

**CALIFICACIÓN:**

Primera Papel Comercial	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	n/a

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

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

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

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

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

**CONTACTO**

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

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

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para el Primer Programa de Papel Comercial de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. en comité No. 317-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 12 de diciembre de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos: 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha octubre de 2022 y 2023. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas el 24 de noviembre de 2023 por un monto de hasta USD 4.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- En 2022, la industria manufacturera aportó anualmente con más de USD 8.000 millones al PIB real de la economía ecuatoriana, lo que implicó una participación de 11,6%, convirtiéndola en una de las más representativas en cuanto a la producción de bienes y servicios. A pesar de que el sector presentó una variación anual positiva de 0,65% en el segundo trimestre de 2023, el BCE no prevé un crecimiento significativo hasta cerrar el año, considerando que el aumento de la inflación en 2022 tuvo un impacto directo en el sector puesto que elevó los costes de producción.
- En el caso de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. el enfoque en la producción de material gráfico y artículos impresos ha desempeñado un papel vital en la cadena de suministro de diversas empresas y sectores. La empresa se encuentra en un mercado altamente competitivo, donde la calidad, la innovación y la eficiencia son factores clave para mantener su posición en la industria de la manufactura gráfica. A través de la diversificación de las líneas de negocio, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. ha demostrado su capacidad para adaptarse a las cambiantes demandas del sector y destacarse entre sus competidores.
- ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. cuenta con una trayectoria de más de 100 años en el mercado de impresiones y soluciones gráficas en Ecuador. Actualmente opera bajo las decisiones que toma la Junta de Accionistas, no obstante, se ha ratificado la decisión activar nuevamente el directorio entre enero y febrero de 2024, con el fin de colaborar en la gobernanza de la organización para alcanzar las metas y objetivos establecidos, lo que refleja el compromiso con altos estándares de ética empresarial, transparencia y responsabilidad social. Además, cuenta con un equipo gerencial altamente calificado que se reúne de forma periódica para analizar presupuestos e indicadores de gestión, lo que asegura que la empresa mantenga objetivos claros y alcance un desempeño óptimo.
- La empresa ha demostrado un crecimiento constante en los ingresos, impulsado en gran medida por su enfoque en la línea de litografía industrial y publicitaria, lo que representa una parte significativa de sus ventas totales. La introducción de su nueva línea de negocios "Soy Verde Industrial" también denota su habilidad para diversificarse en respuesta a las cambiantes demandas del mercado, consecuentemente las ventas incrementaron 4,85% para 2022. Además, la inversión en maquinaria moderna y eficiente, puesta en funcionamiento en 2022, ha mejorado su competitividad al reducir los costos de producción. Esta inversión es un factor clave detrás de la disminución de los costos de ventas en comparación con el año previo, que para octubre de 2023 fue de 75,65%, mientras que para 2022 fue de 79,74%.
- ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. ha fortalecido su estructura patrimonial mediante un aumento de capital social llevado a cabo en marzo de 2022, lo que ha permitido reducir el nivel de apalancamiento en comparación con el año previo. Además, cuenta con una mayor capacidad financiera para invertir en proyectos y expandir sus operaciones con menor financiamiento externo.
- ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. ha mantenido una estrategia financiera sólida y sostenible, basada en mejorar las relaciones con proveedores y optimizar la gestión de pagos, generando flujos operativos positivos en 2020 y 2021. Sin embargo, en 2022, debido a la expansión y la introducción de nuevas líneas de negocio, la empresa generó flujos operativos negativos, financiando esta expansión mediante financiamiento con instituciones financieras, lo que resultó en un flujo de financiamiento positivo. Esta estrategia ha sido coherente con los objetivos de crecimiento y diversificación de la empresa, demostrando su capacidad para asegurar el financiamiento necesario para respaldar su expansión y adaptarse a un mercado en constante cambio.
- Bajo un escenario conservador que considera el comportamiento pasado de la empresa y la economía del país en general, las proyecciones realizadas prevén resultados constantemente positivos lo que permitiría una cancelación oportuna de la deuda con costo de la compañía, incluyendo el instrumento en análisis.

