

Ecuador

Programa de Papel Comercial

Calificación Inicial

LÁCTEOS SAN ANTONIO C.A.

Calificación

Tipo Instrumento	jun-2026
Programa Papel Comercial	AAA-

Perspectiva: Estable

Definición de Calificación:

AAA-: "El emisor presenta una excelente capacidad para el pago de capital, intereses o rendimiento. Su posición financiera es sólida y no se vería afectada por condiciones económicas adversas en el corto plazo."

El signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **otorgar la calificación "AAA-" al Primer Programa de Papel Comercial de Lácteos San Antonio C.A.**, que se analiza en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago de los valores en los términos y condiciones del programa calificado así como la naturaleza de corto plazo del programa.

La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente su riesgo de crédito.

Emisor con fuerte posicionamiento en una industria estratégica, con tendencias favorables. El emisor es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y posicionamiento, que mitigan parcialmente los riesgos de su industria. La Compañía mantiene posiciones de liderazgo, con marcas bien posicionadas, dentro de una industria estratégica para del país.

Generación operativa positiva con concentración con el sector público a partir del 2025. La Compañía mantiene una generación operativa positiva y márgenes relativamente estables. Utiliza diversos canales de comercialización a través de los cuales tiene presencia nacional. En los dos últimos años, se advierte una concentración importante en el programa de alimentación escolar (PAE), que debido a su importancia estratégica y su trayectoria histórica, se espera que se mantenga.

Niveles de endeudamiento controlado frente a su EBITDA y estructura de financiamiento. El emisor mantiene un margen EBITDA importante, que ha tendido a mejorar en los últimos años. La cobertura del gasto financiero con el EBITDA ha superado históricamente las 10 veces y se espera que en la vigencia del programa se mantenga sobre las 7.6 veces promedio en los próximos tres años, lo que demuestra una amplia flexibilidad financiera. La deuda financiera se concentra en el largo plazo, lo cual reduce la presión de esta en su liquidez y le da mayor flexibilidad para adaptarse en coyunturas adversas.

Fuerte generación de flujo de caja antes de reparto de dividendos. El flujo de fondos operativo (FFO) ha sido positivo en todos los períodos y se fortaleció en los dos últimos años, gracias al significativo crecimiento del negocio. El flujo de caja operativo (CFO) ha sido más fluctuante debido a las necesidades de capital de trabajo que han acompañado dicho dinamismo. Al ser una empresa madura, los requerimientos de CAPEX son poco representativos frente a la generación, lo que le ha permitido al emisor mantener tasas elevadas de pago de dividendos; no obstante, históricamente se aprecia la disposición de los accionistas de reducir el reparto en caso de necesidad.

Riesgo de refinanciamiento bajo. El tamaño de la deuda financiera, el nivel de liquidez que mantiene el emisor, la capacidad de la empresa de generar flujos de caja positivos, su posicionamiento en el mercado y la diversificación de sus fuentes de fondeo mitigan, en nuestro criterio, el riesgo de refinanciamiento de su deuda.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic-24	dic-25	abr-26
Activos	114.7	131.6	146.8
Ventas	120.6	177.3	67.0
Margen EBITDA (%)	13.11%	12.29%	13.88%
ROE (%)	17.47%	22.99%	44.40%
Deuda / capitalización (%)	39.79%	43.94%	50.34%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.20	1.25	-1.38
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-1.45	0.30	-2.12
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	2.35	2.15	2.00
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent / EBITDA o EBITDAR (x)*	2.35	2.15	2.00
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	3.14	2.80	2.18

* Indicador anualizado para abril 2026

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(593 2) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

María Belén Aráuz
(593 2) 226 9767 ext. 106
barauz@bwratings.com

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle del programa analizado en este informe:

Calificación Inicial Programa de Papel Comercial 2026	
Emisor:	LÁCTEOS SAN ANTONIO C.A.
Monto Autorizado	15,000,000.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo máximo del Papel	hasta 359 días
Amortización	Al vencimiento
Cupón de Interés:	Cero cupón
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Estructurador financiero y colocador:	PICAVALE Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA LTDA

Los recursos captados serán utilizados para sustitución de pasivos y capital de trabajo consistente con compra de inventarios, pago a proveedores, entre otros, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables, etc.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**Entorno macroeconómico**

El entorno macroeconómico de Ecuador presenta signos de recuperación tras un periodo de contracción en 2024 cuando el PIB se redujo en 2%, como consecuencia de la crisis energética, cierres de pozos petroleros, la elevada inseguridad y la incertidumbre política previa a las elecciones de inicios del año 2025. Las últimas cifras publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE) prevén un crecimiento del 2.50% para el año 2026, impulsado por la no recurrencia de todos los eventos indicados, el aumento de las exportaciones no petroleras y la recuperación del consumo de los hogares.

Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)	2026 (proy)
Producto Interno Bruto (PIB)	5.87%	1.83%	-1.94%	3.73%	2.50%
Exportaciones	7.85%	0.82%	0.79%	6.45%	3.20%
Importaciones	9.55%	0.07%	1.46%	3.92%	2.10%
Consumo final Gobierno	1.39%	1.84%	0.27%	0.04%	1.00%
Consumo final Hogares	6.00%	3.63%	-1.65%	2.74%	2.10%
Formación Bruta de Capital Fijo	9.19%	0.13%	-2.01%	5.58%	3.30%

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Según los datos publicados por el BCE en marzo 2024, la economía ecuatoriana registró un crecimiento interanual de 3.40% en el cuarto trimestre de 2025. Este desempeño estuvo impulsado principalmente por la recuperación del consumo de los hogares (+2.94%) y al mayor

dinamismo de las exportaciones no petroleras (+13.76%).

A nivel sectorial, 16 de las 20 ramas de actividad económica reportaron variaciones positivas, lo que evidencia una mejora generalizada en la estructura productiva nacional durante el periodo analizado. No obstante, cabe señalar que estas cifras aún no incorporan los efectos de las paralizaciones registradas en septiembre de 2025, derivadas del incremento en el precio del diésel, las cuales podrían moderar el crecimiento del tercer trimestre.

En lo que respecta a la inflación, según datos del INEC a marzo 2026, esta cerró en 2.33%, con un incremento de 2.02 p.p. respecto al mismo mes del 2025, cuando se ubicó en 0.31%, esto como resultado de subsidios temporales que se otorgaron al inicio del año 2025 por la crisis energética. Adicionalmente, la canasta básica cerró con un costo de USD 829.38, presentando un incremento de USD 28.78 frente a marzo 2025.

Por otro lado, en el año 2025 y lo transcurrido del año 2026 la economía ecuatoriana muestra mayor estabilidad respaldada por la ejecución de acciones alineadas al programa del Fondo Monetario Internacional (FMI), con el que se concretó un financiamiento de USD 5,000 millones. Esto, unido a una menor percepción de riesgo de los inversionistas internacionales, ha contribuido a la reducción del riesgo país, que a la fecha de corte de este informe llegó a situarse por debajo de los 500 puntos, siendo este su menor nivel en los últimos años.

En cuanto a la situación fiscal, en primer trimestre del año 2026 el SRI alcanzó una recaudación de USD 5,881 millones, lo que representa un incremento del 9.2% con respecto a marzo 2025. El incremento del ingreso por IVA en 16.21% con respecto al mismo periodo del 2025 permitió que la recaudación de este impuesto alcanzara USD 3,090 millones. Adicionalmente, la recaudación de impuesto a la renta aumento un 16.75% y la recaudación por ISD presenta un incremento marginal de 10.4%¹. No obstante, la brecha estructural entre ingresos y gastos continúa siendo relevante, lo que obliga a mantener el fondeo de organismos multilaterales y a aplicar ajustes tributarios temporales como el nuevo impuesto sobre utilidades.

