

SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.**Información general:**

Instrumento	Sexta Emisión de Obligaciones - SENEFELDER
Sector	Manufactura
Corte de información	Estados financieros no auditados al 30 de noviembre de 2024
Revisión	Calificación inicial
Fecha de comité anterior	NA
Calificación anterior	NA
Fecha de comité	20 de diciembre de 2024
Lugar	Quito - Ecuador

CALIFICACIÓN ASIGNADA**AAA-****Definición de la categoría:**

AAA 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.

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

Fundamentos de la calificación

El Comité de Calificación de Riesgos de UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. decidió otorgar la calificación de “AAA-” a la SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., principalmente por los siguientes aspectos:

Liderazgo en el Sector. SENEFELDER, es una empresa con más de un siglo de experiencia y trayectoria en el país, donde ha consolidado su liderazgo en el mercado local y busca expandirse en Perú. Reconocida por su amplio portafolio de soluciones, ofrece no solo servicios de impresión, sino también soluciones gráficas integrales adaptadas a las necesidades del mercado.

Contexto Económico. La economía ha mostrado una ralentización en los últimos años. Al segundo trimestre presenta una contracción que fue de 2,2% según el Banco Central del Ecuador (BCE). Para fin de año, se espera que esta tendencia continúe con una previsión de crecimiento del 0,3%. Este escenario representa un desafío para los agentes económicos en términos de oportunidades de negocio, planificación estratégica y sostenibilidad operativa.

Desempeño Financiero. Los ingresos de SENEFELDER registraron una contracción del 15,59% al cierre de noviembre 2024 en comparación con similar periodo del año anterior. A pesar de esto, la empresa ha logrado controlar costos y gastos, mitigando el impacto en el EBITDA, que se incrementó en un 1,80%, alcanzando los USD 3,20 millones. Los márgenes EBITDA se han mantenido relativamente estables, con un promedio de 7,54% y un margen de 14,01% al cierre del periodo. Sin embargo, los gastos financieros han mermado la generación de utilidad neta.

Solvencia y Endeudamiento. La empresa presenta un apalancamiento de 2,55 veces, bajo sus referenciales de largo plazo de 2,90 veces. El apalancamiento financiero promedio fue de 1,53 veces, con una deuda que representa el 60,09% del pasivo, misma que podría cancelarse en 6,18 años, según las cifras de noviembre 2024, con una cobertura de gastos financieros de 1,96 veces.

Fideicomiso de garantía. El presente instrumento dispone de un fideicomiso de garantía denominado FIDEICOMISO MERCANTIL SENEFELDER DOS donde seis clientes denominados por Senefelder transferirán los flujos y se provisionará para cada uno de los dividendos.

Proyecciones y Cumplimiento. Las proyecciones de ingresos, resultados y flujo de caja guardan relación con la realidad del entorno operativo actual y las inversiones propias del emisor. La Calificadora considera que la necesidad de deuda para los flujos de caja libre futuros es imperativa.

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 la Nueva Emisión abordada en el Prospecto de Oferta Pública, en lo referente a la garantía, resguardos, límite de endeudamiento, y compromisos adicionales.

a) Características de la emisión

CARACTERISTICAS	MONTO (USD)	CLASE	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO CAPITAL E INTERESES
		4.000.000,00	A	1080	9,50%
		B	1440	10,00%	
Tipo de emisión	Emisión desmaterializada				
Valor nominal	USD 1,00				
Indicación de la presencia o no de cupones para el pago de intereses, en los valores.	Case A: doce (12) pagos de capital e interés				
	Case B: dieciséis (16) pagos de capital e interés				
Base de cálculo de intereses	30/360				
Sistema de colocación	Se realizará a través de Mercado bursátil				
Procedimientos de rescates anticipados.	El programa de Emisión de Obligaciones no contempla rescates anticipados.				
Underwriting	La emisión no contempla un contrato 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 del banco Central del Ecuador . DCV-BCE				
Representante de Obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.				
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				
Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses	La fecha de Emisión de las Obligaciones de cada clase será aquella en que los valores de la presente emisión sean negociados de forma primaria por cada clase.				
Destino de los recursos	La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas determinó que "Los recursos captados en virtud del presente proceso de emisión de obligaciones serán destinados 75% para capital de trabajo y 25% para reestructuración de pasivos consistente en compra de materias primas y sustitución de líneas de crédito o préstamos con tasas altas"				
Garantía General	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
Resguardos	<ol style="list-style-type: none"> 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. 				
Resguardos adicionales, mecanismos de fortalecimiento y/o límites de endeudamiento	<ol style="list-style-type: none"> 1. La relación deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar el 50% durante la vigencia de la emisión. 2. Limitar la distribución de dividendos al 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión. 3. La estructuración de un Fideicomiso Mercantil de Administración de flujos, el cual servirá como garantía específica de la emisión. 				
Garantía Específica	Fideicomiso Mercantil SENEFELDER DOS. El Fideicomiso Mercantil para recibir los aportes de dinero realizados por el constituyente en función de los pagos que realicen los clientes seleccionados (6) escogidos así por el aporte de flujos.				

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

Situación de la emisión

En la ciudad de Guayaquil, el 25 de noviembre de 2024, se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la Compañía ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. con la finalidad de resolver respecto de la Sexta Emisión de Obligaciones, que fue aprobada por la suma de USD 4.000.000.

Garantías y Resguardos

Garantía

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada 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. Al 30 de noviembre de 2024, la compañía mantuvo un total de activos por USD 49,91 millones donde el 80% activos libres de gravamen ascienden hasta USD 13,62 millones.

Cuadro 02: Activos Libres de Gravamen

Total Activos	49.906.063,00
(-) Total Activos con Gravamen	24.603.686,00
(-) Total Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	337.847,00
(-) Monto de las impugnaciones tributarias independiente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.	760.539,00
(-) Impugnación glosa con IESS	95.780,00
(-) Monto no Redimido de Obligación en Circulación	6.319.343,00
(-) Monto no redimido de titularización de flujo futuros de fondo de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador	-
(-) Derechos Fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros	766.075,00
Total Activos Libres de Gravamen	17.022.793,00
80% Activos Libres de Gravamen	13.618.235,00
Cupo de Emisión	13.618.235,00

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Monto Máximo de la emisión

Por otro lado, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Sexta Emisión de Obligaciones de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. así como de los valores que mantiene en circulación a noviembre de 2024 representan el 36,69% del 200% del patrimonio y el 73,38% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con la norma.