- El instrumento bajo análisis se encuentra debidamente estructurado y cuenta con compromisos adicionales respecto a limitar el endeudamiento y a mantener una cobertura de pasivos no renovables mayores a la unidad.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., empresa con más de 100 años de experiencia en el mercado ecuatoriano, se ha consolidado como un referente en la industria gráfica. Su compromiso con la excelencia y la adaptación constante a las cambiantes demandas del mercado la han convertido en una compañía versátil que no solo ofrece servicios de impresión, sino soluciones gráficas integrales.

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. ha experimentado un crecimiento constante en los ingresos, impulsado principalmente por las ventas de la línea de litografía industrial y publicitaria. En 2022, la empresa continuó esta tendencia positiva, con un aumento de 4,85% en los ingresos en comparación con el año anterior, alcanzando USD 30,56 millones. Además de la línea principal, la empresa incursionó con éxito en el mercado de empaques biodegradables ecológicos a través de su nueva línea de negocio "Soy Verde Industrial". Las ventas de litografías industriales y publicitarias siguieron siendo la fuerza impulsora de los ingresos en 2022, representando 71,12% de las ventas totales.

La inversión en nueva maquinaria adquirida por ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. en 2021, puesta en funcionamiento en marzo de 2022, ha sido un factor determinante en la reducción de los costos de producción. Esta maquinaria ha permitido a la empresa mejorar significativamente su eficiencia en la producción y ha llevado a una disminución en los costos asociados a la fabricación. La comparación interanual del costo de ventas muestra que su participación para octubre de 2023 (75,65%) fue inferior a la de octubre de 2022 (79,74%).

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. experimentó un cambio significativo en su utilidad antes de participación e impuestos en el período de 2020 a 2023. En 2020, obtuvo una utilidad de USD 19,47 mil, pero enfrentó una pérdida en 2021 de aproximadamente USD 726 mil debido fundamentalmente a un incidente específico de desabastecimiento de materia prima *polyboard* producida por el incumplimiento del proveedor. Sin embargo, la empresa se recuperó para diciembre de 2022, generando una utilidad de USD 160 mil, lo que representó un retorno sobre el patrimonio (ROE) de 0,83%. Esta tendencia positiva continuó en octubre de 2023, con un ROE de 2,86%.

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. experimentó variaciones en sus activos en los últimos años, con una disminución en 2021 y un crecimiento significativo en 2022 debido a la expansión de nuevas líneas de negocio. La mayoría de sus activos se concentran en inventarios, cuentas por cobrar, activos fijos y terrenos. Además, mejoró su índice de liquidez, pasando de 0,98 en promedio en 2020-2021 a 1,07 en 2022, y alcanzando 1,20 en octubre de 2023, lo que demuestra una gestión financiera más sólida.

La gerencia de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. se encarga de gestionar el riesgo de crédito de los clientes siguiendo políticas establecidas. El índice de *Herfindahl* muestra la ausencia de riesgo de concentración reflejando una diversificación adecuada de clientes. La cartera históricamente se centra en cuentas vigentes, representando 76,88% en 2022, y mantiene una provisión por deterioro de cartera que cubriría aproximadamente 60,76% de las cuentas vencidas a más de 360 días. Además, cuenta con un seguro de crédito comercial con Mapfre Atlas S.A. que cubre 80% de las cuentas por cobrar comerciales, mitigando el riesgo crediticio. En octubre de 2023, las cuentas por cobrar crecieron 13,30% frente a octubre 2022, período en el cual también se experimentó un alza en el tiempo necesario para la recuperación de cartera (80 días vs. 71 días). No obstante, esta cifra contrastada con los 124 días de pago refleja una dinámica favorable en los flujos operativos.

