

**SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL – ARTES GRÁFICAS  
SENEFELDER C.A.****Información general:**

<b>Instrumento</b>	<b>Segundo Programa de Papel Comercial - SENEFELDER</b>
<b>Sector</b>	Manufactura
<b>Corte de información</b>	Estados financieros no auditados al 31 de mayo de 2025
<b>Revisión</b>	Calificación Inicial
<b>Fecha de comité anterior</b>	NA
<b>Calificación anterior</b>	NA
<b>Fecha de comité</b>	14 de julio de 2025
<b>Lugar</b>	Quito - Ecuador

**CALIFICACIÓN ASIGNADA****AA+****Definición de la categoría:**

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

*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.*

**Equipo de análisis:****Fabián Uribe**  
[furibe@union-ratings.com](mailto:furibe@union-ratings.com)[www.union-ratings.com](http://www.union-ratings.com)Av. de los Shyris N32-44 y 6 de Diciembre. Edificio AVEIRO  
Piso 5 oficina 505. Teléfono 02-393266 / 02-3938257  
Quito - Ecuador

## Fundamentos de la calificación

El Comité de Calificación de Riesgos de UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. decidió otorgar la calificación de “AA+” al SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL – ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., principalmente por los siguientes aspectos:

**Se conserva liderazgo en la industria.** SENEFELDER es una empresa que dispone de trayectoria en el mercado ecuatoriano, consolidando su posición de liderazgo en el sector gráfico. Se apalanca en un portafolio diversificado de soluciones que abarca desde servicios de impresión hasta propuestas gráficas integrales, adaptadas a las necesidades específicas de sus clientes.

**Economía en fase de estancamiento.** El entorno macroeconómico nacional ha mostrado señales de estancamiento. Según el Banco Central del Ecuador (BCE), al cierre de 2024 la economía presentó una contracción del 2,00%; para 2025 el FMI proyecta una expansión del 1,70%. Este escenario representa un desafío para la sostenibilidad operativa y la planificación estratégica de las empresas, incluyendo la generación de nuevas oportunidades de negocio.

**Desempeño Financiero.** Al cierre de mayo de 2025, los ingresos operacionales de SENEFELDER se redujeron en 23,07%, totalizando USD 9,05 millones. No obstante, pese a los esfuerzos de moderar los costos y gastos, el EBITDA también se contrajo en 24,72%, alcanzando el monto de USD 1,06 millones. Sin embargo, el margen EBITDA se

ubicó en 11,73%, superior al promedio histórico de 8,58%.

**Solvencia y Endeudamiento.** La compañía mantiene un apalancamiento total de 2,23 veces, por debajo de su promedio de largo plazo (2,86 veces), y un apalancamiento financiero de 1,54 veces. La deuda representa el 69,19% del pasivo total y, con base en los flujos actuales, podría ser cancelada en un plazo estimado de 8,92 años. La cobertura de gastos financieros se sitúa en 1,43 veces, lo que refleja una capacidad adecuada para sus obligaciones financieras.

**Proyecciones y Cumplimiento.** Las proyecciones de ingresos, resultados y flujo de caja están alineadas con el entorno operativo actual. La calificadora considera que la necesidad de financiamiento será clave para sostener los flujos de caja libre en el mediano plazo.

**Situación del Instrumento.** Al corte de la información, el emisor muestra cumplimiento adecuado dentro de los parámetros indicados por la normativa con los instrumentos actuales y el nuevo instrumento abordado en el Circular de Oferta Pública, en lo referente a la garantía, resguardos, límite de endeudamiento, y compromisos adicionales.

### a) Características de la emisión

CARACTERISTICAS	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	4.000.000,00	720	Al vencimiento	Cupón Cero
Procedimientos de rescates anticipados.	El Programa de Emisión de Papel Comercial no contempla rescates anticipados; por lo tanto, no establece ningún procedimiento para el efecto, ni sistema de sorteos.				
Underwriting	La colocación se realizará a través del mercado bursátil. No existe contrato de underwriting.				
Agente colocador	Orión Casa de Valores S.A.				
Estructurador financiero	Orión Casa de Valores S.A.				
Agente pagador	DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DECEVALE S.A.				
Representante de Obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.				
Indicación de ser desmaterializada o no	La presente emisión de Papel Comercial es desmaterializada. Y se podrán emitir valores nominales desde USD 1,00 (Un dólar de los Estados Unidos de América)				
Indicación de ser a la orden del portador	Por ser una emisión desmaterializada no cabe la emisión al portador o a la orden de acuerdo con el literal D del art. 164 de la Ley de Mercado de Valores				
Destino de los recursos	La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la Compañía Artes Gráficas Senefelder C.A. determinó que "Los recursos serán destinados a financiar requerimientos de capital de trabajo consistente en adquisición de materias primas para sus diversas líneas de producción"				
Garantía General	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
Resguardos	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. 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.				
Compromisos Adicionales	La compañía se compromete a limitar el endeudamiento, manteniendo un apalancamiento (pasivo total/patrimonio) igual o menor a 3.				
Límite de Endeudamiento	La compañía se compromete a limitar el endeudamiento, manteniendo un apalancamiento (pasivo total/patrimonio) igual o menor a 3.				

Fuente: Circular de Oferta Pública SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

### Situación de la emisión

En la ciudad de Durán, provincia del Guayas, el 13 de junio de 2025, se celebró la Junta General Extraordinaria de Accionistas de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. con la finalidad de resolver respecto del Segundo Programa de Papel Comercial, que fue aprobado por hasta la suma de USD 4.000.000.

### Garantías y Resguardos

#### Garantía

El presente Programa de Papel Comercial está respaldado por Garantía General de todos los bienes de la compañía en los términos establecidos en la Ley de Mercado de Valores,

Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y demás normas pertinentes.

### Monto Máximo de Emisión

Cuadro 02: Cálculo del Monto Máximo a Emitir

Total Activos	47.556.932,86
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	25.597.826,11
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Impugnaciones glosas con el IESS	9.722,35
(-) Monto no Redimido de Emisiones en Circulación 5ta Emisión	1.667.600,00
(-) Monto no Redimido de Emisiones en Circulación 6ta Emisión	1.357.770,00
(-) Monto no Redimido de Emisiones en Circulación Papel Comercial	4.000.000,00

(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	388.177,46
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no cotice en bolsa o mercados regulados y que sean vinculados con el emisor	-
Total deducciones	33.021.095,92
Total Activos menos deducciones	14.535.836,94
CUPO DE LA EMISIÓN, 80% Activos Depurados	11.628.669,55

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Al 31 de mayo de 2025, la compañía mantuvo un total de activos por USD 47,56 millones donde el 80% de activos depurados ascienden hasta USD 11,63 millones por lo que el monto del Segundo Programa de Papel Comercial se encuentra dentro de los límites establecidos en la normativa vigente. Por otro lado, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan, de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo de un mismo originador y/o emisor, además del monto en circulación como aceptante de facturas comerciales negociables, 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 valor del Segundo Programa de Papel Comercial de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. así como de los valores que mantiene en circulación a mayo de 2025 representan el 37,39% del 200% del patrimonio y el 74,77% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con la norma.