Cuadro 03: 200% patrimonio

Patrimonio	14.062.158,76
200% Patrimonio	28.124.317,52
Saldo de Capital Primera Emisión de Papel Comercial y Quinta Emisión de Obligaciones	6.319.343,00
Nueva Emisión de Obligaciones	4.000.000,00
Total Emisiones	10.319.343,00
Representación del Patrimonio	73,38%
Representación 200% del Patrimonio	36,69%

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 de la emisión de Obligaciones de Largo Plazo 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.

Resguardos Adicionales, mecanismos de fortalecimiento y/o límites de endeudamiento

1. La relación deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar el 50% durante la vigencia de la emisión.
2. Limitar la distribución de dividendos al 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión.
3. La estructuración de un Fideicomiso Mercantil de Administración de flujos, el cual servirá como garantía específica de la emisión.

Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos

Adicionalmente a la garantía general, la VI Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A. contará con una garantía específica consistente en un Fideicomiso Mercantil de Administración de flujos el cual recibirá los pagos de los principales clientes de la empresa y los mantendrá en una cuenta independiente para el pago de los cupones de la presente emisión. Algunas partes relevantes del contrato del Fideicomiso son las siguientes:

Nombre de la Fiduciaria: ZION ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A.

Nombre del Fideicomiso: FIDEICOMISO MERCANTIL SENEFELDER DOS

CLÁUSULA CUARTA. - CONSTITUCIÓN DE FIDEICOMISO MERCANTIL. - EL CONSTITUYENTE en este acto constituye un FIDEICOMISO MERCANTIL distinto de los patrimonios individuales del CONSTITUYENTE, BENEFICIARIO y de la FIDUCIARIA; así como, de otros fideicomisos mercantiles que administre la FIDUCIARIA, el mismo que será denominado como: "FIDEICOMISO MERCANTIL SENEFELDER DOS" con la finalidad de distinguirlo de otros que mantenga la FIDUCIARIA con ocasión de su actividad. El presente fideicomiso no ejercerá actividad empresarial alguna, simplemente tendrá como finalidad ejercer la titularidad o dominio sobre los ACTIVOS aportados por el CONSTITUYENTE con la consecuente administración de los mismos y, en caso de no pago de las OBLIGACIONES, para entregar los mencionados ACTIVOS a los OBLIGACIONISTAS o la persona natural o jurídica que EL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS instruya. En tal sentido, las mismas partes aclaran expresamente que, en caso de que el FIDEICOMISO no reciba los FLUJOS, o los reciba tan sólo parcialmente, y en cualquiera de estos casos no disponga, total o parcialmente, de los recursos que se requieran trimestralmente a efectos de cancelar el capital e intereses de las OBLIGACIONES a favor de los OBLIGACIONISTAS ni la FIDUCIARIA ni el FIDEICOMISO tendrán responsabilidad alguna por tal concepto, ya que el único responsable directo del pago íntegro, cabal y oportuno de las OBLIGACIONES es el CONSTITUYENTE.

Proyecciones

El análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de

situación financiera del Emisor durante el período de vigencia de la Emisión 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 17,87% ubicándose en USD 25,56 millones, posterior a este corte y durante la vigencia de la emisión el ritmo de crecimiento se modera y se establece en torno al 6,00%.

Se identifica como premisa el control de costos y gastos por lo que el crecimiento en ventas es favorable con la generación de EBITDA con una expansión para 2025 del 35,84% situándose en USD 3,37 millones y posteriormente un dinamismo promedio del 7,45% con lo que la capacidad de pago se mantendría en un escenario similar al actual.

Respecto del flujo de efectivo, para todos los años se proyecta cerrar con efectivo final positivo. Es remarcable mencionar que en el 2024 el flujo de inversión se incorpora una salida importante por maquinaria, situación que no se identifica en el resto de los años. En el caso del flujo de financiamiento, se identifica el ingreso de la sexta emisión de obligaciones; y, para el resto de los años únicamente se plantea la amortización de las instrumentos vigentes y la utilización de deuda bancaria.

Las proyecciones efectuadas para el presente instrumento a detalle identifican en **anexo 2**.

b) Entorno Macroeconómico

Gráfico 01: Crecimiento Histórico trimestral



Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

La economía ecuatoriana se enfrenta a múltiples desafíos. Al segundo trimestre del 2024, experimentó un retroceso en cuanto al Producto Interno Bruto (PIB) en 2,2% según cifras publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE). Lo señalado, en contraste con el trimestre previo donde se reflejó una variación positiva, aunque marginal. Dada la dinámica decreciente al corte, se traduce en un ciclo económico de recesión.

Según el BCE, el retroceso presentado fue derivado de la contracción interanual de la Formación Bruta de Capital Fijo -8,20% lo que pone en evidencia las dificultades económicas que presenta el país, que a su vez es indicativo de expectativas negativas sobre el futuro económico y un entorno de bajo crecimiento; adicionalmente, el gasto de consumo final de los hogares decreció en -2,2%, sinónimo de una economía frágil, marcada por la incertidumbre y el impacto de un contexto social cada vez más difícil.

Gráfico 02: Comparativo crecimiento



Fuente: FMI / Elaboración: UnionRatings S.A

En base a lo expuesto, 14 de las actividades económicas que contribuyen al desempeño del PIB presentan cifras en retroceso, siendo comercio (-0,77%) y construcción (-0,73%) las más afectadas a la fecha de corte.