A marzo 2026, el sector petrolero continua con la tendencia decreciente, la producción petrolera estatal aumento y la privada disminuyo. La caída en la producción del año 2025 fue causada por

¹ <https://www.sri.gob.ec/o/sri-portlet-biblioteca-alfresco-internet/descargar/53732ec1-c721-4bd3-ad25->

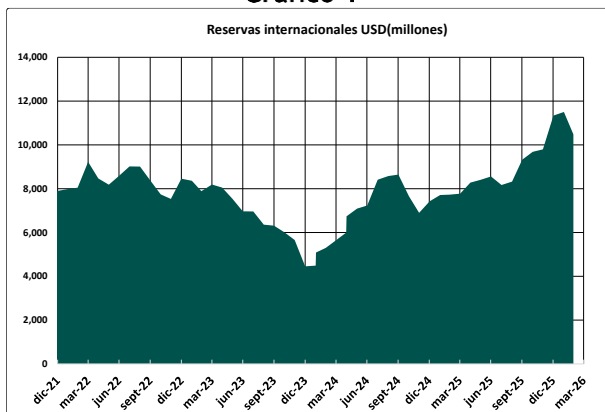
emergencias operativas en los campos, mantenimientos programados de varias instalaciones y fenómenos naturales.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings subió a B- en febrero 2026, como resultado de menores necesidades de financiamiento, regreso exitoso a los mercados financieros, una mejora en la estructura de la deuda, incremento de las reservas internacionales y a una economía más estable.

Fitch considera que Ecuador pasó de una situación de estrés financiero inmediato a una de mayor estabilidad y acceso a financiamiento, aunque sigue siendo un crédito de alto riesgo. Adicionalmente, en noviembre 2025 Fitch también subió la calificación de la deuda de Ecuador de CCC+ a B- debido a una mayor estabilidad económica en el país que se traduciría en mayores posibilidades de pago².

Podemos mencionar que las reservas internacionales actualmente se han recuperado y presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

Gráfico 1



Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Por último, en noviembre 2025 la asamblea aprobó la Proforma del Presupuesto General del Estado para el año 2026, este presenta un cuadro de consolidación fiscal gradual, que ocasiona un

déficit global estimado en USD 5,413MM (3.9% del PIB), que es inferior al déficit del 4.4% del año 2025³. El presupuesto total asciende a USD 46,255MM, con más del 60% orientado a educación, salud, protección social y seguridad. Por otro lado, se espera que la deuda pública consolidada represente el 59% del PIB, y la intención a futuro es que se establezca en esos niveles y posteriormente baje. El Gobierno espera colocar USD 3,000 MM en bonos soberanos en mercados internacionales y recibir fondos de multilaterales por USD 7,397 millones⁴. Este nuevo financiamiento permitiría controlar el costo de la deuda, mejorar el perfil de vencimientos y cubrirse ante shocks económicos externos e internos.

Economía mundial

La economía mundial continúa ajustándose en un entorno caracterizado por la moderación de la inflación, condiciones financieras aún restrictivas y persistente incertidumbre geopolítica y comercial. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el crecimiento global se ubicó en 3,3% en 2024 y 3,2% en 2025, y se proyecta una leve recuperación hacia 3,3% en 2026 y 3,2% en 2027, reflejando una mayor resiliencia de la actividad económica respecto a lo anticipado previamente. Este desempeño continúa por debajo del promedio histórico de largo plazo, con una expansión moderada en las economías avanzadas, cercana al 1,5%-1,7%, afectadas por condiciones monetarias restrictivas y baja productividad, mientras que las economías emergentes y en desarrollo mantienen un crecimiento superior al 4%, impulsadas principalmente por Asia. La inflación global ha seguido una trayectoria descendente como resultado de la normalización de las cadenas de suministro y de políticas monetarias contractivas, aunque persisten presiones en el componente de servicios y divergencias entre países. No obstante, el Banco Mundial advierte que los riesgos a la baja continúan siendo relevantes, incluyendo tensiones geopolíticas, fragmentación del comercio internacional, elevados niveles de endeudamiento público y vulnerabilidades en el sistema financiero.

En este contexto, los organismos internacionales subrayan la importancia de fortalecer la credibilidad de las políticas macroeconómicas mediante marcos fiscales sostenibles, políticas monetarias prudentes e instituciones sólidas. La

² <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-lt-instruments-at-b-assigns-recovery-rating-of-rr3-removes-uco-21-11-2025>

³ <https://www.primicias.ec/economia/daniel-noboa-proforma-presupuesto-asamblea-nacional-108332/>

⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-recurrira-deuda-sostener-presupuesto-2026/>

resiliencia observada en varias economías emergentes responde, en parte, a mejoras en sus fundamentos macroeconómicos, incluyendo una mayor acumulación de reservas internacionales y regímenes monetarios más creíbles, lo que ha contribuido a mitigar presiones cambiarias. Sin embargo, el creciente uso de políticas industriales orientadas a fortalecer sectores estratégicos plantea desafíos en términos de eficiencia, sostenibilidad fiscal y potenciales distorsiones en el comercio internacional. En conjunto, el entorno global continúa demandando la implementación de reformas estructurales que impulsen el crecimiento potencial, refuercen la estabilidad macroeconómica y fortalezcan la capacidad de respuesta ante shocks externos.

Economía Latinoamericana

La economía de América Latina y el Caribe mantiene un crecimiento bajo y heterogéneo en un contexto global desafiante. De acuerdo con la CEPAL⁵ la región creció aproximadamente 2,2% en 2024 y se proyecta una desaceleración a 1,8% en 2025, reflejando limitaciones estructurales y un entorno externo menos favorable. Esta dinámica es consistente con estimaciones del Fondo Monetario Internacional, que también apuntan a un crecimiento moderado y por debajo de otras regiones emergentes. En materia de precios, la inflación regional ha continuado descendiendo desde los niveles elevados observados en 2022-2023, como resultado de políticas monetarias restrictivas, la normalización de los precios internacionales y menores presiones de demanda, aunque con trayectorias diferenciadas entre países. No obstante, en varias economías la inflación subyacente, especialmente en servicios, muestra mayor persistencia, en línea con lo señalado por el Fondo Monetario Internacional.

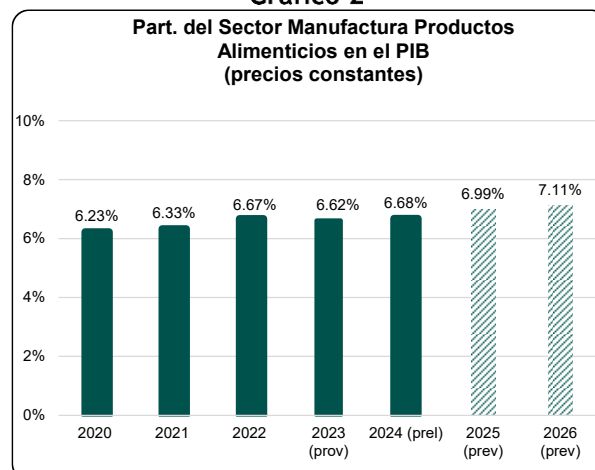
Sin embargo, la región continúa enfrentando desafíos estructurales significativos. El bajo crecimiento potencial, la limitada inversión y la débil productividad siguen condicionando el desempeño económico. A esto se suman riesgos externos asociados a la desaceleración del comercio global, la fragmentación geoeconómica y la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Asimismo, persisten vulnerabilidades fiscales, caracterizadas por elevados niveles de deuda y reducidos espacios de política, lo que podría amplificar el impacto de mayores costos de financiamiento,

particularmente en economías con marcos institucionales más frágiles. En este contexto, los organismos internacionales coinciden en la necesidad de fortalecer la credibilidad de las políticas macroeconómicas, consolidar las finanzas públicas y avanzar en reformas estructurales orientadas a dinamizar la inversión, mejorar la productividad y aumentar la resiliencia frente a choques externos.

Análisis de la industria

El sector de lácteos es parte de la industria manufactura de productos alimenticios, la cual mantiene la tercera posición entre los sectores económicos del PIB. En 2025 participó con el 6.99% y para el año 2026 se espera que este alcance el 7.11% según las proyecciones del Banco Central del Ecuador.