**Cuadro 03: 200% patrimonio**

Patrimonio	14.745.278
200% Patrimonio	29.490.557
Saldo de Capital Primera Emisión de Papel Comercial, Quinta y Sexta Emisión de Obligaciones	7.025.370
Segundo Programa de Papel Comercial	4.000.000
Total Emisiones	11.025.370
Representación del Patrimonio	74,77%
Representación 200% del Patrimonio	37,39%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

### Resguardos

Corresponde dar cumplimiento a las disposiciones establecidas en la Codificación de resoluciones de la Junta en lo referente a Mercado de Valores respecto a lo mencionado en los artículos posteriormente citados, como resguardos obligatorios dentro del Programa de Papel Comercial definidos en la norma citada, la

compañía a su vez debe cumplir con las medidas descritas en la norma:

“Art 11.- resguardos: mientras se encuentren en circulación las obligaciones, 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:

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.
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.

### Compromisos Adicionales

La compañía se compromete a limitar el endeudamiento, manteniendo un apalancamiento (pasivo total/patrimonio) igual o menor a 3.

### límites de endeudamiento

La compañía se compromete a limitar el endeudamiento, manteniendo un apalancamiento (pasivo total/patrimonio) igual o menor a 3.

### Proyecciones

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia del instrumento en análisis, los cuales se basan en resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En este sentido, los ingresos plantean una recuperación para el año 2025 con una expansión del 1,94% ubicándose en USD 25,32 millones, para 2026 un incremento del 11,54%, posterior a este corte y durante la vigencia del programa el ritmo de crecimiento se modera y se establece en torno al 3,4%.

Respecto del flujo de efectivo, para todos los años se proyecta cerrar con efectivo final positivo. En el caso del flujo de financiamiento, se identifica el ingreso de los recursos del segundo programa de papel y las amortizaciones del resto de instrumentos. Las proyecciones efectuadas

para el presente instrumento a detalle identifican en anexo 2.

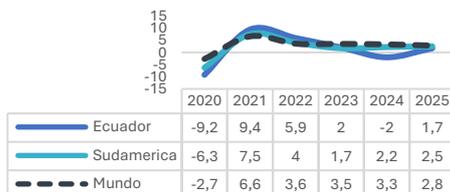
## b) Entorno Macroeconómico

El panorama macroeconómico de Ecuador al cierre de 2024 refleja una trayectoria incierta y desafiante. Según datos proporcionados por el Banco Central del Ecuador (BCE), el Producto Interno Bruto (PIB) registró una contracción de 0,9% en el cuarto trimestre del año, lo que marca un deterioro continuo en la actividad económica, aunque con una menor caída del 1,8% observada en el trimestre anterior. Este retroceso en el crecimiento económico ha confirmado la consolidación de un ciclo recesivo, cuyas repercusiones se sienten en diversas áreas del mercado, desde el consumo privado hasta la inversión pública. De acuerdo con el Boletín publicado por el BCE el retroceso económico observado en el cuarto trimestre de 2024 se explica, en gran medida, por “la contracción interanual de la Formación Bruta de Capital Fijo (-2,6%), lo cual refleja una notable reducción en la inversión privada”.

En este contexto, el gasto público también mostró signos de desaceleración, con una disminución interanual de 0,8%, mientras que las importaciones cayeron en un 3,7%, lo que subraya una disminución en la demanda interna y una menor capacidad adquisitiva. En contraposición, las exportaciones experimentaron un crecimiento moderado de 3,5%, impulsadas principalmente por el aumento en la venta de productos no tradicionales, mientras que el consumo de los hogares registró un leve incremento del 0,2%.

A pesar de estas señales de resistencia en sectores específicos, el panorama general sigue siendo el de una economía frágil, marcada por una serie de desafíos estructurales tanto endógenos como exógenos que continúan limitando su desempeño macroeconómico.

Gráfico 01: Comparativo crecimiento



Fuente: FMI / Elaboración: UnionRatings S.A.

De esta forma, 13 de las actividades económicas clave que inciden en el desempeño del Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador muestran un comportamiento negativo, con sectores

particularmente afectados. Entre los más perjudicados se encuentran la industria de refinación de petróleo, que registró una caída del 15,86%, y el sector de alojamiento y comidas, con una reducción de 14,67%.

Cuadro 04: Radar sectorial diciembre 2024

P.I.B.	-0,9%
Pesca y acuicultura	13,39%
Agricultura ganadería y silvicultura	10,94%
Actividades financieras y de seguros	7,55%
Manufactura de productos alimenticios	5,97%
Comercio	2,65%
Actividades inmobiliarias	0,70%
Transporte y almacenamiento	0,56%
Administración pública	-1,25%
Construcción	-1,29%
Arte entretenimiento y otras actividades de servicios	-1,80%
Salud y asistencia social	-1,82%
Enseñanza	-1,86%
Manufactura de productos no alimenticios	-3,22%
Actividades de los Hogares como empleadores	-3,65%
Información y comunicación	-4,00%
Explotación de minas y canteras	-8,15%
Suministro de electricidad y agua	-10,79%
Actividades profesionales técnicas	-11,67%
Alojamiento y comidas	-14,67%
Refinados de petróleo	-15,86%

Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

## Sector Fiscal

La estructura fiscal de Ecuador está constituida por una serie de componentes que definen cómo se gestionan los ingresos y egresos del sector público. Durante el periodo enero-diciembre de 2024, los ingresos fiscales alcanzaron los USD 46.224,7 millones, siendo los tributos el principal componente con 35,70% de participación, lo que equivale a USD 16.501,2 millones. Dentro de los ingresos tributarios, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) es el de mayor relevancia, representando 45,75% del total, lo que refleja una variación positiva del 20,42% en comparación con diciembre de 2023. Este incremento se debe principalmente al ajuste del IVA al 15% a partir de abril de 2024, establecido mediante el Decreto Ejecutivo No. 198, con el objetivo de fortalecer los ingresos fiscales frente a la presión de la deuda. Por otro lado, los ingresos provenientes de la actividad petrolera constituyen 32,22% de los ingresos totales, lo que subraya la continua dependencia de Ecuador de este sector frente a la volatilidad de los precios internacionales del crudo.

En cuanto al gasto público, la mayoría de las erogaciones corresponden a gastos permanentes, que representan el 84,27% del total, lo que refleja la rigidez en el presupuesto del gobierno. De este porcentaje, un 32,43% se destina a la compra de bienes y servicios, con un enfoque central en el pago de salarios, pensiones y transferencias sociales, que son esenciales para el mantenimiento del bienestar social en el país. A pesar de los esfuerzos por contener el gasto, la estructura fiscal sigue siendo vulnerable debido a las presiones en áreas claves como salud, educación y seguridad.

## Sector Externo

En el contexto de las relaciones económicas de Ecuador con el resto del mundo, se observa un superávit en la balanza de pagos al cierre del cuarto trimestre de 2024, lo que refleja un desempeño positivo en las transacciones internacionales del país. Este superávit es impulsado principalmente por un aumento en las exportaciones, que crecieron un 16,43% en comparación con el mismo periodo de 2023. Un componente destacado de este crecimiento son las exportaciones no petroleras, que se consolidan como un pilar clave para diversificar los ingresos del país. En particular, el camarón sigue siendo el principal producto de exportación, destacándose como uno de los principales generadores de divisas, con una demanda internacional creciente, especialmente hacia mercados como Estados Unidos y la Unión Europea.