Cuadro 04: Radar sectorial junio 2024

P.I.B.	-2,2%
Actividades profesionales técnicas	0,59%
Explotación de minas y canteras	0,19%
Manufactura de productos alimenticios	0,07%
Pesca y acuicultura	0,07%
Actividades inmobiliarias	0,06%
Agricultura ganadería y silvicultura	0,00%
Enseñanza	-0,02%
Actividades de los Hogares como empleadores	-0,02%
Salud y asistencia social	-0,04%
Refinados de petróleo	-0,05%
Arte entretenimiento y otras actividades de servicios	-0,05%
Suministro de electricidad y agua	-0,08%
Alojamiento y comidas	-0,08%
Actividades financieras y de seguros	-0,10%
Información y comunicación	-0,13%
Administración pública	-0,14%
Transporte y almacenamiento	-0,19%
Manufactura de productos no alimenticios	-0,52%
Construcción	-0,73%
Comercio	-0,77%

Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

Sector Fiscal

La estructura fiscal del Ecuador se compone de diversos elementos que determinan como se recaudan y gastan los recursos públicos, es así como, el principal ingreso corresponde a Tributos con el 38,28%, que significan USD 4.720,3 millones respecto de un total de USD 12.392,8 millones en el segundo trimestre, siendo el Impuesto al Valor Agregado el que más pondera presentando una variación positiva del 16,07% en función de jun2023 principalmente por el

aumento del porcentaje del IVA al 15% vigente desde abril del 2024 mediante Decreto Ejecutivo No. 198; mientras que Ingresos Petroleros representan el 31,81% del Ingreso.

Por el lado de los gastos, mayormente se encuentran en erogaciones permanentes (85,25%), de los cuales el 33,83% corresponde a la compra de bienes y servicios los cuales representan el 10,54% del PIB.

La estructura fiscal del Ecuador enfrenta retos significativos que requieren un enfoque integral para mejorar la eficiencia en la recaudación y la equidad del gasto.

Sector Externo

Respecto a las transacciones económicas entre Ecuador y el resto del mundo se evidencia un déficit, dinámica que se mantiene constante ya que el gasto en importaciones, servicios y transferencias es superior a las exportaciones y entradas de capital.

Del lado de la balanza comercial, las exportaciones se incrementan en 15,16% respecto de t-4, representadas principalmente por exportaciones no petroleras las cuales representan el 20,95% del Producto Interno Bruto, siendo camarón el producto con más salida. Cabe mencionar que el portafolio de productos y/o servicios ofertados por el Ecuador es reducida por lo que la economía es vulnerable a fluctuaciones del mercado internacional, como cambios en la demanda global, precios de materias primas o tensiones comerciales.

Cuadro 05: Exportaciones no Tradicionales

Exportaciones No Tradicionales	59,82%
Banano y plátano	14,24%
Café y elaborados	0,55%
Camarón	31,71%
Cacao y elaborados	11,81%
Atún y pescado	1,51%

Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

De otro lado las importaciones representan el 22,51% del PIB, siendo materias primas Industriales el principal elemento de importación, lo cual pone en evidencia la dependencia del comercio internacional para satisfacer la demanda interna de bienes y servicios ya que la producción local no cubre completamente con los requerimientos necesarios.

Deuda

Ecuador a lo largo de los últimos cinco años ha estado expuesto a fluctuaciones en su economía lo que conlleva a un aumento de la deuda. A partir

del 2021, la pandemia de COVID-19 exacerbó la situación fiscal, llevando al gobierno a buscar financiamiento externo para cubrir gastos y mantener estabilidad económica. Al primer semestre del 2024, la deuda pública ascendió hasta USD 58.585,80 millones significando el 48,00% del PIB.

Mientras que, la deuda externa se encuentra en aumento siendo de USD 46.875,40 millones, misma que se compone principalmente de préstamos con organismos internacionales (52,70%), como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, así como títulos emitidos en el mercado Internacional (35,58%), es así que la dependencia de financiamiento externo limita la autonomía sobre las decisiones y la adopción de políticas económicas, pues las medidas son impuestas por los prestamistas; además, el actual gobierno espera que entre noviembre y diciembre del año en curso se concrete un nuevo desembolso del FMI por USD 500,00 millones.

De otro lado, la deuda interna que incluye instrumentos emitidos en el mercado local se encuentra en USD 11.015,04 millones dichos recursos tradicionalmente se han destinado a financiar el gasto público y cubrir déficits fiscales, especialmente bajo el contexto actual en donde los ingresos percibidos por el estado han sido deficientes para satisfacer las demandas del país lo que afecta la inversión privada y el crecimiento económico.

Empleo

Ante los desafíos económicos y sociales que enfrenta el país, el mercado laboral no queda exento de ser un tema de preocupación y debate constante. A agosto del 2024 (*según disponibilidad de información*), la tasa de desempleo fue de 4,0% reflejando un aumento del 0,5 p.p. respecto del periodo que le antecede según cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, lo que demuestra que los incentivos tributarios por parte del gobierno para incentivar el empleo han sido exigüos, adicionalmente la tasa de empleo pleno decreció en 0,7 p.p. siendo el 34,3% de la población económicamente activa, mientras que categorías como subempleo, empleo no pleno y empleo no remunerado presentan una tendencia creciente, afectando la calidad de trabajos disponibles, lo que se traduce en inestabilidad laboral, falta de beneficios sociales y una precariedad que afecta a millones de ecuatorianos.

De otro modo, el contexto macroeconómico, marcado por las tensiones políticas, es determinante ya que influye en la confianza de

los inversores y, por ende, en la creación de nuevos puestos de trabajo.

Riesgo País.

El riesgo país ha experimentado un incremento sustancial, alcanzando su punto más alto en lo que va del 2024, obteniendo 1.460 puntos al mes de agosto, esto trae consigo diversas implicaciones como son el encarecimiento del costo del endeudamiento, así como el desalentar a la inversión extranjera lo cual pone freno al desarrollo económico del país.

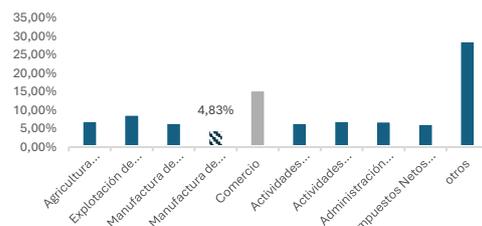
Esquema Regulatorio

El 15 de marzo de 2024, el presidente mediante Decreto Ejecutivo No. 198 dispone el incremento de la tarifa del Impuesto al Valor Agregado al 15% que está en vigencia desde el 01 de abril 2024. El 26 de junio, el presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 308 mediante el cual dispone el incremento de precio de venta al público a nivel de surtidores de la gasolina extra y extra con etanol del segmento automotriz, misma que entró en vigor el 28 de junio de 2024. El 03 de octubre del 2024, según Decreto Ejecutivo No. 411 se dispone al SRI y al Servicio Nacional de Aduana del Ecuador la implementación inmediata de la tarifa 0% del Impuesto al Valor Agregado para la importación y venta local de generadores eléctricos hasta el 31 de diciembre del 2024.

c) Sector

El sector manufactura de productos no alimenticios tradicionalmente ha mantenido su protagonismo en la economía nacional, aspecto que, ha ido en deterioro en lo que va del año 2024; en tal sentido, al primer semestre participa del 4,83% 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 15,60% dentro del Producto Interno Bruto (PIB); el restante conserva participaciones inferiores a los dos dígitos.