Entre 2020 y 2021, los pasivos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. estuvieron concentrados en el corto plazo, con un promedio de 61,49% del total. En diciembre de 2022, esta concentración disminuyó a 58,69%, con un predominio de obligaciones bancarias (25,02%) y cuentas y documentos por pagar comerciales a corto plazo (23,85%). La empresa se ha financiado principalmente a través de obligaciones bancarias de corto y

largo plazo, apalancamiento con proveedores y emisión de obligaciones en el Mercado de Valores, que representaron 84,02% de los pasivos al final de 2022 y 86,95% en octubre de 2023. El financiamiento con costo ha sido la principal fuente de financiamiento externo, respaldando inversiones en inventarios, materia prima y activos fijos.

En 2020 y 2021, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. mantuvo flujos de efectivo operativos positivos, gracias a su estrategia de mejora en las relaciones con proveedores, lo que le permitió financiar proyectos de inversión y reducir deuda, resultando en una disminución de los pasivos totales (-5,96%). Sin embargo, en 2022, los flujos operativos fueron negativos debido a mayores inversiones en inventarios y maquinaria para respaldar la expansión de la empresa y la introducción de nuevas líneas de negocio. Para financiar esta expansión, la empresa emitió obligaciones, lo que generó un flujo de efectivo positivo por financiamiento y un aumento en los pasivos, incluyendo más financiamiento a corto plazo con entidades financieras.

En 2022, ARTES GRÁFICA SENEFELDER C.A. presentó un nivel de apalancamiento de 2,69, lo que indica que la empresa ha utilizado deuda para financiar una parte de los activos. Comparado con el año anterior, el apalancamiento disminuyó, mostrando una tendencia favorable. En promedio, el patrimonio de la empresa financió alrededor de 25,03% de sus activos durante el período de 2020 a 2022. El patrimonio aumentó gracias a un incremento de capital en 2022 que representó 34,19% del total del patrimonio en ese año y por la revaluación de propiedades en USD 2.76 millones. En octubre de 2023, el patrimonio continuó creciendo debido a las ganancias del período, alcanzando USD 11,98 millones.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	OCTUBRE 2022	OCTUBRE 2023
	REAL			PROYECTADO				INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	27.952	29.146	30.561	29.644	31.127	32.683	34.317	23.945	24.161
Utilidad operativa (miles USD)	558	725	1.652	2.453	3.000	3.127	3.259	1.216	2.059
Utilidad neta (miles USD)	64	(681)	97	538	914	868	960	161	285
EBITDA (miles USD)	1.482	1.712	2.634	3.106	3.705	3.860	4.014	1.216	2.113
Deuda neta (miles USD)	14.987	12.095	18.272	20.579	19.091	19.622	19.295	15.941	20.812
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	4.434	3.463	(559)	(4.623)	1.529	703	1.289	(1.135)	(3.943)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	2.167	(334)	5.356	8.340	8.581	9.480	9.954	4.532	7.946
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	7.888	6.612	5.700	9.217	12.003	6.045	10.649	5.839	9.494
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,19	0,26	0,46	0,34	0,31	0,64	0,38	0,21	0,22
Capital de trabajo (miles USD)	(252)	(391)	1.231	4.801	8.572	7.660	12.876	3.599	3.979
ROE	0,66%	-7,70%	0,83%	4,40%	6,95%	6,19%	6,41%	2,09%	2,86%
Apalancamiento	3,11	3,23	2,69	2,71	2,40	2,44	2,25	3,31	2,83

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020, 2021 y 2022 y estados financieros internos octubre 2022 y 2023.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones emitidas por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. ofrecen una visión para el futuro de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. en un escenario moderadamente conservador. Es importante resaltar que estas proyecciones están sujetas a una serie de variables y condiciones que podrían cambiar por factores tanto internos como externos, como cambios en el marco legal, la economía, la política y el mercado financiero los que podrían influir en el comportamiento real de la empresa y hacer que las estimaciones varíen.