Sin embargo, la estructura exportadora de Ecuador sigue siendo relativamente limitada y concentrada en unos pocos productos, lo que deja a la economía vulnerable a las fluctuaciones del mercado global. El país sigue dependiendo en gran medida de la exportación de materias primas como el petróleo, el camarón y el banano, lo que expone a Ecuador a riesgos derivados de cambios en los precios internacionales, variaciones en la demanda global y posibles tensiones comerciales. Además, factores como la competencia internacional y los desafíos logísticos para mejorar la infraestructura portuaria y de transporte también juegan un papel importante en la sostenibilidad a largo plazo del crecimiento de las exportaciones.

Por lo tanto, aunque el superávit comercial refleja una mejora, la diversificación de las exportaciones sigue siendo un desafío crucial para Ecuador.

**Cuadro 05:** Exportaciones

Rubro	2023 IV	2024 IV	Variación (t-4)
Exportaciones Totales	7.792,2	9.072,4	16,43%
<i>Petroleras</i>	2.271,3	2.187,7	-3,68%
<i>Petróleo crudo</i>	2.026,5	2.061,1	1,71%
<i>Derivados</i>	244,8	126,6	-48,28%
<i>No petroleras</i>	5.441,0	6.821,7	25,38%
<i>Banano y plátano</i>	925,7	1.002,8	8,34%
<i>Café y elaborados</i>	31,0	37,9	22,26%
<i>Camarón</i>	1.644,2	1.800,5	9,50%
<i>Cacao y elaborados</i>	495,7	1.405,2	183,50%
<i>Atún y pescado</i>	74,5	65,6	-11,94%
<i>No tradicionales</i>	2.270,0	2.509,8	10,56%

Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

## Deuda

Ecuador, durante los últimos cinco años, ha enfrentado una notable volatilidad económica, caracterizada por un crecimiento fiscal insuficiente que ha conducido a un incremento

sostenido de su deuda pública. Según los datos más recientes del Ministerio de Economía y Finanzas, el país mantiene un presupuesto deficitario, lo que implica que los ingresos no logran cubrir las necesidades del gasto público. Ante esta situación, la estrategia del gobierno ha sido recurrir al endeudamiento, tanto interno como externo, para financiar el déficit.

Al cierre de 2024, la deuda pública total del Sector Público No Financiero (SPNF) asciende a USD 62.260,29 millones, equivalente al 50,58% del Producto Interno Bruto (PIB), lo que refleja un endeudamiento elevado en relación con la producción nacional. De esta cifra, la deuda externa, que ha mostrado una tendencia creciente, representa USD 48.141,70 millones, es decir, aproximadamente el 77% del total de la deuda pública. Este componente está principalmente compuesto por préstamos de organismos internacionales, que constituyen el 56,91%. Entre los principales acreedores se encuentran el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), cuyos desembolsos han sido cruciales para la estabilización macroeconómica del país. Además, Ecuador ha recurrido a la emisión de bonos en los mercados internacionales, lo que representa el 29,65% de su deuda externa.

Este elevado nivel de endeudamiento externo genera una creciente dependencia de las condiciones impuestas por los prestamistas, limitando la autonomía en la toma de decisiones económicas del gobierno. Las políticas fiscales y monetarias, en gran parte, están condicionadas a los acuerdos con estos organismos, lo que restringe la capacidad del país para implementar medidas económicas que respondan a sus necesidades internas.

Por otro lado, la deuda interna, que incluye instrumentos de deuda emitidos en el mercado local, alcanza los USD 15.222,59 millones. Este endeudamiento ha sido utilizado principalmente para financiar el déficit fiscal y cubrir los gastos operativos del gobierno. Esta situación se ve exacerbada por la persistente insuficiencia de los ingresos fiscales, los cuales no logran satisfacer las demandas del país, afectando negativamente tanto la inversión privada como el crecimiento económico a largo plazo.

En este contexto, la sostenibilidad de la deuda pública se ha convertido en un desafío clave para el gobierno, especialmente considerando que la deuda externa representa una porción significativa de las obligaciones financieras. La capacidad del país para manejar este

endeudamiento dependerá en gran medida de su capacidad para diversificar sus fuentes de ingresos, mejorar la eficiencia del gasto público y fortalecer su crecimiento económico.

## Empleo

El mercado laboral en Ecuador continúa siendo una de las áreas más críticas de la economía, especialmente en un contexto de desafíos económicos y sociales persistentes. A pesar de las mejoras en algunos indicadores, como la tasa de desempleo, que en diciembre de 2024 se ubicó en un 2,7%, lo que representa una disminución de 1 punto porcentual en comparación con noviembre del mismo año y de 0,7 puntos respecto a diciembre de 2023 (cuando fue del 3,4%), este avance no refleja de manera completa la compleja realidad del empleo en el país.

Uno de los indicadores preocupantes es el bajo nivel de empleo adecuado, que alcanzó un 35,4% de la población económicamente activa (PEA) a finales de 2024. Aunque este dato representa un aumento de 1,5 puntos porcentuales respecto a noviembre del mismo año, la cifra sigue siendo insuficiente, dado que una parte significativa de la PEA sigue empleada en trabajos que no cumplen con los estándares de estabilidad, ingresos y condiciones laborales mínimas. Además, la tasa de empleo adecuado ha mostrado una disminución de 2,9 puntos porcentuales en comparación con diciembre de 2023, lo que refleja un deterioro en la calidad del empleo, a pesar de la mejora en la tasa de desempleo.

Por otro lado, las tasas de subempleo y empleo informal continúan siendo altas y muestran una tendencia creciente. En 2024, aproximadamente el 40,00% de los trabajadores en Ecuador se encuentran en situaciones de subempleo. La informalidad laboral sigue siendo una característica central del mercado de trabajo ecuatoriano, con alrededor del 50,00% de la fuerza laboral empleada en el sector informal, lo que limita el acceso a derechos laborales básicos como pensiones, seguros de salud y estabilidad laboral.

Estos resultados están estrechamente relacionados con factores como la estructura productiva y últimamente, la desaceleración económica, que ha reducido las oportunidades de inversión y crecimiento en sectores clave que afectan la productividad de las empresas y la competitividad del país. Además, el incremento de la pobreza (que aumentó en 2,00 p.p en 2024) colocándose en 28,00% sigue presionando a las familias, que se ven obligadas a aceptar empleos

precarios o informales como una forma de supervivencia.

## Riesgo País.

En 2024, el riesgo país ha mostrado un notable aumento, alcanzando los 1.200 puntos, base a diciembre, el nivel más alto registrado en el año. Este incremento refleja una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas internacionales y tiene diversas implicaciones negativas para la economía nacional.

Uno de los efectos más inmediatos es el encarecimiento de la deuda externa, dado que un aumento en el riesgo país conlleva un incremento en las tasas de interés que Ecuador debe pagar en el mercado internacional. Este escenario incrementa la carga financiera del Estado, limitando su capacidad para financiar proyectos de inversión pública o programas de desarrollo social sin recurrir a una mayor deuda.

Además de generar desconfianza entre los inversionistas extranjeros, lo que frena la llegada de capitales externos. A Octubre del 2024 (información disponible), la inversión extranjera directa (IED) ha mostrado signos de desaceleración (-12,2%), en parte debido a esta creciente incertidumbre sobre la estabilidad económica del país. La disminución en la IED afecta especialmente a sectores clave como la infraestructura, la manufactura y la tecnología.