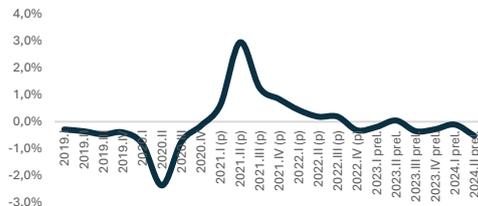
Gráfico 03: Crecimiento Industrias



Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

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 04: Crecimiento Manufactura

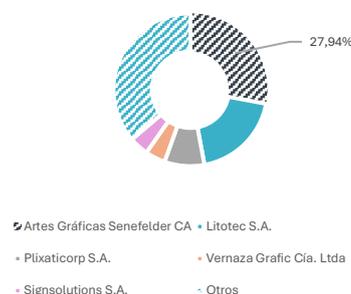


Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

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, máquinas autocopistas, impresoras estamadoras, etcétera, incluida la impresión rápida”.

En el país, los participantes (83 en total) de este rubro al cierre de 2023 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 05: Principales competidores



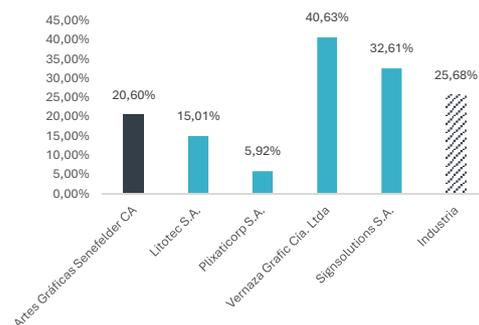
Fuente: SCVS / Elaboración: UnionRatings S.A.

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.

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 Grafic 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%.

Gráfico 06: Margen EBIT principales competidores



Fuente: SCVS / Elaboración: UnionRatings S.A.

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 07: Evolución Balance (Miles USD)



Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Activos

Al cierre de noviembre 2024, este elemento experimentó un dinamismo interanual del 7,96%, importante en comparación con el promedio de los últimos cinco años que se posiciona en 7,06% con lo cual se ubica en USD 49,91 millones.

La propiedad planta y equipo siendo el principal activo institucional registra una participación del 57,36%, y es al mismo tiempo el elemento que impulsa el balance con un crecimiento del 15,46%.

El inventario también experimenta un crecimiento del 15,87% con lo que registra un aporte del

22,85%. La política de rotación de este activo se mantiene de hasta 180 días en materia prima, y 60 días para productos en proceso y productos terminados. En contraste, al corte de la información, la rotación evidencia 225,11 días cuando se refleja un promedio de 121,07 días.

Las cuentas por cobrar de su parte evidencian una reducción del 18,75% con lo que disponen de una participación del 13,87%. La empresa maneja políticas de crédito en función de la línea de negocio de manera que en el caso de la litografía industrial (principal línea) para clientes nuevos y recurrentes se extiende hasta 120 días. Al corte de la información, este activo refleja una rotación de 100,13 días, consistente con su promedio de largo plazo de 93,57 días.

Cuadro 06: Días de vencimiento de cartera

Por vencer	63,46%
Vencido 1- 60 días	15,05%
Vencido mayor a 60 días	21,48%
Vencido	36,54%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

En relación con la distribución de las cuentas por cobrar, se identifica un incremento respecto de periodos anteriores de las cuentas por vencer hasta 63,46%; mientras que, la cartera vencida hasta 60 días representa el 15,05% y mayor a 60 días del 21,48%.

Cuadro 07: Composición de Activo (Miles USD)

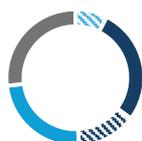
Cuenta	nov-23	nov-24	Variación
Efectivo y equivalentes de efectivo	965	828	-14,23%
Cuentas por Cobrar	8.517	6.920	-18,75%
Inventarios	9.844	11.406	15,87%
Propiedad Planta y Equipo	24.793	28.626	15,46%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Pasivos

Este factor por su parte se posicionó en USD 35,84 millones que significa un incremento interanual del 4,47%, inferior al promedio observado dentro de los últimos cinco años del 7,82%.

Gráfico 08: Estructura Deuda Financiera



- Austro Bank Overseas
- CFN
- Emisión de Obligaciones
- Papel Comercial
- otros

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

En esta línea de análisis, la deuda financiera es el principal dinamizador con un impulso del 10,11%; de hecho, con el mencionado crecimiento, este elemento se convierte en el más representativo con un aporte del 60,09% significando un costo promedio ponderado del 9,69%.

El principal acreedor de la institución lo conforma la CFN con una participación de la deuda financiera por 22,52%, seguido por el Papel Comercial y Banco Pichincha con aportes del 19,52% y 18,49% respectivamente.

Cuadro 08: Composición de Pasivo (Miles USD)

Cuenta	nov-23	nov-24	Variación
Obligaciones financieras CP	10.790	13.849	28,35%
Cuentas por pagar	6.433	4.951	-23,04%
Obligaciones financieras LP	8.769	7.688	-12,33%
Cuentas por pagar LP	4.153	4.989	20,13%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Patrimonio

Este elemento de su lado se ubicó en USD 14,06 millones, lo cual significa una atractiva expansión del 18,02%, esto en comparación con los otros elementos del balance (activo y pasivo).

Dentro de la estructura patrimonial, los otros resultados integrales se constituyen como la principal cuenta con un aporte del 70,44% y un crecimiento interanual del 28,95%. El capital social de su parte exhibe un aporte del 28,45%.