Gráfico 2



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

La principal materia prima del sector es la leche cruda, cuya producción en el país alcanzó 5.3 millones de litros durante el año 2024, lo que representó una contracción anual del 5.3% según cifras del Centro de la Industria Láctea del Ecuador⁶. Para el año 2025, las ventas del sector alcanzaron USD 1920 millones, un crecimiento de 14.55% frente al año precedente.

De acuerdo con la última información disponible con corte 2023 del Observatorio Lácteo del Ecuador, las provincias con mayor producción son las siguientes: Pichincha (14%), Cotopaxi (12%), Manabí (11.3%), Chimborazo (11.1%), y Tungurahua (10.23%)⁷.

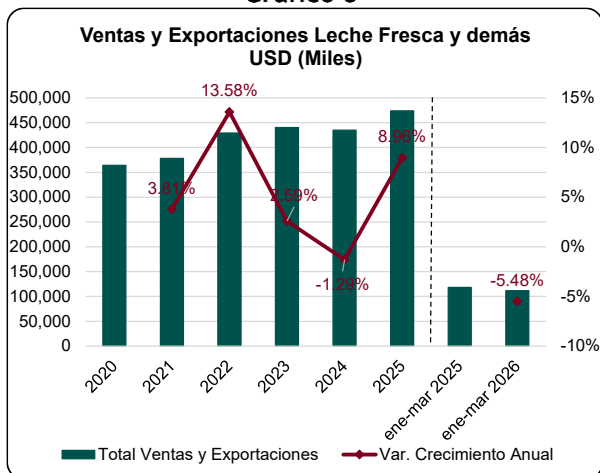
⁵ https://www.cepal.org/es/publicaciones/84460-balance-preliminar-economias-america-latina-caribe-2025?utm_source=chatgpt.com

⁶ <https://www.cil-ecuador.org/post/sector-l%C3%A1cteo-ecuatoriano-pilar-estrat%C3%A9gico-para-la-seguridad-alimentaria-y-el-desarrollo-sostenibl>

⁷ <https://observatoriolacteo.ec/estadisticas/>

De acuerdo con la información proporcionada por el Servicio de Rentas Internas (SRI), correspondiente al total de ventas y exportaciones facturadas dentro del sector formal, durante el año 2025 la actividad de elaboración de productos lácteos, incluyendo leche fresca, crema de leche líquida, bebidas a base de leche, yogurt, caseína, lactosa y productos lácteos pasteurizados, esterilizados u homogeneizados, entre otros, registró un crecimiento de 8.96%, luego de dos años de menor dinamismo.

Gráfico 3

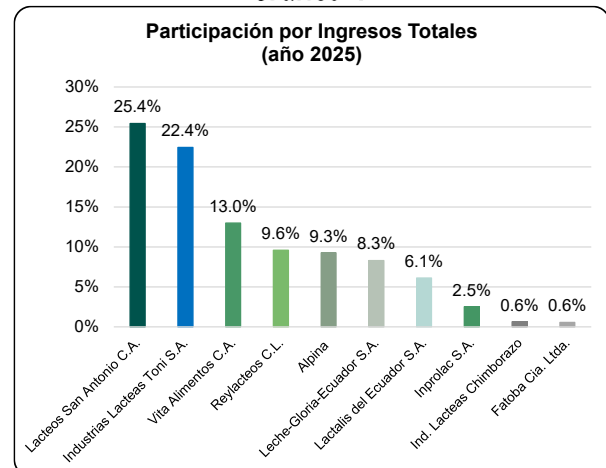


Fuente: SRI
Elaboración: BWR

En esta actividad, las ventas destinadas al mercado nacional mantuvieron una participación predominante frente a las exportaciones. Al cierre de 2025, las ventas locales representaron el 98.6% del total de ventas y exportaciones facturadas, equivalente a USD 467.24 millones, mientras que las exportaciones alcanzaron USD 6.5 millones.

En cuanto a la participación de mercado dentro de la actividad de elaboración de productos lácteos, que incluye leche fresca y otros productos, el mercado interno se encuentra liderado por un grupo reducido de empresas de gran escala. Entre las principales participantes destaca Lácteos San Antonio C.A., que mantiene la mayor cuota de mercado, seguida por Industrias Lácteas Toni S.A., Vita Alimentos C.A., Reylacteos C.L. y Alpina Productos Alimenticios Alpiecuador S.A., entre otras compañías relevantes del sector.

Gráfico 4



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaboración: BWR

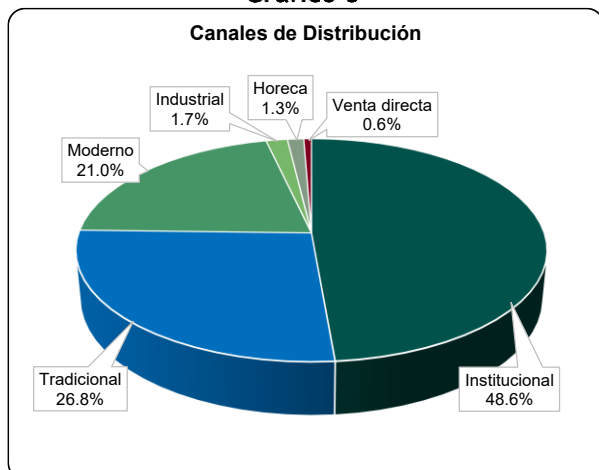
Adicionalmente, la industria láctea comprende otras actividades relacionadas con la elaboración de helados, manjar de leche, mantequilla, queso, leche en polvo, crema en forma sólida y otros derivados. Si bien estos segmentos presentan una menor participación relativa dentro del sector, mantienen una contribución relevante a la actividad económica. Según información del SRI, en 2025 estas actividades alcanzaron una facturación aproximada de USD 707.94 millones, evidenciando un crecimiento de 7.4% frente al año anterior.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

La Compañía fue constituida en diciembre de 1975. Su principal actividad económica es la elaboración y comercialización de productos alimenticios de consumo masivo, especialmente lácteos. Cuenta con oficinas comerciales ubicadas en Cuenca, Cañar, Guayaquil, Quito, Riobamba y Ambato, y cubre el territorio nacional mediante sus seis centros de logística y distribución para la Costa, Sierra y Oriente.

La comercialización de los productos de su marca, Nutri, se lo realiza principalmente mediante medios tradicionales (distribuidores, mayoristas y minoristas) ubicados en todo el país. La porción restante se distribuye mediante canales modernos (supermercados, tiendas de conveniencia), venta a instituciones (empresas, gobierno) y en menor porcentaje se lo realiza mediante venta directa en todo el territorio nacional a clientes de canal tradicional y empresas de catering, hoteles y restaurantes.

Gráfico 5



*Horeca= ventas a canales de Hoteles, Restaurantes y Cafeterías.

Fuente: Lácteos San Antonio C.A.

Elaboración: BWR

La compañía alcanzó la certificación internacional FSSC:22000 actualizada en enero de 2025 y la certificación Kosher en julio de 2025, que garantiza la inocuidad y calidad en la elaboración de sus productos y genera oportunidades de expansión en el mercado externo.

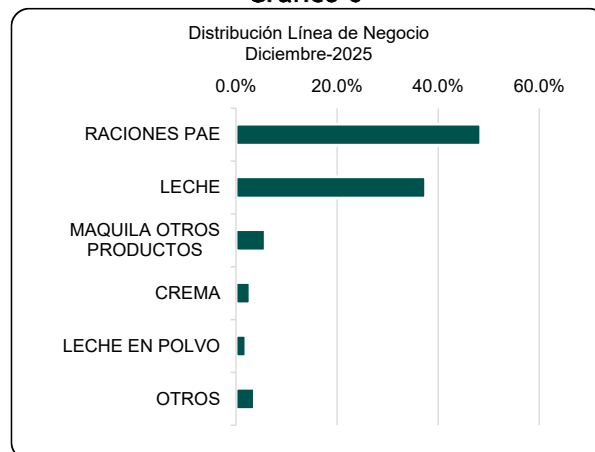
Dentro de la estructura departamental del emisor, colaboran 489 personas, entre las áreas de planta operativo, logística, comercial y administrativo. El emisor no ha tenido problemas laborales ni posee sindicato, asociaciones o comité de empresa.