## Esquema Regulatorio

El 11 de noviembre de 2024, el presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 444 mediante el cual dispone a las entidades que conforman el sector financiero público, privado y popular y solidario, podrán establecer programas de acuerdos de pago con sus clientes con la finalidad de instrumentar reestructuraciones de créditos, refinanciamientos de créditos en observancia del ordenamiento jurídico vigente, en particular, la regulación que al efecto emita Junta de Política y Regulación Financiera.

El 01 de diciembre de 2024, el presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 468 mediante el cual modifica las tarifas del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) para el primer trimestre del 2025. El decreto establece que, para el sector farmacéutico, la tarifa del ISD será del 0%, mientras que para otros sectores productivos se reduce al 2.5%.

El 04 de diciembre de 2024, el presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 470

mediante el cual dispone mantener la modificación de la tarifa general del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 13 % al 15 %, medida permanecerá en vigencia durante el año 2025.

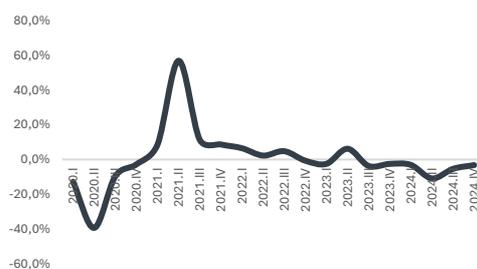
El 29 de marzo de 2025, el presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 589 mediante el cual se extiende hasta el 30 de abril de 2025 la tarifa del Impuesto a la Salida de Divisas del 0% para el listado de subpartidas arancelarias expedido por el Ministerio de Economía y Finanzas.

### c) Sector

El sector manufactura de productos no alimenticios tradicionalmente ha mantenido su protagonismo en la economía, aunque ha mostrado una constante contracción. En esta línea, al cierre de 2024 participa del 5,42% de la estructura productiva del país, lo cual aún le posiciona como una de las industrias más relevantes. Se destaca que únicamente el sector Comercio contribuye de forma determinante con el 15,19% dentro del Producto Interno Bruto (PIB); el restante conserva participaciones inferiores a los dos dígitos.

Durante los últimos cinco años, esta industria ha registrado una evolución volátil, donde luego de un punto de inflexión en el tercer trimestre de 2021, la tendencia ha sido decreciente, particular que se mantiene e inclusive con cifras negativas, que al cierre de año culminan con una contracción del 0,5%.

**Gráfico 02: Crecimiento Manufactura**



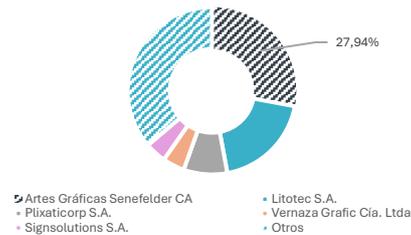
Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

Los industria de artes gráficas se define como las “Actividades de impresión de pósters, gigantografías, catálogos de publicidad, prospectos y otros impresos publicitarios, calendarios, formularios comerciales, directorios y otros materiales impresos de uso comercial, papel de correspondencia álbumes, agendas personales, diarios, tarjetas de invitación, de visita, de presentación y otros materiales impresos mediante impresión por offset, fotograbación, impresión flexográfica e impresión en otros tipos de prensa, maquinas autocopistas,

impresoras estamadoras, etcétera, incluida la impresión rápida”.

En el país, los participantes (83 en total) registraron ventas acumuladas por USD 111,04 millones donde se destaca el liderazgo de Senefelder que evidencia la mayor cuota de mercado con el 27,94%. Litotec y Plixacorp complementan con aportes del 19,13% y 8,37% respectivamente.

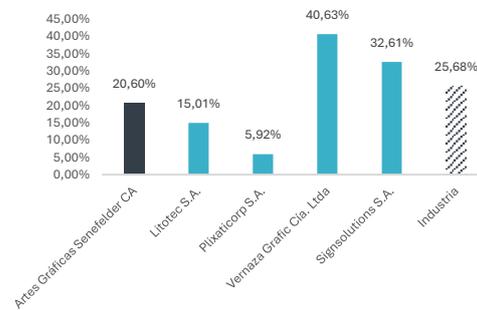
**Gráfico 03: Principales competidores**



Fuente: SCVS / Elaboración: UnionRatings S.A.

El mercado se considera como moderadamente concentrado con claros dominantes al evidenciar un indicador IHH de 1.304,53 puntos; sin embargo, la capacidad de adquirir ventajas en los márgenes es menor que otros sectores donde la posición competitiva es menos marcada.

**Gráfico 04: Margen EBIT principales competidores**



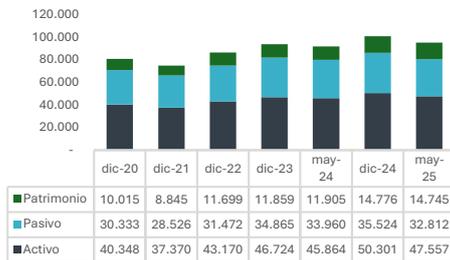
Fuente: SCVS / Elaboración: UnionRatings S.A.

De esta manera, la utilidad bruta generada por la industria asciende hasta USD 28,51 millones que representa un margen del 25,68%; en esta línea, Vernaza Graphic exhibe el margen más atractivo del 40,63%, en comparación con el promedio de la industria del 25,68%. El EBIT por su parte se ubicó en USD 5,93 millones que deriva en un margen del 5,34%.

De otro lado, el sector se caracteriza por un moderado apalancamiento y apalancamiento financiero al disponer de indicadores de 1,66 veces y 0,71 veces respectivamente.

## d) Perfil Financiero

**Gráfico 05: Evolución Balance (Miles USD)**



Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

### Activos

A mayo 2025, el activo analizado presentó un crecimiento interanual del 3,69%, bajo el promedio de los últimos cinco años, que se sitúa en 6,01%, alcanzando un valor de USD 47,56 millones.

La Propiedad, Planta y Equipo (PPE), como principal componente del activo institucional, representa el 60,97% del total. Este rubro impulsa significativamente el balance general, registrando un incremento del 10,00% respecto al mismo periodo del año anterior.

Por su parte, el Inventario mostró una reducción del 8,69%, con una participación del 18,13% en el total de activos. La política de rotación vigente establece un plazo de hasta 180 días para materia prima y 60 días para productos en proceso y terminados. En esta línea, al corte de la información, la rotación efectiva se ubicó en 194,55 días, superando ampliamente el promedio histórico de 143,98 días, lo que podría indicar que la cadena de suministro se adecúa a las políticas de la empresa.

Las Cuentas por Cobrar evidenciaron una contracción del 4,94%, representando el 14,34% del total de activos. La empresa aplica políticas de crédito diferenciadas según la línea de negocio. En el caso de la litografía industrial, su principal línea, se otorgan plazos de hasta 120 días tanto para clientes nuevos como recurrentes. Al corte de la información, este activo presentó una rotación de 113,06 días, superior a su promedio de largo plazo de 97,69 días, lo que refleja una gestión estable del crédito comercial.

**Cuadro 06: Días de vencimiento de cartera**

Por Vencer	73,28%
Vencido 1 a 60	10,72%
Vencido Mayor a 60	16,00%
Total Vencido	26,72%
Total Cartera	100,00%

Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Al corte, se observa una variación significativa en la composición de las cuentas por cobrar. Las cuentas por vencer registran un incremento, alcanzando el 73,28% del total, lo que representa una mejora en la gestión del crédito y una mayor proporción de cartera en situación regular.