Basándose en el historial de desempeño y las cifras de ventas de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. hasta octubre de 2023, se prevé una disminución del 3% en sus ventas para el cierre de 2023 debido a posibles problemas de escasez de materias primas. Sin embargo, se proyecta un aumento del 5% en las ventas en los años siguientes hasta 2026.

En términos de costos, se espera que la proporción de costos de ventas respecto a las ventas sea de 76% en 2023, con una reducción prevista a 74% en los años posteriores debido a optimizaciones y estabilidad en los costos.

Los gastos financieros estarán influenciados por emisiones de obligaciones y programas de papel comercial, así como por adquisiciones de deuda bancaria y otros tipos de financiamiento. Se prevé un EBITDA que cubrirá los gastos financieros 1,93 veces en 2023 y más de 2 veces en los años siguientes.

Con respecto al índice de liquidez, se estima que para el año 2023 se mantendrá en 1,24. Este resultado se fundamenta en la colocación de la Quinta Emisión de Obligaciones, lo que se refleja en el aumento de la deuda. Adicionalmente, se proyecta que hasta el 2026 el índice de cobertura de pasivos no renovables será superior a uno.

En resumen, con un enfoque conservador en sus proyecciones y el contexto del mercado, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. considera que ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. tiene la capacidad de generar flujos que permitirían cubrir sus obligaciones de corto y largo plazo.

## FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Dependencia en exportaciones de *commodities* y los ingresos estatales ligadas al petróleo, hacen a la economía ecuatoriana vulnerable a las fluctuaciones de precios de las materias primas, al igual que a las tasas de cambio entre divisas, lo que podría generar dificultades de abastecimiento y/o venta. La empresa mitiga este riesgo a través de una adecuada diversificación de proveedores y clientes.
- La inestabilidad política afecta la inversión extranjera directa y el establecimiento de nuevas empresas. Además, ante mayor incertidumbre política, las arcas fiscales también resultan afectadas puesto que se incrementa los costos de financiamiento en el exterior. Los desequilibrios fiscales en Ecuador, como altos déficits presupuestarios y creciente deuda pública, pueden limitar la inversión pública y afectar la estabilidad económica. Sin embargo, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. ha demostrado resiliencia frente a acontecimientos exógenos (como la pandemia) lo que contribuye a mitigar el riesgo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene variedad de productos en cada una de líneas de negocio y una adecuada diversificación entre proveedores que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía mantiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas. Así mismo, las operaciones de la compañía involucran también a proveedores del exterior con los que sostiene una relación definida y estructurada.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos para proteger la información, así como aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin pérdida de la información.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Los activos son principalmente: inventario y cartera comercial. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de mercado. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de los activos que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de los flujos propios de la operación. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo al evitar la concentración. Por otra parte, la empresa mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera lo que evita el riesgo de cartera vencida e incobrabilidad con el consiguiente deterioro y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. Se considera que toda la cartera es de recuperación relativamente rápida y está sujeta a un seguimiento continuo y cercano.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos con la aseguradora Mapfre Atlas Cía. De Seguros.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 1,16 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden al 2,53% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión no es representativo y si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no existiría un efecto negativo en los flujos de la empresa. Sin embargo, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas, manteniendo un riguroso proceso de cobranza.

## INSTRUMENTO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	4.000.000	Hasta 359	720	Al vencimiento	Cupón Cero
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 de la Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	Destinados a financiar requerimientos de capital de trabajo consistente en adquisición de materia prima para las diversas líneas de producción.					
Estructurador Financiero	Orión Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Orión Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>					
Límite de Endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>La relación de deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar el 70% durante la vigencia de la emisión.</li> <li>Limitar la distribución de dividendos al 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión.</li> </ul>					
Compromisos Adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>Limitar el endeudamiento, manteniendo un apalancamiento (pasivo total/patrimonio) igual o menor a 3.</li> <li>Mantener cobertura de pasivos no renovables (obligaciones de corto plazo con el Mercado de Valores y gastos financieros) mayor a 1.</li> </ul>					

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de la Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



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

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