Según la información por parte de la compañía tiene dos plantas tecnificadas de producción ubicadas en Cañar y Cuenca, que de acuerdo con la capacidad instalada utilizada por líneas y equipos para envasado TetraPak oscila entre 85% a 96%; y para las líneas de envasado Thimonnier está entre un 83% - 85%.

El negocio de la compañía incluye tanto la producción de la leche líquida, como la de varios productos derivados. En 2025, el 85.9% de los ingresos operativos provinieron de la comercialización de leche, incluyendo las ventas al Programa de Alimentación Escolar con el Estado (PAE); el 5.8% corresponde a la fabricación de productos para clientes con marcas propias, y el 8.3% de la venta de crema, leche en polvo, mantequilla, queso, avena, yogurt.

Los principales clientes de la Compañía son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio, que distribuyen a distintos locales o son autoservicios grandes. Además, uno de sus mayores clientes es el Estado a través de la adjudicación de los contratos de raciones alimenticias para el desayuno escolar en instituciones públicas.

Gráfico 6

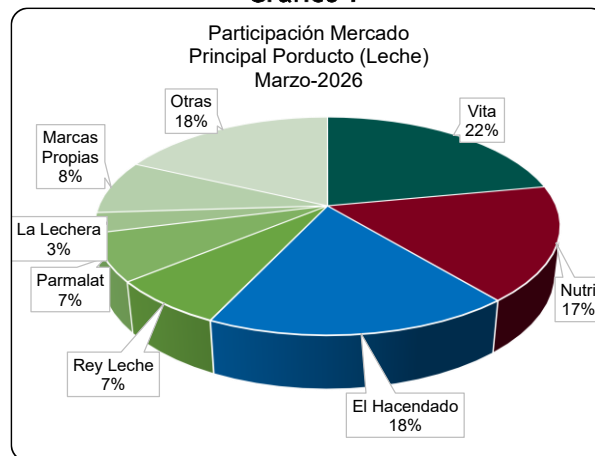


Fuente: Lácteos San Antonio C.A.

Elaboración: BWR

Históricamente, la Compañía tiene un importante posicionamiento en el mercado de leche bajo su marca Nutri, hasta la fecha de análisis continúa ocupando el segundo lugar, superado por la marca Vita. El tercer lugar la ocupa El Hacendado, y en el cuarto lugar compiten directamente las marcas de Rey Leche y Parmalat.

Gráfico 7



Fuente: Lácteos San Antonio C.A.

Elaboración: BWR

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Lácteos San Antonio pertenece al holding San Antoniohold Cía. Ltda, creado en octubre del año 2021, para administrar las acciones o las participaciones de otras compañías vinculadas al grupo empresarial. En el año 2022, se cambia la denominación a San Antoniohold S.A.

El grupo empresarial está conformado por las siguientes subsidiarias y asociadas:

Entidad Subsidiaria	% de Participación
Lácteos San Antonio C.A.	100%
SanAntonio – Inmobiliaria S.A.S.	100%
Agrícola-SanAntonio S.A.S.	100%
Agrícola Racar S.A.S.	100%

Entidad Asociadas	% de Participación
Hidro-Omega S.A.	21%
Proyectone Inmobiliaria S.A.S.	25%
Futurosolar S.A.	22%
SanAntonio Solar S.A.	22%

El patrimonio del Holding asciende a USD 35.05 millones, de los cuales USD 14.37 millones corresponden al capital social.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

En abril de 2026, el patrimonio de la compañía asciende a USD 68.33MM, sobre el cual, el 21% corresponde al capital social.

Como se mencionó anteriormente, el principal accionista es San Antoniohold S.A. con un 99.99% y Sanantonio - Inmobiliaria S.A.S., con una participación mínima de 0.001% en el capital de la compañía.

La Compañía no cuenta con una política establecida de reparto de dividendos, el mecanismo se rige por la toma de decisión directamente en la Junta General de Accionistas a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo.

De acuerdo con la última resolución de la Junta General de Accionistas del emisor, se aprobó la distribución de dividendos sobre el 100% de la utilidad del ejercicio del año 2025 (USD 13.36 millones).

ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de la compañía, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago de la empresa.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. Se puede destacar que, dentro de la Administración, se encuentran personas con amplia experiencia en la Compañía.

En cuanto a su administración, la Compañía es gobernada por la Junta General de Accionistas y

administrada por el Directorio, Gerente General y Gerente de sucursal. La representación legal judicial y extrajudicial la ejerce el Gerente General.

La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno, se reúne periódicamente ante cualquier hecho relevante y cada sesión es debidamente reportada en el portal de la SCVS.

La Compañía cuenta con un Directorio nombrado por la Junta General de Accionistas conformado por cinco miembros principales y cinco suplentes, entre los que se nombra un Presidente que durará en sus funciones dos años, pudiendo ser reelegido indefinidamente. El Directorio sesiona ordinariamente una vez al año y extraordinariamente las veces que lo requiera.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General nombra al comisario principal y al suplente, así como al auditor externo, que vigila las operaciones sociales y es independiente de la Administración.

Para el ejercicio 2025, la Compañía realizó un cambio de firma auditora. En relación con los estados financieros auditados, el nuevo auditor externo emitió una opinión sin salvedades. Adicionalmente, se considera favorable la contratación de una firma auditora de reconocido prestigio y trayectoria a nivel internacional, lo que fortalece la calidad y credibilidad del proceso de auditoría externa.

De acuerdo con lo indicado por el auditor externo, las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

El presupuesto de la Compañía es estructurado por el departamento financiero con base en los lineamientos establecidos por las gerencias. Posteriormente son presentados ante el Directorio, que lo revisa y tiene la potestad de realizar observaciones; las gerencias analizan los comentarios del Directorio y lo aprueban para que pueda ser cargado al sistema. En caso de existir aumentos de presupuesto posteriores, estos deben ser aprobados por los directores de cada área.

En cuanto a la infraestructura informática, la empresa utiliza el sistema SAP, lo que le permite administrar de manera eficiente e integrada la gestión contable, financiera, operaciones y administrativa.

Lácteos San Antonio mantiene vigentes pólizas de seguro que incluyen las siguientes coberturas: Edificio e Instalaciones, Transporte, Vehículos, Incendio Todo Riesgo, Rotura de Maquinaria, Fidelidad Dinero y/o Valores y Equipo Electrónico, entre otras.

La Compañía cuenta con un Departamento de Auditoría Interna que realiza procesos de revisión recurrentes y sorpresivos a las áreas en las que se identifica riesgos materiales, para lo cual maneja lineamientos formalmente establecidos y aprobados por la administración.

Actualmente, la Compañía se encuentra desarrollando su Plan Estratégico para el período 2026-2035, con el acompañamiento de una firma internacional especializada en consultoría financiera y estratégica. Dicho plan mantiene como pilares fundamentales la familia, la propiedad, el gobierno corporativo, la organización y el liderazgo.

Durante la ejecución del plan estratégico anterior (2022-2025), los principales esfuerzos se orientaron al fortalecimiento de alianzas con canales de distribución estratégicos para la producción de marcas privadas, así como a la expansión de los canales de venta directa en las regiones de la Sierra Norte y la Costa. Adicionalmente, la Compañía reforzó su contribución social mediante su participación en programas estatales de alimentación escolar, segmento que registró un crecimiento acumulado de 1.123,29% durante los últimos cinco años.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para la elaboración del presente informe se utilizaron los estados financieros auditados de Lácteos San Antonio C.A. correspondientes al ejercicio 2025, auditados por la firma PricewaterhouseCoopers Ecuador, preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y acompañados de una opinión sin salvedades.

Asimismo, se consideraron los estados financieros auditados de los ejercicios anteriores: 2022, auditados por el Ec. Marco Peñaloza; 2023, por la Mgs. Tatiana Durán; y 2024, por BDO Ecuador. En todos los casos, los informes de auditoría fueron emitidos sin salvedades.

Adicionalmente, para el análisis de la evolución reciente de la Compañía, se revisaron los estados financieros individuales con corte a abril de 2025 y abril de 2026.