En contraste, la cartera vencida se distribuye de la siguiente manera:

- Hasta 60 días de vencimiento: representa el 10,72% del total.
- Mayor a 60 días de vencimiento: asciende al 16,00%.

**Cuadro 07: Composición de Activo (Miles USD)**

Cuenta	may-24	may-25	Variación
Efectivo y equivalentes de efectivo	991	644	-34,97%
Cuentas por Cobrar	7.174	6.820	-4,94%
Inventarios	9.444	8.624	-8,69%
Propiedad Planta y Equipo	26.358	28.994	10,00%

Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

### Pasivos

En may2025, este componente alcanzó un valor de USD 32,81 millones, lo que representa una contracción interanual del 3,38%. Este comportamiento se encuentra por debajo del promedio de crecimiento observado en los últimos cinco años, que fue de 4,26%.

Dentro de esta línea de análisis, las cuentas por pagar de corto plazo se consolidan como el principal impulsor en este comportamiento dado una reducción del 59,66% y en la actualidad representan el 9,41%.

La deuda financiera por su parte se consolida como el principal tipo de pasivo, con un crecimiento del 12,03%. Este comportamiento posiciona a la deuda financiera como el componente más representativo, con una participación del 69,19% sobre el total del pasivo, y un costo financiero promedio ponderado del 10,16%.

**Gráfico 06: Estructura Deuda Financiera**



• CFN • Papel Comercial • Pichincha • Emisión de Obligaciones • Otros

Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

En cuanto a la composición de los acreedores, se destaca a la Corporación Financiera Nacional (CFN) como el principal financista institucional, con una participación del 23,98% sobre la deuda

financiera total. Le siguen el Papel Comercial con un 17,57%, y el Banco Pichincha, con un 16,10%.

**Cuadro 08: Composición de Pasivo (Miles USD)**

Cuenta	may-24	may-25	Variación
Obligaciones financieras CP	9.678	13.874	43,35%
Cuentas por pagar	7.657	3.088	-59,66%
Obligaciones financieras LP	10.587	8.829	-16,60%
Cuentas por pagar LP	2.078	4.657	124,05%

Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

## Patrimonio

El patrimonio institucional alcanzó un valor de USD 14,75 millones, lo que representa una expansión interanual del 23,86%, destacándose frente al comportamiento de los demás componentes del balance general (activo y pasivo).

Dentro de la estructura patrimonial, los Otros Resultados Integrales constituyen la cuenta más significativa, con una participación del 68,20% y un notable crecimiento interanual del 31,72%, reflejando una mejora sustancial en los componentes de revalorización y ajustes patrimoniales.

También, los resultados acumulados crecieron 155,76%, sin embargo, su participación en la estructura fue de 4,39%.

Por su parte, el Capital Social presenta una participación del 27,13%, aunque sin registrar variaciones significativas durante el período.

**Cuadro 09: Composición Patrimonio (Miles USD)**

Cuenta	may-24	may-25	Variación
Capital social	4.000	4.000	0,00%
Otros Resultados Integrales	7.635	10.057	31,72%
Resultados acumulados	253	647	155,76%

Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

## Solvencia

Al corte de la información, la compañía presenta un bajo grado de propiedad, con un indicador de 31,01%, aunque este valor se encuentra por encima del promedio de largo plazo, que se sitúa en 26,07%. Este comportamiento sugiere una ligera mejora en la estructura patrimonial, aunque aún refleja una alta dependencia de fuentes externas de financiamiento.

En cuanto al apalancamiento institucional, este se ubica en 2,23 veces, inferior al promedio histórico de 2,86 veces, lo que indica una tendencia hacia una estructura financiera más equilibrada. No obstante, este nivel sigue siendo considerablemente más alto que el observado en empresas del mismo sector, cuya razón de apalancamiento promedio es de 1,66 veces.

**Gráfico 07: Solvencia (Porcentaje)**



Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Adicionalmente, se evidencia un uso intensivo de deuda financiera, con un apalancamiento financiero de 1,54 veces, en línea con su promedio de largo plazo. Sin embargo, este valor contrasta con el de sus competidores, que registran un apalancamiento financiero significativamente menor, de 0,71 veces, lo que podría implicar mayores riesgos financieros para la compañía en escenarios de volatilidad económica o aumento en las tasas de interés.

## Liquidez

Durante el período analizado, el indicador general de liquidez ha sido volátil, aunque se ha mantenido por encima de la unidad. A mayo 2025, se ubicó en 1,04 veces, ligeramente sobre su promedio de largo plazo de 1,03 veces, lo que sugiere un marginal aumento en la capacidad de la empresa para cubrir sus obligaciones de corto plazo con sus activos corrientes.

Este comportamiento también se refleja en el capital de trabajo, que alcanzó los USD 12,90 millones, evidenciando un incremento interanual del 33,24%. Este comportamiento podría estar asociado a una mayor disponibilidad de activos líquidos o a una disminución en los pasivos corrientes.

Por su parte, la prueba ácida, que excluye los inventarios del cálculo de liquidez, se situó en 1,00 veces, por sobre su promedio histórico de 0,99 veces, pese a ello, existe la necesidad de monitorear la eficiencia en la gestión de activos líquidos y pasivos inmediatos.

**Gráfico 08: Liquidez (Puntos)**



Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

## **Evolución de Ingresos**

Al cierre del período analizado, los ingresos operacionales registraron una contracción del 23,07%, alcanzando un total de USD 9,05 millones. Esta disminución se encuentra en línea con el contexto macroeconómico nacional, que ha afectado la demanda general de bienes y servicios, impactando directamente en el desempeño comercial de la compañía.

En cuanto a la estructura de ventas, la línea de litografía se mantiene como el principal generador de ingresos, consolidando su posición como el eje central de la actividad económica de la empresa.

### **Eficiencia gestión y rentabilidad**

La utilidad operativa siguió una tendencia similar a la de los ingresos, aunque con una contracción menos pronunciada, debido a una reducción del 27,17% en los costos y un moderado incremento del 9,53% en los gastos operativos. Este comportamiento permitió preservar parte de la eficiencia operativa a pesar de la caída en ventas.

En este contexto, la compañía generó un margen bruto del 26,51%, que se ha mantenido estable a lo largo del período de análisis, superando el promedio de los últimos cinco años, que se sitúa en 20,48%.

El EBIT al cierre de mayo fue de USD 739,38 mil, lo que representa una contracción del 18,51%. No obstante, el margen EBIT alcanzó el 8,17%, superando tanto el promedio histórico de la compañía (4,88%) como el promedio del sector (5,34%), lo que evidencia una gestión operativa eficiente en un entorno desafiante.

Por otro lado, la utilidad antes de impuestos fue de USD 224,61 mil, que implica un fuerte impulso del 390,63%, atribuible principalmente al aporte de otros ingresos. Como resultado, el margen neto se ubicó en 2,48%, por debajo del promedio de largo plazo (1,65%) y del sector (2,62%).

Finalmente, la rentabilidad para los accionistas (ROE) fue del 3,66%, más atractiva que el 0,92% registrado en el mismo período del año anterior, pero inferior al promedio de largo plazo (3,58%) y al del sector (6,97%), lo que sugiere una rentabilidad menos atractiva en el contexto actual.