Cuadro 09: Composición Patrimonio (Miles USD)

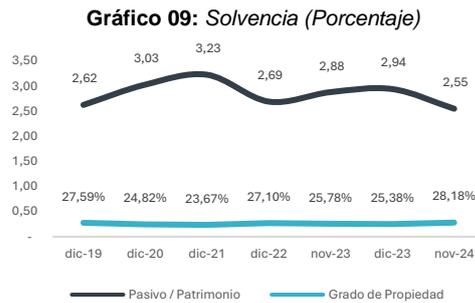
Cuenta	nov-24	nov-24	Variación
Capital social	4.000	4.000	0,00%
Otros Resultados Integrales	7.682	9.905	28,95%
Resultados acumulados	216	140	-35,32%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Solvencia

La compañía evidencia un bajo grado de propiedad con un indicador que al cierre de noviembre 2024 corresponde a 28,18%; sin embargo, se debe mencionar que es superior a lo observado como promedio de largo plazo del 25,71%. También, se destaca que el apalancamiento institucional es 2,55 veces respecto de un referencial de largo plazo de 2,90 veces, aunque alejado de lo mostrado por su competencia de 1,66 veces.

Es preciso señalar que Senefelder realiza uso intensivo de deuda con lo que el apalancamiento financiero al corte de la información se ubica en 1,53 veces, similar a su referencial de largo plazo de 1,53 veces cuando su competencia lo hace en 0,71 veces.



Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Liquidez

Aun cuando el indicador general de liquidez ha fluctuado dentro de todo el periodo de análisis, sobre la unidad, al corte de la información fue 1,03 veces, bajo su promedio de largo plazo de 1,07 veces.

Lo señalado se identifica también en el capital de trabajo que registra USD 13,60 millones y evidencia una disminución interanual del 8,89%. De su parte, la prueba ácida fue 0,99 veces, ligeramente por debajo de su promedio 1,03 veces.



Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Evolución de Ingresos

Al corte de la información, los ingresos registraron una contracción del 15,59% colocándose en USD 22,81 millones, dicho comportamiento guarda relación con la situación macroeconómica del país.

De acuerdo con la estructura de ingresos, la línea de litografía se conserva como el principal rubro.

Eficiencia gestión y rentabilidad

La utilidad operativa siguió una dinámica similar a la de las ventas, aunque en menor proporción, ya que el costo se redujo en un 18,98%, mientras que los gastos disminuyeron en un 10,87%.

En este contexto, la compañía generó un margen bruto del 26,69%, que se ha mantenido estable a lo largo del periodo de análisis, con un promedio de los últimos cinco años del 19,03%.

En línea con lo anterior, el EBIT al cierre de noviembre fue de USD 2,08 millones, lo que representa una contracción del 3,63%, a pesar de ello genera un margen EBIT del 9,13%, superior al promedio de los últimos cinco años del 4,23%. Es importante destacar que SENEFLDER se alinea con la estructura de generación de resultados de su sector, que muestra un indicador del 5,34%.

Adicionalmente, la utilidad antes de impuestos fue de USD 139,94 mil, lo que implica una fuerte contracción del 35,32% debido entre otros al peso de los gastos financieros. Con estos resultados, el margen neto respecto a ventas fue del 0,61%, alejándose de su referencial de largo plazo del 3,25%, aunque este último ha sido bastante volátil. Se destaca que el peso de los gastos financieros es elevado en el caso de la compañía, ya que diluye la adaptación generada en la estructura de costos y gastos; mientras que su sector generó un margen neto del 2,62%.

Por su parte, la rentabilidad ofrecida a los accionistas fue del 1,09%, menos atractiva en comparación con el mismo periodo del año anterior del 1,98%, su promedio de largo plazo del 9,32% y su industria del 6,97%.

Cobertura

Pese a la fuerte reducción en las ventas, el EBITDA registró un crecimiento del 1,80% con lo que se posiciona en USD 3,20 millones (USD 3,49 millones de manera anualizada).

La deuda financiera de su parte consecuente con su comportamiento histórico evidencia un crecimiento del 10,11% colocándose en USD 21,54 millones. El contraste señalado provoca que, el pago de la deuda se extienda y se deteriore hasta 6,18 años en comparación con nov2023 de 5,71 años; sin embargo, se ubica bajo su promedio de 7,42 años.

De forma complementaria, la cobertura de EBITDA para gastos financieros pese a no ser holgada al posicionarse en 1,96 veces es superior al referencial de largo plazo de 1,45 veces.

Provisión

El presente instrumento dispone de un mecanismo de provisión para los pagos de las cuotas detallado previamente.

e) Estructura administrativa y gerencial

Buen Gobierno Corporativo

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A exhibe una amplia trayectoria con 103 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 respuesta y calidad en sus productos.	El fomento a sectores industriales con la finalidad de promover una mayor producción, para consumo local y de exportación, lo cual beneficiaría 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, acuicola, 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 Emisión de Obligaciones y el primer programa de Emisión de Papel Comercial. El primero aprobado por Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00040200 de 21 de junio de 2023 y la segunda por SCVS-INMV-DNAR-2024-00004447 de 08 de febrero de 2024.

El 05 de octubre de 2024 se canceló en tiempo y forma el quinto dividendo de la Quinta Emisión de

Obligaciones por USD 389,88 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.

g) Riesgos previsibles 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 cuenta con Primer Programa de Papel Comercial y la Quinta Emisión de Obligaciones vigentes en el mercado de valores.