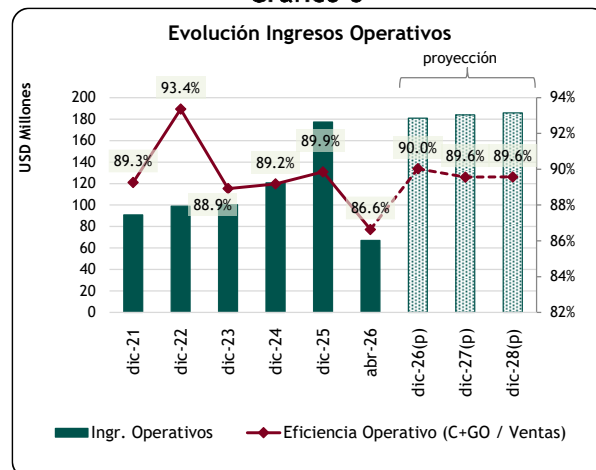
Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los periodos comprendidos entre 2026 y 2028. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

Lácteos San Antonio es una empresa que históricamente ha mostrado una generación

operativa positiva e ingresos incrementales, que en los tres últimos años se atribuyen principalmente a las variaciones en la fabricación de productos para clientes con marcas propias y leche blanca, de sabores, néctares y jugos para el programa de alimentación escolar del Estado (Raciones), a las condiciones macroeconómicas y políticas del país considerando el cambio de gobierno, y a las fluctuaciones del precio de la leche, que es su principal materia prima.

Gráfico 8



Fuente: Lácteos San Antonio C.A. Elaboración: BWR

Nota: Proyecciones ajustadas por BWR. En abril-2026 no se encuentra provisionados el impuesto a la renta y participación a trabajadores.

Entre 2021 y 2025 el crecimiento en ventas de la compañía ha presentado en promedio un crecimiento de 18.8% anual, siendo el año 2025 el mayor crecimiento (+47%) y el 2024 el segundo lugar (+20.2%). Estos porcentajes se relacionan principalmente con las ventas de raciones para el programa de alimentación con el Estado (PAE), que han tenido un incremento de más del 141% respecto al año 2024. Este programa es relevante debido a que la cobertura es a nivel de 12 provincias, como Pichincha, Esmeraldas, Manabí, Santo Domingo de los Tsáchilas, Sucumbíos, Napo, Orellana, Cañar, Azuay y Morona Santiago, en las cuales se entrega en 6,759 instituciones educativas a una población de 1.37 millones de niños. Desde 2016, la compañía ha estado involucrada, en el programa PAE, aunque en años pasados había participado indirectamente, como proveedor de otras empresas no relacionadas que mantenían convenios con el Estado. No obstante, desde 2024, es como proveedor directo.

La alta concentración de sus ingresos con el Estado se mitiga, dentro del período de vigencia del programa de papel comercial calificado, por la importancia estratégica del programa, la posición de liderazgo que mantiene el emisor, la reducida cantidad de participantes en la industria con la capacidad de procesamiento que requiere el programa y la posibilidad de seguir atendiendo al programa de forma indirecta a través de otros

proveedores que postulen para ser contratistas directos del Estado, en el caso de que su participación directa no fuera renovada. Adicionalmente, la licitación para este tipo de convenios se realiza por zona geográfica, lo que permite que la empresa participe en múltiples procesos independientes.

Actualmente el emisor mantiene convenios marco para la provisión de raciones del programa PAE en 4 de las 8 zonas geográficas en las que este se divide, y adicionalmente ofrece la producción para otros participantes. El convenio de dos años vence en junio-2026 y de acuerdo con el emisor existe una alta probabilidad de extensión del contrato por hasta dos años adicionales, en función de las conversaciones existentes con el sector público.

Otro de los rubros más relevantes fue la línea de negocio de fabricación de productos con marca propia para clientes, que alcanzó un crecimiento anual de 102% y en tercer lugar su producto de leche bajo la marca Nutri, con un 15%. Este último producto durante los últimos cinco años ha conservado una importante participación en promedio en el mercado, en especial, en la leche UHT, de alrededor del 18.2%, lo que le ubica como la segunda marca más vendida.

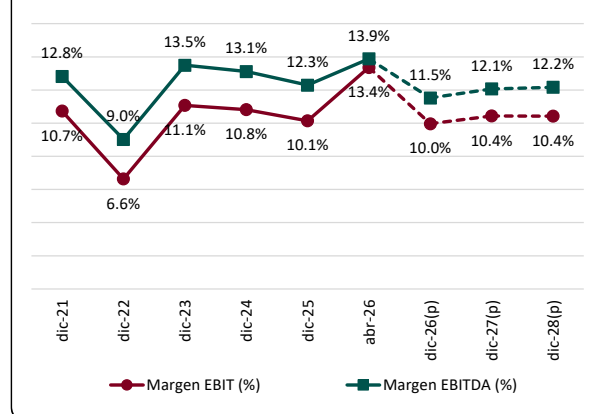
A abril-2026, el total de las ventas mantiene la tendencia de crecimiento interanual (+26.8%). El principal rubro que justifica dicha variación es la mayor venta dentro del programa de alimentación del Estado. Otras líneas con crecimiento relevante son la línea de negocio que permite la fabricación de productos con marca propia para varios clientes del canal moderno (+47.05%) y la venta de leche bajo la marca Nutri (+11.07%).

Para el cierre del año 2026, la proyección considera un escenario pesimista, en el cual el crecimiento anual de las ventas se reduciría a 2%, bajo un escenario de una afectación al convenio con el Estado, que impacte a una de las 4 zonas que mantiene actualmente. Desde el año 2024 este contrato ha incrementado su participación en el total de ventas hasta alcanzar un 48.41% en 2025 y 51.3% a abril 2026. Para los próximos años 2027 y 2028, se suponen crecimientos moderados de 1.35% en promedio. La venta de leche bajo marca Nutri es la segunda más importante después del PAE, con 35.42% de participación.

Con respecto al peso del costo y del gasto operativo, para el cierre año se prevé que el indicador se ubique en niveles similares a sus históricos, considerando el crecimiento moderado y para los próximos años.

Gráfico 9

Evolución EBIT y EBITDA



Fuente: Lácteos San Antonio C.A.

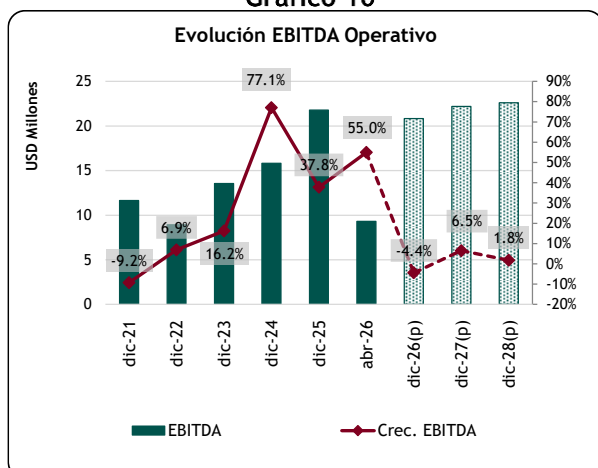
Elaboración: BWR

Al cierre del 2025, el EBITDA representó el 12.3% de las ventas, con una contracción de -0.82 p.p. con respecto al 2024 (13.11%) pese al incremento del resultado operativo (+38.0%). A la fecha de análisis, tanto el margen EBIT como el margen EBITDA muestran una tendencia creciente de recuperación, debido el mayor crecimiento de los ingresos que absorben la de los costos y gastos. Por ende, el margen EBITDA se recupera 2.23 p.p. respecto a abril 2025.

Cabe mencionar que, la diferencia entre el EBIT y el EBITDA se explica principalmente por los gastos financieros por los arriendos activados respecto a la maquinaria, así como por los gastos de depreciación y amortización y demás rubros que no representan salidas de efectivo en el periodo y, por tanto, se adicionan en el cálculo del EBITDA.

Para 2026 se proyecta un EBITDA ligeramente menor al del año precedente (-4.4%) y un margen EBITDA de 11.52% suponiendo un margen bruto similar al año 2025, y un mayor peso del gasto de operación respecto a las ventas, y un crecimiento conservador de los ingresos de un 2%.

