de 2024. Es preciso mencionar que la deuda financiera se encuentra conformada por obligaciones con instituciones financieras nacionales, mercado de valores y préstamos con terceros. Así mismo, la participación de la deuda financiera frente al pasivo y frente al patrimonio en mayo de 2024 fue de 81,56% y 183,17%, respectivamente.

Patrimonio

El patrimonio financió un 26,57% de los activos en diciembre de 2022 a 31,17% de los activos en diciembre de 2023 y un 30,81% en mayo de 2024, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento de los activos para este último periodo fueron las reservas, que significaron el 17,10% de los activos (0,19% en diciembre de 2023), seguido del capital social con el 10,86% (3,41% en diciembre de 2023).

Se debe indicar que entre los años 2019 y 2020 el capital social registró un incremento de más del 100%, pasando de USD 60.800,00 a USD 145.600,00⁶⁰. Posteriormente, en Escritura Pública de modificación y convalidación de la Escritura de Aumento de Capital de la Compañía DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. suscrita el 25 de septiembre de 2020, los accionistas vuelven a realizar un aumento de capital, llegando este a la suma de USD 400.000, valor que se mantuvo durante el año 2023. Posterior a ello, el 27 de diciembre de 2023, en sesión de Junta General Extraordinaria y Universal de los accionistas se aprobó el aumento de capital social en USD 929.823 con lo cual el capital social pasa a ser de USD 1.329.824, proceso que fue autorizado por el ente de control en abril de 2024. Dicho valor se mantiene hasta el 31 de mayo de 2024.

Adicionalmente, del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

En cuanto a la forma de reparto de las utilidades, regirán las disposiciones de la ley de compañías. No obstante, la administración de la compañía informó que, al encontrarse en una etapa de alto crecimiento, la empresa ha decidido no repartir dividendos ni utilidades.

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. se posicionaron en niveles por debajo de la unidad durante los periodos analizados. Esto derivó además en un capital de trabajo negativo que significó un -21,85% de los activos en diciembre de 2023 y un -8,85% de los activos en mayo de

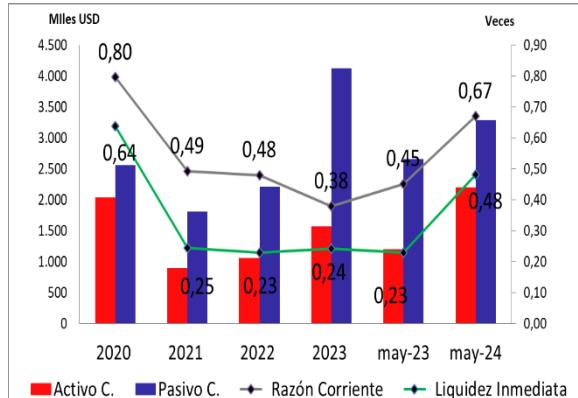
⁶⁰ Según lo mencionado en el informe de auditoría externa del año 2020, este aumento se realizó el 09 de marzo de 2020.

2024, lo mencionado podría ejercer presión sobre los recursos de corto plazo de la compañía, mismos que servirían para afrontar sus obligaciones del mismo tipo.

CUADRO 20, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	2.037	893	1.062	1.570
Pasivo Corriente	2.558	1.812	2.208	4.132
Razón Circulante	0,80	0,49	0,48	0,38
Liquidez Inmediata	0,64	0,25	0,23	0,24

Ítem	may-23	may-24
Activo Corriente	1.202	2.204
Pasivo Corriente	2.657	3.287
Razón Circulante	0,45	0,67
Liquidez Inmediata	0,23	0,48



Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

Para diciembre de 2023 la compañía presentó un periodo de cobro de 5 días (5 días en diciembre de 2022) aproximadamente, indicativo del tiempo que le toma a la empresa hacer efectivos los cobros a sus clientes.