### **Cobertura**

En línea con la significativa contracción en las ventas, SENEFELDER generó un desempeño operativo menor, registrando una contracción del

EBITDA del 24,72%, alcanzando USD 1,06 millones, lo que equivale a USD 2,55 millones en términos anualizados. Este resultado refleja la reducción en ventas pese a una adecuada gestión de gastos en un entorno desafiante.

En paralelo, la deuda financiera mostró un crecimiento del 12,03%, situándose en USD 22,70 millones, en línea con su comportamiento histórico. Este incremento, en contraste con la evolución del EBITDA, provocó un deterioro en el plazo estimado de repago de la deuda, que se extendió a 8,92 años, frente a los 5,99 años registrados en similar período del año anterior. No obstante, este indicador se mantiene por debajo del promedio histórico de 7,37 años, lo que sugiere una posición aún manejable en términos de sostenibilidad financiera en el largo plazo.

Complementariamente, la cobertura de gastos financieros mediante EBITDA se ubicó en 1,43 veces, lo que, si bien no representa un margen holgado, es superior al promedio de largo plazo de 1,39 veces, evidenciando una mejora en la capacidad de la empresa para atender sus obligaciones financieras con recursos generados por su operación.

### **Provisión**

El presente instrumento no dispone de un mecanismo de provisión para los pagos.

## **e) Estructura administrativa y gerencial**

### **Buen Gobierno Corporativo**

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A exhibe una amplia trayectoria con más de cien años dentro del mercado ecuatoriano donde se caracteriza por ofrecer un amplio portafolio de soluciones para sus clientes. No solo servicios de impresión, sino también soluciones gráficas integrales adaptadas al mercado.

La compañía cuenta con una estructura orgánica vertical, con niveles de responsabilidad y de autoridad definidos, como: Junta de accionista, presidente, Gerente General seguido por gerencias y jefaturas.

La estructura de propiedad se encuentra liderada por Luis Jimenez y el Holding Anmacalgrup S.A. con participaciones del 46,66% y 35,67% respectivamente

**Cuadro 10: Foda**

Fortaleza	Oportunidades
Cuenta con una amplia capacidad instalada y modernos equipos que le permiten tener mejor tiempo de	El fomento a sectores industriales con la finalidad de promover una mayor producción, para consumo local y de exportación, lo cual

respuesta y calidad en sus productos.	beneficiaria a la división de litografía Industrial.
Continúa búsqueda para ofrecer nuevas líneas de productos y servicios.	La incorporación de maquina hibrida con tecnología de punta que nos da ventaja competitiva en el mercado.
Amplia experiencia y trayectoria de los directivos, así como permanente capacitación al personal.	Aprovechar economía de escala para nuevos negocios.
Importante y reconocida imagen empresarial.	Las leyes de prohibición de plástico de un solo uso abren una demanda importante de vasos, platos y envases de cartón.
Diversificación de sus productos para satisfacer varios segmentos del mercado nacional (industrial, comercial, Bancario, acuícola, flores, etc.)	Productos de empaque ecológicos con gran crecimiento y demanda a nivel mundial.
Debilidades	Amenazas
Concentración en proveedores del exterior, que les da un mayor poder de negociación Para mitigarlo se busca constantemente ofertas de alta calidad.	Dependencia de materia prima importada, la misma que se deriva de "commodities" y, por ende, conlleva a fluctuaciones de precios.
Precios competitivos por competidores.	Entorno altamente cambiante, donde la evolución tecnológica obliga la permanente renovación e inversión en equipos.

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

## f) Hechos relevantes

A la fecha de corte de la información, la compañía mantiene vigente como instrumentos de renta fija la Quinta y Sexta Emisión de Obligaciones y el Primer Programa de Emisión de Papel Comercial. La Quinta Emisión de Obligaciones aprobado por Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00040200 de 21 de junio de 2023, la Sexta Emisión de Obligaciones aprobado por Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2025-00021721 de 23 de abril de 2025, y el Programa de Papel Comercial por SCVS-INMV-DNAR-2024-00004447 de 08 de febrero de 2024.

El 05 de julio de 2025 se canceló en tiempo y forma el octavo dividendo de la Quinta Emisión de Obligaciones por USD 368,64 mil según Comprobante de Transferencia del DECEVALE.

A la fecha del informe, el emisor mantiene los pagos en tiempo y forma del Primer Programa de Papel Comercial.

Al corte de la información se encuentra aprobada la Sexta Emisión de Obligaciones con una colocación de USD 1,3 millones.

## g) Riesgos previsible en el futuro

La economía ecuatoriana se presenta con perspectivas desafiantes ya que las expectativas de crecimiento no son deseables además de que los indicadores de empleo han presentado un deterioro, lo que continuará incidiendo sobre la capacidad de consumo de los hogares.

## h) Presencia bursátil y solvencia del emisor

SENEFELDER, además cuenta con el Primer Programa de Papel Comercial y la Quinta Emisión de Obligaciones, ambas aún vigentes en el mercado de valores.

Cuadro 11: Presencial Bursátil (Miles)

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Capital a may2025	Calificaciones
Primer Programa de Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-2024-00004447	4.000.000	3.947.930	4.000.000	UNIONRATING 5 (AAA- Corte feb2024)
Quinta Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2023-00040200	4.000.000	4.000.000	1.667.600	UNIONRATING 5 (AAA- Corte feb2024)
Sexta Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2025-00021721	4.000.000	1.357.770	1.357.770	UNIONRATING 5 (AAA- Corte abr2025)

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil/Elaboración: UnionRatings S.A.

La Quinta Emisión de Obligaciones no presentó negociaciones en el mercado secundario.

El detalle del Programa de Papel Comercial es el siguiente:

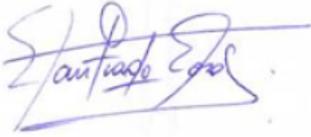
Cuadro 12: Presencial Bursátil Papel Comercial (BVQ/BVG)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
Bolsa de Valores de Guayaquil					
dic-24	1	1	101.703	21	4.76%
ene-25	0	0	0.00	20	0.00%
feb-25	0	0	0.00	20	0.00%
mar-25	0	0	0.00	18	0.00%
abr-25	1	1	65.898	21	4.76%
may-25*	0	0	0.00	21	0.00%
Bolsa de Valores de Quito					
dic-24	0	0	0.00	21	0.00%
ene-25	0	0	0.00	20	0.00%
feb-25	0	0	0.00	20	0.00%
mar-25	0	0	0.00	18	0.00%
abr-25	1	1	65.898	21	4.76%
may-25	0	0	0.00	21	0.00%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil(VBG no presentó datos para esta fecha)/Elaboración: UnionRatings S.A

La Sexta Emisión de Obligaciones no presentó transacciones en mercado secundario.