Gráfico 10



Fuente: Lácteos San Antonio C.A. Elaboración: BWR. Nota: Proyecciones ajustadas por BWR

Por otra parte, el ROA y el ROE anualizado promedio a abril 2026, se ubican en 18.08% y 39.77% respectivamente, lo cual refleja una alta capacidad del negocio de generar resultados para sus accionistas y con relación a sus activos.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

ACTIVOS						
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	abr-26
Total Activo Corriente	35.7%	33.7%	45.8%	58.6%	63.4%	66.8%
Fondos Disponibles	1.7%	2.6%	3.6%	5.3%	3.1%	1.7%
Inversiones corto plazo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	11.1%
CxC Comerciales	20.5%	16.0%	17.3%	33.5%	29.9%	41.2%
Inventarios Neto	10.8%	11.8%	9.7%	13.0%	10.9%	8.8%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos anticipados	0.8%	0.5%	0.1%	2.9%	4.6%	2.6%
Otros activos corrientes	1.9%	2.8%	15.0%	4.0%	2.4%	1.2%
Total Activo No Corriente	64.3%	66.3%	54.2%	41.4%	36.6%	33.2%
Propiedad, planta y equipo	47.3%	51.2%	51.9%	39.7%	34.7%	31.5%
Inventarios no corrientes	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Propiedades de inversión	14.9%	14.0%	1.6%	1.2%	1.0%	0.7%
Activos Intangibles y Diferidos	1.6%	0.6%	0.3%	0.0%	0.7%	0.5%
Otros activos	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	0.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO						
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	abr-26
Total Pasivo Corriente	13.1%	17.1%	15.8%	26.7%	26.9%	32.3%
Deuda Financiera CP	3.4%	3.4%	3.5%	11.0%	10.4%	10.3%
Deuda Comercial	5.5%	5.8%	4.2%	12.8%	13.4%	13.8%
Pasivo por arrendamiento	0.5%	0.4%	0.4%	0.0%	0.2%	0.1%
Otros Pasivos CP	3.7%	7.6%	7.7%	2.9%	3.0%	8.0%
Total Pasivo LP	13.9%	20.0%	19.8%	24.2%	27.6%	30.3%
Deuda Financiera LP	8.6%	15.7%	16.0%	21.4%	25.2%	27.6%
Otros pasivos LP	3.7%	3.8%	3.7%	2.8%	2.1%	2.3%
Pasivo por arrendamiento	1.5%	0.5%	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%
PATRIMONIO	73.0%	62.9%	64.4%	49.1%	45.5%	37.4%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Lácteos San Antonio C.A.
Elaboración: BWR

La Compañía ha mantenido históricamente una porción mayoritaria de activos en el corto plazo, y se observa una disminución paulatina en el peso del activo con plazo mayor a un año principalmente en los activos fijos debido a la relevante depreciación acumulada.

Con respecto a la capacidad de los activos para ser liquidados, el 66.8% se encuentra clasificado como activo corriente. Las cuentas por cobrar no relacionadas son las que mayor participación tienen dentro del activo corriente, seguido por los inventarios, que se componen principalmente de materiales, insumos, mercaderías y repuestos. Por la naturaleza de los activos pertenecientes a esta clasificación, se estima que sean recuperables a corto plazo, a diferencia de los activos mencionados en el párrafo anterior, que por ser de largo plazo no se puede anticipar el tiempo y condiciones de liquidación, en caso de requerirse.

En cuanto a la calidad de los principales activos, las cuentas por cobrar se miden inicialmente a su valor razonable más los costos atribuibles a la transacción, posteriormente se registran a costo amortizado; la provisión por incobrables, que a la fecha de corte representó el 2.9% del total de la cartera, se lo calcula considerando la pérdida esperada. Los inventarios por su parte son contabilizados inicialmente a su costo y posteriormente se determina su valor por el método promedio ponderado y se miden al menor entre el costo y el valor neto realizable. La propiedad, planta y equipo inicialmente se reconocen a su costo, y para mediciones posteriores se emplea el modelo de revaluación y el modelo del costo, dependiendo de la naturaleza del activo. Los activos fijos son depreciados de acuerdo con la vida útil establecida y se los da de baja por retiro o venta, lo que garantiza que el saldo contemplado en libros se encuentre razonablemente presentado.

Según las cifras al corte, la cartera está relacionada directamente al giro del negocio. Se advierte una tendencia de las cuentas por cobrar a incrementar su participación en el activo, situación relacionada a las mayores ventas al sector público, aunque, de acuerdo con la información suministrada por el emisor, su cobranza se está realizando con normalidad, por lo que el aumento de plazo promedio responde a la operatividad normal con dicho sector. También es importante indicar que dentro de las inversiones de corto plazo se registran bonos del Estado ecuatoriano, que el emisor ha recibido como parte de pago, y que este ha ido liquidando paulatinamente.

En el caso de los inventarios, estos fluctúan estacionalmente, aunque por su naturaleza perecible estos se adaptan rápidamente a la demanda del mercado. En la proyección ajustada por BWR se incluye de forma conservadora un indicador de 49 días, que corresponde a un promedio de los últimos 3 años completos.

En el activo no corriente, el principal rubro lo constituye la propiedad, planta y equipo. Hasta 2022 dentro de las propiedades de inversión se encontraban las acciones de la compañía Agrícola San Antonio S.A.S (USD 10.19MM), que fueron transferidas a su holding en 2023. A abril 2026, únicamente mantiene participaciones minoritarias en Banco de Austro, Corporación Favorita, Cámara de Industrias (Sofei S.A.), Hidro-Omega S.A., Hydrobeta S.A.S., e Hidrogamma S.A.S. Cada una de las participaciones corresponde a un porcentaje menor al 3.17%.

La empresa mantiene una sólida posición patrimonial dado los resultados positivos acumulados y niveles de endeudamiento adecuados con terceros, lo que refleja solvencia y una posición conservadora respecto al manejo financiero de la organización.

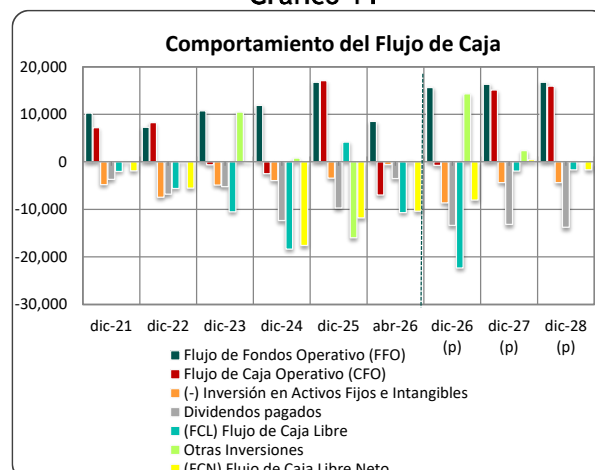
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Históricamente, la empresa ha generado flujos de fondos operativos (FFO) positivos que le han permitido cubrir, en la mayoría de periodos, los requerimientos de capital de trabajo del negocio y las inversiones en activos fijos. La mayoría del flujo libre, luego de cubrir las necesidades del negocio, ha sido destinado al pago de dividendos a los accionistas.

A diciembre de 2025, la Compañía registró un flujo de caja operativo amplio, que superó las necesidades de CAPEX y los dividendos pagados; no obstante, el emisor realizó la cobranza al Estado con bonos del Estado que al cierre de año alcanzaron USD 16.36MM, por lo cual tuvo que requerir a financiamiento financiero adicional por USD 9.65MM.

Al corte de abril 2026, debido principalmente a una relevante variación del capital de trabajo por el incremento de las cuentas por cobrar al Estado, el flujo de caja operativo es negativo en USD 6.97MM, generó una necesidad de flujo de caja libre neto por USD 10.71MM, que se cubre principalmente con mayor deuda financiera. Hasta fin de año, se espera que dicha necesidad disminuya, a través de la venta de las inversiones en bonos, que la compañía ha empezado a liquidar.