Cuadro 11: Presencial Bursátil (Miles)

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Capital a oct2024	Calificaciones
I Programa de Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-2024-00004447	4.000	3.948	3.985	UNIONRATINGS (AAA-Corte abr 2024)
VEmisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2023-00040200	4.000	4.000	2.33	UNIONRATINGS (AAA-Corte ago2024)

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

Cuadro 12: Presencial Bursátil Papel Comercial y Emisión de Obligaciones (BVQ/BVG)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
Bolsa de Valores de Guayaquil					
jun-24	0	0	0.00	20	0.00%
jul-24	0	0	0.00	23	0.00%
ago-24	0	0	0.00	21	0.00%
sep-24	0	0	0.00	21	0.00%
oct-24	1	0	0.00	22	4.55%
nov-24	0	0	0.00	18	0.00%
Bolsa de Valores de Quito					
jun-24	0	0	0.00	20	0.00%
jul-24	0	0	0.00	22	0.00%
ago-24	0	0	0.00	19	0.00%
sep-24	0	0	0.00	20	0.00%
oct-24	0	0	0.00	22	0.00%
nov-24	0	0	0.00	18	0.00%

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

Los instrumentos vigentes presentaron transacciones en mercado secundario de la Bolsa de Valores de Guayaquil de acuerdo con la

información suministrada por la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Atentamente,

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

ANEXO 1: INDICADORES

INDICADORES FINANCIEROS							
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	nov-23	dic-23	nov-24
Pasivo / Patrimonio	2,62	3,03	3,23	2,69	2,88	2,94	2,55
Grado de Propiedad	27,59%	24,82%	23,67%	27,10%	25,78%	25,38%	28,18%
Pasivo / Activo	72,41%	75,18%	76,33%	72,90%	74,22%	74,62%	71,82%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	51,18%	62,96%	60,01%	58,69%	53,95%	57,06%	56,39%
Deuda Financiera Total / Patrimonio	1,67	1,52	1,54	1,26	1,64	1,66	1,53
LIQUIDEZ							
Liquidez Corriente (veces)	1,28	1,00	0,98	1,07	1,14	1,00	1,03
Prueba Ácida (veces)	1,24	0,99	0,89	1,03	1,09	0,99	0,99
Capital de Trabajo Neto	9.950,35	6.474,15	3.004,29	9.047,92	12.387,24	9.412,03	13.595,45
RENTABILIDAD							
ROAA	8,86%	0,05%	-1,94%	0,44%	0,51%	5,31%	0,31%
ROAE	32,10%	0,19%	-8,21%	1,62%	1,98%	20,92%	1,09%
Margen Bruto	17,03%	17,00%	18,04%	20,33%	23,62%	22,75%	26,69%
Margen Operativo	3,84%	2,00%	2,49%	5,41%	8,00%	7,43%	9,13%
Margen Neto	9,97%	0,07%	-2,49%	0,62%	0,80%	8,07%	0,61%
EBITDA / Ventas	6,72%	5,39%	5,87%	8,62%	11,62%	11,08%	14,01%
EFICIENCIA Y GESTIÓN							
Gastos Operativos / Ventas	10,30%	11,62%	12,16%	11,71%	12,01%	11,68%	12,68%
Gastos Financieros / Ventas	4,13%	4,86%	4,93%	4,77%	4,44%	7,23%	7,16%
COBERTURA							
EBITDA / Gastos Financieros (veces)	1,63	1,11	1,19	1,81	2,61	1,53	1,96
Deuda/EBITDA (Anualizado)	7,70	10,08	7,93	5,61	5,71	5,79	6,18
Deuda Financiera Neta/EBITDA (Anualizado)	7,44	9,95	7,06	5,36	5,43	5,72	5,94

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

ANEXO 2: TABLA DE AMORTIZACIÓN

CLASE A

Día	Flujo Saldo	Capital	Interés
0	2.000.000,00		
90	1.833.333,34	166.666,66	50.000,00
180	1.666.666,68	166.666,66	45.833,33
270	1.500.000,02	166.666,66	41.666,67
360	1.333.333,36	166.666,66	37.500,00
450	1.166.666,70	166.666,66	33.333,33
540	1.000.000,04	166.666,66	29.166,67
630	833.333,38	166.666,66	25.000,00
720	666.666,72	166.666,66	20.833,33
810	500.000,06	166.666,66	16.666,67
900	333.333,40	166.666,66	12.500,00
990	166.666,74	166.666,66	8.333,34
1080	0,08	166.666,66	4.166,67

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

CLASE B

Día	Flujo Saldo	Capital	Interés
0	2000000		
90	1.875.000,00	125.000,00	50.000,00
180	1.750.000,00	125.000,00	46.875,00
270	1.625.000,00	125.000,00	43.750,00
360	1.500.000,00	125.000,00	40.625,00
450	1.375.000,00	125.000,00	37.500,00
540	1.250.000,00	125.000,00	34.375,00
630	1.125.000,00	125.000,00	31.250,00
720	1.000.000,00	125.000,00	28.125,00
810	875.000,00	125.000,00	25.000,00
900	750.000,00	125.000,00	21.875,00
990	625.000,00	125.000,00	18.750,00
1080	500.000,00	125.000,00	15.625,00
1170	375.000,00	125.000,00	12.500,00
1260	250.000,00	125.000,00	9.375,00
1350	125.000,00	125.000,00	6.250,00
1440	-	125.000,00	3.125,00