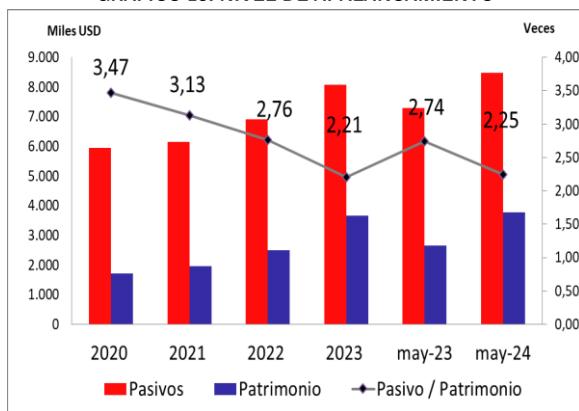
Por otro lado, al referirnos al indicador “Plazo de Proveedores”, se pudo evidenciar que a diciembre de 2023 la compañía pagó a sus proveedores en un plazo de 67 días (64 días en diciembre de 2022) aproximadamente. Lo anterior indica que el plazo de proveedores fue suficiente para financiar el crédito a clientes, por lo que a diciembre de 2023 hubo 63 días (59 días en diciembre de 2022) a favor de la empresa. En cuanto a la Duración de Existencias, a diciembre de 2023 la compañía mantuvo sus inventarios por un plazo de 37 días (36 días en diciembre de 2022) aproximadamente.

Si al plazo de proveedores se resta el crédito a clientes y la duración de existencias, a diciembre de 2023 se registra un calce de 26 días (23 días a diciembre de 2022).

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los pasivos dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose en 2,21 veces en el año 2023 y 2,25 veces en mayo de 2024.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto al indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), se debe indicar que la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones en 8,57 años en diciembre de 2023 y 9,22 años en mayo de 2024. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 6,85 años a diciembre de 2023 y 7,52 años en mayo de 2024.

Contingentes

Según lo reportado por la administración de la compañía, al 31 de mayo de 2024, DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. no mantiene operaciones de crédito como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁶¹

Hasta junio de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 16 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 3 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 13 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 78,70 millones, valor que representó el 23,62% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 333,24 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 70,82%, mientras que las titularizaciones representaron el 5,56%.

⁶¹ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)

Cuenta	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
ACTIVO						
Efectivo y equivalente al efectivo	46	37	141	71	102	66
Cuentas por cobrar, Clientes y Relacionados	441	40	141	189	132	511
Inventarios	404	448	555	592	563	617
Otros Activos Corrientes	1.146	368	225	350	773	1.010
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2.037	893	1.062	1.202	1.570	2.204
Propiedad, planta y equipo neto	5.105	6.635	7.648	8.629	9.008	9.914
Otros Activos No Corrientes	516	595	715	126	1.149	126
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	5.621	7.230	8.363	8.755	10.157	10.040
TOTAL ACTIVOS	7.658	8.123	9.425	9.957	11.727	12.244
PASIVOS						
Préstamos con entidades financieras C/P	770	471	179	194	360	521
Obligaciones Mercado de Valores	-	-	320	995	2.261	1.923
Proveedores	645	648	988	831	1.023	502
Otros Pasivos Corrientes	1.143	692	721	637	488	341
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	2.558	1.812	2.208	2.657	4.132	3.287
Préstamos con entidades financieras L/P	2.395	2.708	3.634	3.431	2.926	3.708
Obligaciones Mercado de Valores	-	-	-	-	-	700
Otros Pasivos No Corrientes	993	1.637	1.078	1.206	1.014	777
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	3.388	4.345	4.712	4.638	3.940	5.185
Deuda Financiera	3.879	4.557	5.000	4.749	6.450	6.909
Deuda Financiera C/P	770	471	499	1.189	2.621	2.444
Deuda Financiera L/P	3.109	4.086	4.501	3.559	3.829	4.466
TOTAL PASIVOS	5.946	6.157	6.920	7.294	8.072	8.472
PATRIMONIO						
Capital Social	146	146	400	400	400	1.330
Reservas	1.162	1.184	1.184	1.184	22	2.094
Aportes futura capitalización	-	-	-	-	930	-
Otros resultados integrales	3	3	-	-	-	-
Utilidad neta del ejercicio	173	222	248	149	232	117
Resultados acumulados	228	411	672	930	2.072	232
TOTAL PATRIMONIO	1.711	1.966	2.504	2.663	3.655	3.772