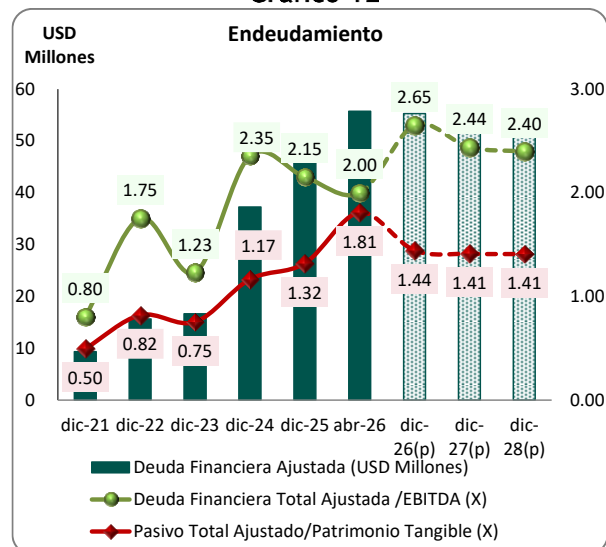
Gráfico 11



Las inversiones en CAPEX han promediado USD 4.8MM en los últimos 4 años, siendo el año 2022 el período de mayor inversión (USD 7.43MM). Para los próximos años se han incluido inversiones de capital por USD 5.8 millones en promedio.

A diciembre de 2025, la Compañía distribuyó dividendos por USD 9.72 millones. Históricamente, ha mantenido una política de reparto de aproximadamente el 100% de los resultados del ejercicio, que se espera que se mantengan dentro del período evaluado, siempre que el flujo de caja lo permita.

Gráfico 12



La Compañía mantiene obligaciones financieras por USD 55.71 millones. Si bien la deuda financiera se ha mostrado una tendencia a incrementarse desde el 2024, aunque se mantiene aún en niveles controlados. Durante los últimos cinco años, el indicador de deuda financiera ajustada sobre EBITDA registró un promedio de 1.66 veces, alcanzando su nivel más bajo en 2021, cuando se

ubicó en 0.80 veces. No obstante, las necesidades recurrentes de financiamiento para cubrir los requerimientos de capital de trabajo, la distribución de dividendos y las inversiones de capital (CAPEX) han impulsado un incremento gradual del apalancamiento financiero. Como resultado, a la fecha de corte el indicador se sitúa en 2.0 veces, y se espera que alcance su pico hasta finales de 2026, para luego empezar a disminuir nuevamente.

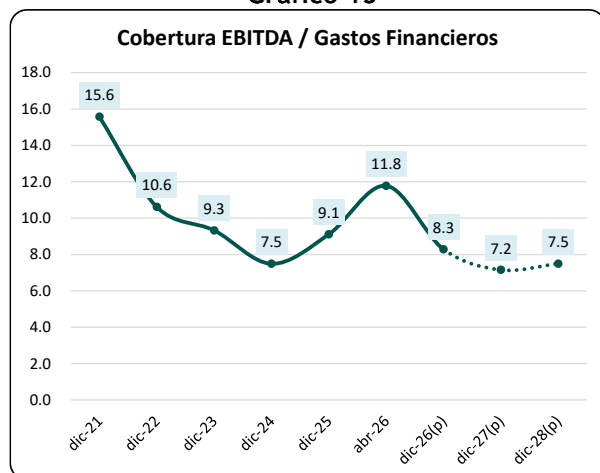
Su deuda financiera se encuentra distribuida entre instituciones financieras locales y del exterior, y mantiene una estructura de amortización repartida principalmente en el largo plazo, lo cual le da al emisor mayor flexibilidad para gestionar su liquidez.

A la fecha de análisis, la Compañía registra una utilización del 83% sobre el total de las líneas aprobadas, lo que le permitiría acceder a recursos adicionales en caso de requerir liquidez para sus operaciones o inversiones. Adicionalmente, a través de su participación en el mercado de valores, mejorará la diversificación de sus fuentes de fondeo.

En el caso del endeudamiento financiero frente al patrimonio tangible, este se mantiene en alrededor de 1.81 veces al corte de abril 2026.

Capacidad de Pago y Liquidez

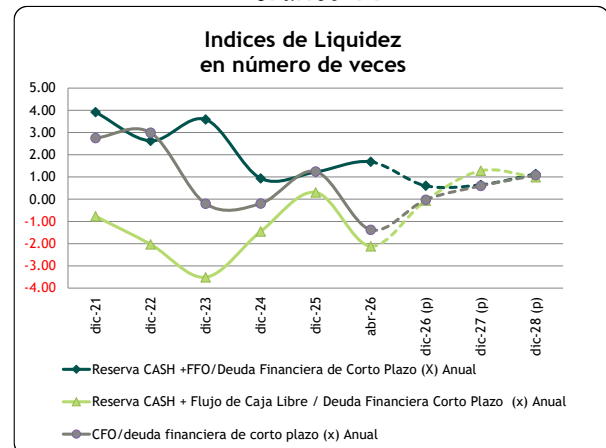
Gráfico 13



Fuente: Lácteos San Antonio C.A. Elaboración: BWR
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR

La cobertura del gasto financiero se ha mantenido históricamente en niveles holgados. A la fecha de corte la compañía mantiene una cobertura de 11.8 veces, aunque la proyección de fin de año considera que contraerá en función a la mayor necesidad de financiamiento. No obstante, dicho indicador se mantendría en niveles saludables, que le otorgan una adecuada flexibilidad financiera.

Gráfico 14



Fuente: Lácteos San Antonio C.A. Elaboración: BWR
Nota: Proyecciones ajustadas por BWR

Los indicadores de liquidez no incluyen las líneas de crédito disponibles, ya que la calificadora considera que la disponibilidad de créditos generalmente estará sujeta a la liquidez de la economía y al entorno económico.

En un escenario en el que no se renovara su participación directa en el programa PAE para el año 2027, se espera que el menor ingreso operativo se compense con los flujos procedentes de la liberación de capital de trabajo y la disminución de gastos operativos a niveles cercanos a los del año 2023. Bajo estos supuestos, la compañía mantendría capacidad para cancelar sus obligaciones de corto plazo y adaptar su operación al nuevo volumen de negocios. El hecho de que la mayor proporción de materia prima es adquirida a terceros, le otorga mayor flexibilidad para reducir su operación ante este tipo de contingencias, y adicionalmente, la entidad podría compensar parcialmente el volumen de dicho negocio a través de la participación en su línea de negocio de fabricación a otros proveedores directos del Estado como los que se mantuvieron desde 2017 hasta julio de 2024.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

A continuación, se detalla la prelación de los pasivos, en caso de liquidación, en el cual el papel comercial analizado se encontraría en la tercera prelación:

Fecha de corte	abr-26
Activo Ajustado (USD M)	142,584
Activo Total (USD M)	146,821

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	5,289	5,289	26.96
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	55,719	61,009	2.34
3era	Deuda sin garantía específica de balance	30,837	91,846	1.55
TOTAL		91,846	91,846	1.55

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.55 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, inversiones en acciones y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

La emisión tiene garantía general, por tanto, está garantizada con los activos libres de la empresa.

A la fecha de corte, los activos de la empresa en su mayor parte son de naturaleza operativa. Se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

RESGUARDOS

Para el programa de papel comercial analizado en este estudio, Lácteos San Antonio C.A. se obliga a establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1. 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. A la fecha de corte el emisor confirma que este indicador es de 1.55.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. A la fecha de corte el indicador alcanza 7.37.

De acuerdo con la Resolución 548-2019-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los activos depurados se entienden como el 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, independiente de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias y de terceros; cuentas o documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales y extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido al programa de papel comercial. Estos resguardos podrán ser fortalecidos al solo criterio del representante legal del emisor o de quien los reemplace en virtud de las disposiciones estatutarias.

Por otro lado, el emisor definió los siguientes límites de endeudamiento financiero, que deben ser calculados anualmente en cada período fiscal:

- Relación de deuda financiera/ EBITDA no mayor a 2.80 veces. De acuerdo con la información entregada por la Casa de Valores según el calculado establecido a dic.-2025 registró un valor de 2.02.