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

ANEXO 4: ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2023	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026	T4 2026	T1 2027	T2 2027	T3 2027	T4 2027	T1 2028	T2 2028	T3 2028	T4 2028	T1 2029	T2 2029	T3 2029	T4 2029
Ingresos por ventas	30,730,757	25,556,384	7,357,700	14,829,550	22,417,459	30,123,369	7,825,889	15,773,768	23,845,685	32,043,724	8,326,281	16,782,961	25,372,237	34,096,344	8,861,212	17,861,844	27,004,251	36,290,831	9,433,193	19,015,483	28,749,397	38,637,507
Costo de Ventas	23,738,998	18,823,766	5,418,946	10,921,964	16,510,458	22,185,861	5,763,767	11,617,380	17,962,347	23,600,203	6,132,306	12,360,651	18,686,653	25,111,957	6,526,283	13,155,248	19,888,631	26,728,197	6,947,547	14,004,903	21,173,931	28,456,524
Utilidad Bruta	6,991,759	6,732,618	1,938,754	3,907,587	5,907,000	7,937,508	2,062,122	4,156,388	6,283,338	8,443,521	2,193,975	4,422,310	6,685,585	8,984,387	2,334,929	4,706,596	7,115,620	9,562,634	2,485,646	5,010,580	7,575,466	10,180,983
Gastos de administración y Ventas	4,706,963	4,336,689	1,128,117	2,261,745	3,372,806	4,488,704	1,138,981	2,283,071	3,432,335	4,586,839	1,178,389	2,362,153	3,551,360	4,745,356	1,218,716	2,443,087	3,673,188	4,908,122	1,260,522	2,527,000	3,799,510	5,078,131
Gastos financieros	2,222,361	2,080,779	493,749	979,146	1,459,572	1,937,362	476,697	953,254	1,430,182	1,907,665	477,983	956,234	1,434,398	1,912,034	476,607	955,606	1,436,439	1,918,536	482,792	969,543	1,459,795	1,953,102
Otros ingresos / gastos	153,934	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos	216,369	315,151	316,888	666,696	1,074,622	1,511,442	446,444	920,063	1,420,821	1,949,017	537,603	1,103,924	1,699,827	2,326,997	639,606	1,307,902	2,005,993	2,735,977	742,332	1,514,037	2,316,162	3,149,750
Participación de trabajadores	32,455	47,273	-	-	-	226,716	-	-	-	292,352	-	-	-	349,050	-	-	-	410,396	-	-	-	472,463
Impuesto a la renta	173,399	66,969	-	-	-	321,181	-	-	-	414,166	-	-	-	494,487	-	-	-	581,395	-	-	-	669,322
Utilidad Neta	10,515	200,908	316,888	666,696	1,074,622	963,544	446,444	920,063	1,420,821	1,242,498	537,603	1,103,924	1,699,827	1,483,461	639,606	1,307,902	2,005,993	1,744,185	742,332	1,514,037	2,316,162	2,007,966
Otros resultados integrales	43,744	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado integral del ejercicio	54,259	200,908	316,888	666,696	1,074,622	963,544	446,444	920,063	1,420,821	1,242,498	537,603	1,103,924	1,699,827	1,483,461	639,606	1,307,902	2,005,993	1,744,185	742,332	1,514,037	2,316,162	2,007,966

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

ANEXO 5: FLUJO DE EFECTIVO INDIRECTO

FLUJO DE EFECTIVO INDIRECTO	2023	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026	T4 2026	T1 2027	T2 2027	T3 2027	T4 2027	T1 2028	T2 2028	T3 2028	T4 2028	T1 2029	T2 2029	T3 2029	T4 2029
EFECTIVO INICIAL	664,921	682,450	4,841,911	4,009,266	2,770,497	1,963,486	1,717,881	914,769	632,113	503,766	773,401	501,460	796,705	1,225,986	1,721,863	1,606,683	2,120,774	2,765,609	3,496,026	3,567,586	4,348,017	5,266,090
Resultado integral del periodo	54,259	65,016	316,888	349,807	407,927	111,078	446,444	473,619	500,758	178,323	537,603	566,321	595,903	216,366	639,606	668,296	698,091	261,808	742,332	771,705	802,125	308,196
Depreciación y amortización	772,192	286,540	285,233	283,792	281,978	279,860	277,540	275,219	273,108	270,997	268,677	266,356	264,245	262,170	259,922	257,673	255,634	253,643	251,490	249,338	247,395	245,453
Otros resultados sin flujo de efectivo	105,884	-	-	-0	-	-	-0	-	-	-	0	-	-	-	-	-0	-	-	-0	-	-	-
Cambios en activos y pasivos	3,550,936	1,589,228	304,188	925,349	659,348	323,462	825,889	350,016	185,754	435,920	1,019,543	465,530	300,285	564,720	1,046,675	423,044	256,746	759,783	1,073,160	374,829	207,400	951,609
Activo financiero	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar comerciales	227,296	378,518	10,145	71,938	73,230	74,546	75,886	77,251	78,641	80,056	81,497	82,964	84,459	85,980	87,530	89,108	90,715	92,352	94,018	95,715	97,443	99,203
Cuentas por cobrar relacionadas	270,864	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inventarios	366,839	126,439	131,734	119,634	114,354	96,480	107,611	90,471	73,044	55,324	66,133	47,812	29,182	3,771	14,200	5,389	25,308	54,228	44,244	65,192	86,495	108,160
Otros activos	2,137,637	921,379	72,202	60,148	55,875	319,274	32,146	34,841	37,580	274,956	191,462	194,339	197,263	294,252	203,256	206,328	209,450	368,772	215,850	219,130	222,464	443,468
Cuentas por pagar comerciales	563,950	1,002,311	97,003	483,331	200,538	143,657	88,163	2,141	190,323	149,303	89,432	3,695	196,229	155,280	90,575	9,874	202,482	161,610	91,575	16,419	209,108	168,317
Otros pasivos	981,070	586,541	351,804	310,594	327,101	31,558	522,083	145,312	186,812	147,040	591,018	144,110	185,610	204,940	651,114	142,872	184,372	267,525	715,961	141,596	183,096	330,866
TOTAL FLUJO DE LAS OPERACIONES	4,162,985	1,367,704	272,532	850,334	533,399	67,477	656,985	151,616	41,895	13,400	750,617	105,565	31,373	86,183	666,990	12,421	185,712	244,331	582,318	147,337	347,329	397,960
Variación en propiedades, planta y equipo	1,197,285	431,130	402,117	455,052	473,490	511,933	509,613	507,292	463,181	503,071	500,750	498,429	454,318	487,058	484,809	482,560	438,521	468,904	466,752	464,599	420,657	460,714
TOTAL FLUJO DE INVERSIÓN	1,197,285	431,130	402,117	455,052	473,490	511,933	509,613	507,292	463,181	503,071	500,750	498,429	454,318	487,058	484,809	482,560	438,521	468,904	466,752	464,599	420,657	460,714
Obligaciones con instituciones financieras	1,873,260	1,201,833	6,188	124,134	214,165	273,915	311,015	331,271	339,099	337,850	330,064	317,662	302,093	284,443	265,526	245,947	226,152	206,467	187,126	168,295	150,087	132,578
Emissiones de mercado de valores	3,064,841	3,562,460	956,042	958,622	961,266	963,977	966,755	969,603	972,522	957,885	952,138	955,281	958,503	961,806	968,526	974,994	981,284	987,994	994,752	1,001,599	1,008,431	1,015,333
Emissiones anteriores	3,064,841	437,540	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177	686,177
VI Emisión de Obligaciones	-	4,000,000	269,865	272,445	275,089	277,800	280,578	283,426	286,345	289,337	292,403	295,547	298,769	302,071	305,389	308,757	312,175	315,643	319,161	322,729	326,347	330,015
Tramo A	-	2,000,000	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667
Tramo B	-	2,000,000	103,198	105,778	108,422	111,133	113,911	116,759	119,678	122,670	125,737	128,880	132,102	135,405	138,790	142,260	145,816	149,461	153,199	157,026	160,943	164,950
Aportes de accionistas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pago de dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL FLUJO DE FINANCIAMIENTO	4,938,101	2,360,627	962,230	834,488	747,102	690,062	655,740	638,332	633,423	620,036	22,074	37,619	56,411	77,363	67,001	43,953	20,601	17,182	187,126	168,295	150,087	132,578
VARIACIÓN NETA DE EFECTIVO	422,169	4,159,461	832,645	1,238,769	807,011	245,605	803,112	282,656	128,347	269,634	271,941	295,245	429,280	495,878	115,180	514,091	644,834	730,418	71,559	780,431	918,073	991,253
EFECTIVO FINAL	242,752	4,841,911	4,009,266	2,770,497	1,963,486	1,717,881	914,769	632,113	503,766	773,401	501,460	796,705	1,225,986	1,721,863	1,606,683	2,120,774	2,765,609	3,496,026	3,567,586	4,348,017	5,266,090	6,257,343