Atentamente,



Econ. Santiago Sosa  
Gerente General  
UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

**ANEXO 01: INDICADORES**

INDICADORES FINANCIEROS							
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	may-24	dic-24	may-25
EVALUACIÓN DE INDICADORES FINANCIEROS							
SOLVENCIA	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	may-24	dic-24	may-25
Pasivo / Patrimonio	3,03	3,23	2,69	2,94	2,85	2,40	2,23
Grado de Propiedad	24,82%	23,67%	27,10%	25,38%	25,96%	29,38%	31,01%
Pasivo / Activo	75,18%	76,33%	72,90%	74,62%	74,04%	70,62%	68,99%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	62,96%	60,01%	58,69%	57,06%	54,04%	55,09%	53,92%
Deuda Financiera Total / Patrimonio	1,52	1,54	1,26	1,66	1,70	1,49	1,54
LIQUIDEZ							
Liquidez Corriente (veces)	1,00	0,98	1,07	1,00	1,04	1,08	1,04
Prueba Ácida (veces)	0,99	0,89	1,03	0,99	0,98	1,04	1,00
Capital de Trabajo Neto	6.474,15	3.004,29	9.047,92	9.412,03	9.349,39	14.046,44	13.869,17
RENTABILIDAD							
ROAA	0,05%	-1,94%	0,44%	5,31%	0,24%	0,99%	1,13%
ROAE	0,19%	-8,21%	1,62%	20,92%	0,92%	3,35%	3,66%
Margen Bruto	17,00%	18,04%	20,33%	22,75%	22,36%	24,30%	26,51%
Margen Operativo	2,00%	2,49%	5,41%	7,43%	7,72%	7,06%	8,17%
Margen Neto	0,07%	-2,49%	0,62%	8,07%	0,39%	2,00%	2,48%
EBITDA / Ventas	5,39%	5,87%	8,62%	11,08%	11,99%	11,95%	11,73%
EFICIENCIA Y GESTIÓN							
Gastos Operativos / Ventas	11,62%	12,16%	11,71%	11,68%	10,38%	12,35%	14,78%
Gastos Financieros / Ventas	4,86%	4,93%	4,77%	7,23%	8,10%	9,01%	8,18%
COBERTURA							
EBITDA / Gastos Financieros (veces)	1,11	1,19	1,81	1,53	1,48	1,33	1,43
Deuda/EBITDA (Anualizado)	10,08	7,93	5,61	5,79	5,99	7,42	8,92
Deuda Financiera Neta/EBITDA (Anualizado)	9,95	7,06	5,36	5,72	5,70	7,14	8,66

Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

**ANEXO 02: PROYECCIÓN ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS**

Estado de Resultados Integrales (US\$) Proyectado											
	jun-25	sept-25	dic-25	mar-26	jun-26	sept-26	dic-26	mar-27	jun-27	sept-27	dic-27
Ingresos Operacionales	11.546.144	18.402.658	25.315.952	6.970.736	13.999.587	21.087.241	28.234.396	7.207.366	14.475.669	21.805.646	29.198.048
(-) Costos de ventas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	8.308.710	13.313.966	18.360.670	5.088.637	10.219.699	15.393.686	20.611.109	5.261.377	10.567.238	15.918.121	21.314.575
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>3.237.434</b>	<b>5.088.693</b>	<b>6.955.282</b>	<b>1.882.099</b>	<b>3.779.889</b>	<b>5.693.555</b>	<b>7.623.287</b>	<b>1.945.989</b>	<b>3.908.431</b>	<b>5.887.524</b>	<b>7.883.473</b>
(-) Gastos operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2.011.007	3.071.775	4.137.571	1.062.973	2.121.897	3.185.545	4.254.191	1.085.317	2.175.728	3.271.279	4.372.022
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>1.226.427</b>	<b>2.016.918</b>	<b>2.817.712</b>	<b>819.126</b>	<b>1.657.992</b>	<b>2.508.010</b>	<b>3.369.096</b>	<b>860.672</b>	<b>1.732.703</b>	<b>2.616.245</b>	<b>3.511.451</b>
(-) Gastos Financieros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	881.956	1.503.860	2.151.067	643.960	1.284.693	1.921.982	2.555.410	636.196	1.274.610	1.855.970	2.402.797
(+) Otros ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Resultado antes de Impuesto a la Renta</b>	<b>344.471</b>	<b>513.058</b>	<b>666.645</b>	<b>175.166</b>	<b>373.298</b>	<b>586.028</b>	<b>813.686</b>	<b>224.476</b>	<b>458.094</b>	<b>760.275</b>	<b>1.108.654</b>
(-) Empleados e impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	241.659	-	-	-	294.961	-	-	-	401.887
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>344.471</b>	<b>513.058</b>	<b>424.986</b>	<b>175.166</b>	<b>373.298</b>	<b>586.028</b>	<b>518.725</b>	<b>224.476</b>	<b>458.094</b>	<b>760.275</b>	<b>706.767</b>
(-) Otros Resultados Integrales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Resultado del Período</b>	<b>344.471</b>	<b>513.058</b>	<b>424.986</b>	<b>175.166</b>	<b>373.298</b>	<b>586.028</b>	<b>518.725</b>	<b>224.476</b>	<b>458.094</b>	<b>760.275</b>	<b>706.767</b>

Fuente: Orión Casa de Valores S.A. /Elaboración: UnionRatings S.A.

### ANEXO 03: PROYECCIÓN FLUJO DE EFECTIVO

	Flujo de efectivo (US\$) Proyectado											
	jun-25	sept-25	dic-25	mar-26	jun-26	sept-26	dic-26	mar-27	jun-27	sept-27	dic-27	
<b>FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>												
Utilidad neta	119.864	168.587	88.072	175.166	198.132	212.730	67.303	224.476	233.617	302.181	53.508	
Depreciación y amortización	289.583	289.643	288.971	288.295	287.793	285.771	283.549	281.328	279.317	277.306	275.084	
Otras sin flujo de efectivo	-	57.839	86.758	86.758	86.758	260.274	86.758	86.758	86.758	318.113	0	
<b>Variaciones en actividades de operación</b>												
Cuentas por cobrar comerciales	528.164	473.993	32.644	32.914	33.188	33.463	33.742	34.023	34.307	34.594	34.884	
Cuentas por cobrar relacionadas	9.265	27.795	27.795	27.795	27.795	27.795	27.795	27.795	27.795	27.795	27.795	
Inventarios	2.005	6.711	14.149	1.044	2.910	12.652	20.447	7.858	15.841	23.920	32.098	
Otros Activos	42.848	873.708	169.824	42.113	41.226	39.874	211.415	37.124	32.681	170.909	63.249	
Proveedores	1.065.497	452.035	332.985	436.021	25.435	94.986	95.309	74.646	5.829	97.651	97.998	
Otros pasivos	50.839	386.905	106.922	349.149	169.830	175.160	4.233	335.833	117.067	174.407	49.231	
<b>Flujo neto usado en actividades de operación</b>	<b>1.528.899</b>	<b>320.456</b>	<b>724.585</b>	<b>947.020</b>	<b>282.072</b>	<b>153.917</b>	<b>112.153</b>	<b>515.335</b>	<b>267.048</b>	<b>112.444</b>	<b>93.106</b>	
<b>FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>												
Venta de propiedades, planta y equipo												
Variación en Propiedad, planta y equipo	360.413	206.820	506.149	206.306	470.190	507.902	505.680	503.459	459.448	499.436	497.215	
Depreciación AF												
Intangibles												
Amortización												
<b>Flujo neto usado en actividades de inversión</b>	<b>360.413</b>	<b>206.820</b>	<b>506.149</b>	<b>206.306</b>	<b>470.190</b>	<b>507.902</b>	<b>505.680</b>	<b>503.459</b>	<b>459.448</b>	<b>499.436</b>	<b>497.215</b>	
<b>FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>												
Obligaciones con instituciones financieras	95.883	338.725	376.440	395.096	400.144	395.617	384.485	368.930	350.542	132.237	25.091	
Obligaciones con Mercado de Valores	2.142.000	3.625.574	2.451.284	2.451.284	451.284	1.146.948	118.084	118.084	118.084	4.580.793	291.600	
I Emisión Papel Comercial	-	-	2.000.000	2.000.000	-	-	-	-	-	-	-	
V Emisión de obligaciones Largo Plazo	-	368.637	361.556	354.476	347.395	341.915	-	-	-	-	-	
VI Emisión de obligaciones Largo Plazo	2.142.000	221.566	382.018	374.937	367.855	360.773	353.691	346.610	339.528	332.446	325.364	
II Emisión Papel Comercial	-	3.710.807	86.758	86.758	86.758	260.274	86.758	86.758	86.758	3.971.081	-	
<b>Mercado de Valores Corto Plazo</b>												
Emisión de Obligaciones (2015) Corto Plazo												
Emisión de Obligaciones Propuesta Corto Plazo												
Papel Comercial (2017)												
<b>Mercado de Valores Largo Plazo</b>												
Emisión de Obligaciones (2015) Largo Plazo												
Emisión de Obligaciones Propuesta Largo Plazo												
<b>Ajuste a resultados de ejercicios anteriores</b>												
Pago de dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Flujo neto usado en actividades de financiamiento</b>	<b>2.237.883</b>	<b>3.964.300</b>	<b>2.074.844</b>	<b>2.056.188</b>	<b>51.140</b>	<b>751.331</b>	<b>266.401</b>	<b>250.846</b>	<b>232.458</b>	<b>4.448.556</b>	<b>266.509</b>	
<b>Aumento (disminución) de efectivo y equivalentes</b>	<b>4.127.195</b>	<b>4.491.576</b>	<b>2.293.280</b>	<b>2.796.902</b>	<b>136.979</b>	<b>89.512</b>	<b>659.928</b>	<b>238.970</b>	<b>424.858</b>	<b>3.836.676</b>	<b>137.600</b>	
<b>Efectivo y equivalentes al inicio del año</b>	<b>644.460</b>	<b>4.771.655</b>	<b>9.263.231</b>	<b>6.969.951</b>	<b>4.173.049</b>	<b>4.310.027</b>	<b>4.220.515</b>	<b>4.880.443</b>	<b>5.119.413</b>	<b>5.544.271</b>	<b>1.707.594</b>	
<b>Efectivo y equivalentes al final del año</b>	<b>4.771.655</b>	<b>9.263.231</b>	<b>6.969.951</b>	<b>4.173.049</b>	<b>4.310.027</b>	<b>4.220.515</b>	<b>4.880.443</b>	<b>5.119.413</b>	<b>5.544.271</b>	<b>1.707.594</b>	<b>1.845.194</b>	