El monto total del programa calificado que se encuentra vigente representa el 27.3% del patrimonio de Lácteos San Antonio C.A. a abril 2026, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

La compañía Lácteos San Antonio C.A., se compromete expresamente a mantener en todo momento activos libres de gravamen, de limitación al dominio, de prohibición de enajenar y/o prenda necesarios y suficientes con el objeto de que la relación activos libres de gravamen / obligaciones en circulación, se encuentren en todo momento en los montos y/o niveles establecidos por la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), y en la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, durante la vigencia de la primera emisión de obligaciones de Papel Comercial que está realizando la empresa. Para el efecto, la compañía se compromete a reponer, reemplazar, los activos que se enajenen, transfieran, transformen, deterioren o destruyan, por otros de igual o similar naturaleza a los detallados más



adelante, cuyo valor permita cubrir la relación establecida por la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, durante la vigencia de la emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial que está realizando la empresa. Inicialmente los activos que respaldan el programa de emisión de papel comercial son:

Descripción	Valor Contable
Cuentas por cobrar clientes	10,000,000
Inventario	5,000,000
TOTAL	15,000,000

El emisor certifica que a la fecha de calificación las obligaciones con el sistema financiero se mantienen al día.

**POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO,
PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS
VALORES**

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso,

es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

Puesto que esta es la primera incursión de la compañía en el mercado de valores, todavía no se observan negociaciones de sus valores.

Atentamente,

Patricio Baus Herrera

Gerente General

LÁCTEOS SAN ANTONIO C.A.								PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	abr-25	dic-25	abr-26	dic-26	dic-27	dic-28
Resumen Balance										
Caja y Equivalentes de Caja	1,357	2,128	3,084	6,117	7,249	4,109	2,532	4,431	3,722	2,064
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,963	13,160	14,752	38,401	42,450	39,398	60,547	50,918	51,815	52,351
Inventarios	8,548	9,831	8,383	14,979	13,472	14,507	13,066	17,711	18,011	18,190
Activos fijos	36,867	42,129	44,175	45,560	45,793	45,703	46,270	51,649	53,151	54,431
Otros Activos	15,174	14,958	14,801	9,643	11,634	27,876	24,406	13,568	11,217	11,224
Total Activos	77,908	82,206	85,195	114,700	120,598	131,595	146,821	138,277	137,914	138,260
Cuentas por Pagar Proveedores	4,303	4,742	3,592	14,633	14,602	17,603	20,266	16,173	16,448	16,612
Deuda Financiera Total	9,348	15,655	16,643	37,241	42,387	46,907	55,719	55,255	54,120	54,152
Deuda Financiera Total Ajustada	9,348	15,655	16,643	37,241	42,387	46,907	55,719	55,255	54,120	54,152
Deuda Financiera Corto Plazo	2,612	2,764	2,990	12,647	8,587	13,692	15,166	25,903	25,350	14,735
Deuda Financiera Largo Plazo	6,735	12,891	13,654	24,594	33,800	33,215	40,554	29,352	28,770	39,417
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	7,367	10,082	10,074	6,473	11,488	7,249	15,860	7,196	7,123	7,048
Total Pasivos	21,018	30,480	30,309	58,347	68,477	71,759	91,846	78,625	77,691	77,812
Patrimonio	56,890	51,727	54,886	56,353	52,122	59,836	54,975	59,652	60,224	60,448
Resumen de Resultados										
Ventas	90,880	99,002	100,365	120,616	52,825	177,274	66,981	180,820	183,893	185,732
Costo de ventas	-64,053	-72,789	-71,003	-83,384	-37,601	-126,897	-48,418	-129,382	-131,582	-132,897
Egresos operativos	(17,073)	(19,640)	(18,243)	(24,181)	(9,363)	(32,396)	(9,613)	(33,415)	(33,117)	(33,465)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9,755	6,574	11,118	13,051	5,860	17,980	8,950	18,023	19,195	19,370
Ingresos y gastos no operativos neto	333	300	227	412	393	237	350	374	476	480
Gasto Financiero del período	(844)	(909)	(1,484)	(2,124)	(767)	(2,430)	(804)	(2,516)	(3,102)	(3,012)
Impuesto a la renta	-1,637	-716	-1,166	-1,621	-	-2,430	-	(2,670)	(2,785)	(2,831)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	19,839	5,260	8,713	9,857	5,486	13,338	8,496	13,173	13,745	13,969
Otros resultados integrales	12,232	11	18	140	0	-19	0	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	19,839	5,260	8,713	9,857	5,486	13,338	8,496	13,173	13,745	13,969
Resumen Flujo de Caja										
EBITDA OPERATIVO	11,652	8,932	13,544	15,818	6,002	21,796	9,300	20,838	22,195	22,591
(-) Gasto Financiero del período	-748	-841	-1,452	-2,110	-766	-2,392	-789	-2,516	-3,102	-3,012
(-) Impuesto a la renta del período	-664	-830	-1,356	-1,833	0	-2,660	0	-2,670	-2,785	-2,831
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	10,239	7,261	10,736	11,874	5,235	16,744	8,511	15,653	16,308	16,748
(-) Variación Capital de Trabajo	-3,049	1,011	-11,350	-14,385	-3,089	342	-15,478	-16,384	-1,172	-804
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	7,190	8,272	-614	-2,510	2,146	17,086	-6,968	-731	15,135	15,944
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	333	300	227	412	393	237	444	468	476	480
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	-94	-94	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-1,021	43	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-3,706	-6,796	-5,225	-12,347	-4,000	-9,717	-3,500	-13,357	-13,173	-13,745
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-4,812	-7,433	-4,895	-3,934	-532	-3,240	-588	-8,628	-4,369	-4,369
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0	-195	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-2,015	-5,614	-10,507	-18,379	-1,993	4,171	-10,706	-22,343	-1,931	-1,690
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	43	6,308	988	20,616	5,127	9,647	8,813	8,349	-1,135	32
OTRAS INVERSIONES NETO	109	77	10,474	795	-2,001	-15,988	315	14,315	2,358	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	163	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1,863	771	956	3,033	1,132	-2,007	-1,578	321	-709	-1,657
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO	1,357	2,128	3,084	6,117	7,249	4,109	2,532	4,431	3,722	2,064
Indicadores										
Patrimonio Tangible	42,356	37,175	40,212	50,032	45,146	54,358	50,738	54,482	55,047	55,264
% crecimiento en ingresos operativos	-1.7%	8.9%	1.4%	20.2%	31.4%	47.0%	26.8%	2.0%	1.7%	1.0%
MARGEN EBIT (%)	10.7%	6.6%	11.1%	10.8%	11.1%	10.1%	13.4%	10.0%	10.4%	10.4%
MARGEN EBITDA (%)	12.8%	9.0%	13.5%	13.1%	11.4%	12.3%	13.9%	11.5%	12.1%	12.2%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	14.69	9.63	8.39	6.63	7.83	8.00	11.78	7.22	6.26	6.56
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	15.58	10.62	9.33	7.50	7.83	9.11	11.78	8.28	7.16	7.50
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.58	10.62	9.33	7.50	7.83	9.11	11.78	8.28	7.16	7.50
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.80	1.75	1.23	2.35	2.35	2.15	2.00	2.65	2.44	2.40
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.80	1.75	1.23	2.35	2.35	2.15	2.00	2.65	2.44	2.40
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	0.69	1.51	1.00	1.97	1.95	1.96	1.91	2.44	2.27	2.31
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	14%	23%	23%	40%	45%	44%	50%	48%	47%	47%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	3.92	2.63	3.59	0.94	1.83	1.22	1.68	0.60	0.64	1.14
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	2.75	2.99	-0.21	-0.20	0.75	1.25	-1.38	-0.03	0.60	1.08
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	-0.77	-2.03	-3.51	-1.45	-0.70	0.30	-2.12	-0.86	-0.08	-0.11
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.73	-2.00	-0.01	-1.39	-1.40	-0.86	-2.06	-0.31	0.02	-0.11

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2026.