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
Ingresos	6.732	9.610	10.158	4.534	10.508	4.221
Costo de ventas	4.181	5.949	5.617	2.391	5.559	2.189
MARGEN BRUTO	2.551	3.660	4.541	2.143	4.950	2.032
Total Gastos Operacionales	2.057	2.891	3.893	1.822	4.085	1.698
UTILIDAD OPERACIONAL	494	769	648	321	865	334
Gastos Financieros	190	469	318	172	501	218
Otros ingresos	0	48	0	0	0	0
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	304	348	330	149	363	117
Participación trabajadores	46	52	0	0	55	0
Impuesto a la Renta	85	74	83	0	77	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	173	222	248	149	232	117

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
Gastos Operacionales / Ingresos	30,55%	30,09%	38,32%	40,19%	38,87%	40,22%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,34%	8,00%	6,38%	7,08%	8,23%	7,92%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,58%	2,31%	2,44%	3,28%	2,20%	2,77%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	285,01%	346,52%	261,69%	215,73%	373,26%	286,49%
Utilidad / capital permanente	3,34%	3,77%	3,76%	5,64%	3,37%	2,71%
Utilidad Operativa / capital permanente	9,53%	13,06%	9,84%	12,17%	12,59%	7,77%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	0,00%	21,70%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	109,49%	211,36%	128,36%	115,73%	216,40%	186,49%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	10,14%	11,29%	9,88%	5,59%	6,34%	3,09%
Rentabilidad sobre Activos	2,27%	2,73%	2,63%	1,50%	1,98%	0,95%
Utilidad operacional / activos operacionales	8,25%	10,74%	7,63%	8,13%	8,82%	7,22%
Resultados operativos medidos / activos totales	6,46%	9,47%	6,87%	7,74%	7,37%	6,55%
Liquidez						
Razón Corriente	0,80	0,49	0,48	0,45	0,38	0,67
Liquidez Inmediata	0,64	0,25	0,23	0,23	0,24	0,48
Capital de Trabajo	-521	-919	-1.147	-1.454	-2.562	-1.083
Capital de Trabajo / Activos Totales	-6,80%	-11,31%	-12,17%	-14,61%	-21,85%	-8,85%
Cobertura						
EBITDA	643	955	879	376	942	353
EBITDA anualizado	643	955	879	903	942	919
Ingresos	6.732	9.610	10.158	4.534	10.508	4.221
Gastos Financieros	190	469	318	172	501	218
EBITDA / Ingresos	9,55%	9,93%	8,65%	8,29%	8,97%	8,36%
EBITDA/Gastos Financieros	3,38	2,04	2,77	2,18	1,88	1,62
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,13	0,17	0,13	0,16	0,13	0,12
EBITDA / Deuda total	0,17	0,21	0,18	0,19	0,15	0,13
Flujo libre de caja / deuda total	-0,27	0,01	0,00	0,02	-0,04	0,01
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	0,29	0,56	0,74	0,00	1,43	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	14,77	9,24	6,87	0,00	8,50	0,00
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	3,47	3,13	2,76	2,74	2,21	2,25
Activo Total / Capital Social	52,59	55,79	23,56	24,89	29,32	9,21
Pasivo Total / Capital Social	40,84	42,29	17,30	18,24	20,18	6,37
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	6,03	4,77	5,69	5,26	6,85	7,52
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	9,25	6,45	7,88	8,08	8,57	9,22
Deuda Financiera / Pasivo	65,23%	74,02%	72,24%	65,10%	79,91%	81,56%
Deuda Financiera / Patrimonio	226,65%	231,84%	199,65%	178,32%	176,45%	183,17%
Pasivo Total / Activo Total	77,65%	75,80%	73,43%	73,26%	68,83%	69,19%
Capital Social / Activo Total	1,90%	1,79%	4,24%	4,02%	3,41%	10,86%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	19,85%	10,34%	9,98%	25,04%	40,63%	35,37%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	22,35%	24,20%	26,57%	26,74%	31,17%	30,81%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	24	2	5	6	5	18
Duración de Existencias (días)	35	27	36	37	37	43
Plazo de Proveedores	56	40	64	52	67	35

Fuente: DULCES, PASTELES Y TORTAS RADU S.A. / Elaboración: Class International Rating