Fuente: Orión Casa de Valores S.A. /Elaboración: UnionRatings S.A.

### ANEXO 04: PROYECCIÓN FLUJO DE CAJA

ESTADO DE FLUJOS DE CAJA (US\$) PROYECTADO											
	jun-25	sept-25	dic-25	mar-26	jun-26	sept-26	dic-26	mar-27	jun-27	sept-27	dic-27
Utilidad Neta	119.864	168.587	- 88.072	175.166	198.132	212.730	- 67.303	224.476	233.617	302.181	- 53.508
Variación Cuentas del Pasivo	1.116.336	65.130	- 439.907	- 785.170	- 144.395	80.174	99.543	- 410.479	- 111.238	- 76.757	147.229
Préstamos Bancarios	95.883	338.725	376.440	395.096	400.144	395.617	384.485	368.930	350.542	132.237	25.091
Obligaciones con Mercado de Valores	2.142.000	3.625.574	- 2.451.284	- 2.451.284	- 451.284	- 1.146.948	- 118.084	- 118.084	- 118.084	- 4.580.793	- 291.600
I Emisión Papel Comercial	-	-	2.000.000	- 2.000.000	-	-	-	-	-	-	-
V Emisión de obligaciones Largo Plazo	-	368.637	361.556	354.476	347.395	341.915	-	-	-	-	-
VI Emisión de obligaciones Largo Plazo	2.142.000	221.566	382.018	374.937	367.855	360.773	353.691	346.610	339.528	332.446	325.364
II Emisión Papel Comercial	-	3.710.807	86.758	86.758	86.758	260.274	86.758	86.758	86.758	3.971.081	-
<b>Ingresos Flujo Caja</b>	<b>3.474.084</b>	<b>4.198.017</b>	<b>- 2.602.823</b>	<b>- 2.666.192</b>	<b>2.597</b>	<b>- 618.775</b>	<b>298.640</b>	<b>64.843</b>	<b>354.837</b>	<b>- 4.223.132</b>	<b>- 172.788</b>
Variación en Activo fijo	70.830	- 82.823	217.177	- 81.989	182.396	222.131	222.131	222.131	180.131	222.131	222.131
Adquisición de Activos Fijos											
Variación Cuentas del Activo	582.281	434.221	179.123	38.038	38.743	46.858	225.915	38.754	23.352	153.788	88.257
Pago Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Egresos Flujo Caja</b>	<b>653.111</b>	<b>351.398</b>	<b>396.301</b>	<b>- 43.952</b>	<b>221.139</b>	<b>268.988</b>	<b>448.046</b>	<b>260.885</b>	<b>156.778</b>	<b>68.343</b>	<b>310.388</b>
Flujo de Caja Financiero Disponible en el Periodo	4.127.195	4.491.576	- 2.293.280	- 2.796.902	136.979	89.512	659.928	238.970	424.858	- 3.836.676	137.600
Caja Inicial	644.460	4.771.655	9.263.231	6.969.951	4.173.049	4.310.027	4.220.515	4.880.443	5.119.413	5.544.271	1.707.594
<b>Flujo de Caja Financiero Acumulado</b>	<b>4.771.655</b>	<b>9.263.231</b>	<b>6.969.951</b>	<b>4.173.049</b>	<b>4.310.027</b>	<b>4.220.515</b>	<b>4.880.443</b>	<b>5.119.413</b>	<b>5.544.271</b>	<b>1.707.594</b>	<b>1.845.194</b>

Fuente: Orión Casa de Valores S.A. /Elaboración: UnionRatings S.A.

#### Miembros del Comité:



Ing. Luis López



Ing. Johana Guerra



Econ. Braulio Eldredge

## Disclaimer

*La Calificación de Riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.*

*Asimismo, la presente Calificación de Riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.union-ratings.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el Reglamento Interno y los detalles respectivos a las calificaciones vigentes.*

*UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. realizó el presente informe (Informes auditados de 2020 a 2024 estados financieros interinos a may2024, y may2025, Circular de Oferta Pública, proyecciones financieras, escritura de fideicomiso de garantía, Activos Libres de Gravamen notariados y demás documentos habilitantes. Además, de estadísticas de entes oficiales para la situación de macroeconómica, de sector, y otros relevantes a criterio de la calificadora de riesgos acorde al requerimiento de información) aplicando de manera rigurosa la metodología vigente indicada. A su vez, no audita y no brinda garantía alguna respecto a la información recibida de manera directa por parte del cliente, así como de cualquier fuente que UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., considere confiable; no encontrándose en la obligación de corroborar la exactitud de dicha información. UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no asume responsabilidad alguna por el riesgo inherente generado por posibles errores en la información. Sin embargo, se han adoptado las medidas necesarias para contar con la información considerada suficiente para elaborar la presente calificación UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se responsabiliza por ninguna consecuencia de cualquier índole originada de un acto de inversión realizado sobre la base del presente informe.*