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

ANEXO 6: INDICADORES FINANCIEROS

Financial Indicators	2023	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026	T4 2026	T1 2027	T2 2027	T3 2027	T4 2027	T1 2028	T2 2028	T3 2028	T4 2028	T1 2029	T2 2029	T3 2029	T4 2029
EBITDA	3.210.92	2.682.47	1.095.87	1.929.63	2.816.17	3.728.66	1.200.68	2.148.53	3.124.11	4.127.67	1.284.26	2.326.51	3.398.47	4.501.20	1.376.13	2.521.18	3.698.06	4.908.15	1.476.61	2.732.91	4.023.35	5.348.30
(Acumulativo del año)	2	0	0	3	3	4	0	6	1	9	2	3	0	1	5	1	6	5	4	8	2	5
EBITDA / Ingresos	10%	10%	15%	13%	13%	12%	15%	14%	13%	13%	15%	14%	13%	13%	16%	14%	14%	14%	16%	14%	14%	14%
Margen Bruto	22,8%	26,3%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
Margen Neto	0,0%	0,8%	4,3%	4,5%	4,8%	3,2%	5,7%	5,8%	6,0%	3,9%	6,5%	6,6%	6,7%	4,4%	7,2%	7,3%	7,4%	4,8%	7,9%	8,0%	8,1%	5,2%
ROE	0,5%	1,4%	2,1%	4,4%	6,9%	6,3%	2,8%	5,6%	8,4%	7,5%	3,1%	6,2%	9,3%	8,2%	3,4%	6,7%	10,0%	8,8%	3,6%	7,1%	10,4%	9,2%
Cobertura de intereses (EBIT / Gasto financiero)	1,10	1,15	1,64	1,68	1,74	1,78	1,94	1,97	1,99	2,02	2,12	2,15	2,19	2,22	2,34	2,37	2,40	2,43	2,54	2,56	2,59	2,61
Capital de Trabajo (Miles de US\$)	5,17	4103,44	4763,55	5456,39	6175,70	6367,19	7069,22	7753,69	8380,72	8330,12	9123,48	9908,75	10646,51	10573,34	11477,42	12383,55	13252,29	13189,64	14148,49	15115,51	16050,93	15899,15
Liquidez - Razón Corriente	1,00	1,21	1,26	1,34	1,42	1,45	1,55	1,64	1,72	1,71	1,82	1,91	1,98	1,94	2,09	2,19	2,26	2,20	2,37	2,45	2,51	2,41
Liquidez - Prueba Ácida	0,51	0,57	0,57	0,56	0,56	0,54	0,54	0,56	0,59	0,59	0,63	0,69	0,75	0,75	0,82	0,91	0,99	0,99	1,09	1,19	1,28	1,26
Días de rotación de cuentas por cobrar	83,27	15,43	51,20	25,59	17,22	13,04	51,08	25,78	17,35	13,14	51,46	25,98	17,48	13,24	51,83	26,16	17,61	13,33	52,20	26,35	17,73	13,43
Días de rotación de inventarios	167	60	210	105	70	53	204	102	68	51	197	98	65	48	187	93	61	45	174	86	57	42
Días de rotación de cuentas por pagar	198	59	210	101	64	47	177	86	56	42	158	77	50	37	141	68	45	33	126	61	40	30
Días de ciclo de recuperación	52	17	51	30	24	19	79	42	29	22	90	47	32	24	97	50	34	25	100	51	34	25
Pasivos Totales / Activos Totales	75%	73%	71%	70%	69%	69%	67%	66%	65%	65%	64%	63%	62%	63%	61%	60%	59%	60%	59%	58%	57%	58%
Apalancamiento total (Pasivo / Patrimonio)	2,94	2,64	2,50	2,34	2,19	2,18	2,04	1,93	1,83	1,86	1,76	1,69	1,64	1,67	1,58	1,52	1,47	1,51	1,43	1,38	1,33	1,38
Deuda financiera / Activos Totales	42%	46%	45%	45%	44%	43%	42%	41%	40%	40%	40%	39%	39%	39%	39%	38%	38%	38%	38%	38%	37%	37%
Deuda Total / Ventas	112%	36%	128%	81%	39%	28%	105%	51%	33%	24%	92%	45%	30%	22%	85%	41%	27%	21%	79%	39%	26%	19%
ROA	0,0%	0,4%	0,6%	1,3%	2,2%	2,0%	0,9%	1,9%	3,0%	2,6%	1,1%	2,3%	3,5%	3,1%	1,3%	2,7%	4,0%	3,5%	1,5%	3,0%	4,5%	3,9%
Activos reales / Pasivos	1,20	1,34	1,35	1,38	1,40	1,41	1,43	1,45	1,47	1,47	1,50	1,51	1,53	1,52	1,55	1,57	1,58	1,58	1,61	1,63	1,64	1,63

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

Miembros del Comité:



Ing. Luis López



Econ. Santiago García



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 2019 a 2023 estados financieros interinos a nov2023, y nov2024, prospecto 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.