

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Ing. Andrea Paredes

aparedes@summaratings.com

Fecha de Comité

30 de abril de 2020

Periodo de Evaluación

Al 28 de febrero de 2020

Contenido

RESUMEN	2
RACIONALIDAD	2
DESCRIPCIÓN DE ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	4
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	5
ANÁLISIS DE LOS RIESGOS INHERENTES A LA EMISIÓN	7
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO	7
RIESGO SECTORIAL	11
RIESGO POSICIÓN DEL EMISOR	14
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL	19
RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA	22
RIESGO DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y GARANTÍAS DEL EMISOR Y VALOR	29
ANEXOS	34

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Tercera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA	Actualización	AA

Categoría: 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 verá 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.

Tendencia de la Categoría:

El presente Informe de Riesgos correspondiente a la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 4,000,000.00) para la Cuarta Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se otorga la calificación de riesgo **AA** sin tendencia para la Tercera Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones 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. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Muy Alto

- Las perspectivas de decrecimiento económico para el Ecuador son superiores al 6% debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y el deterioro del acceso a los mercados de capitales.
- La fuerte contracción de los ingresos del Estado debido a la disminución significativa de los ingresos petroleros y al impacto de la crisis en la contracción del consumo y la recaudación tributaria, incrementa el déficit fiscal y presiona la planificación presupuestaria del Gobierno Nacional; aumentando consecuentemente las necesidades de financiamiento externo.
- Tendencia del riesgo país es incremental, ubicándose en niveles máximos históricos por la caída significativa del precio del petróleo y el aumento de las necesidades de liquidez para solventar la crisis sanitaria. Encarecimiento del fondeo en el mercado de capitales.
- La reducción de las calificaciones de riesgo soberano para Ecuador, en base a la alta probabilidad del no pago de intereses y la reestructuración de la deuda con los tenedores de bono, afectaron la cotización de los instrumentos de financiamiento del país.
- La contracción significativa de la demanda y las restricciones de movilidad a nivel mundial han deteriorado las actividades productivas y comerciales, por lo que este año se espera que la economía mundial en su conjunto decrezca.

Mercados exportadores que mantienen fuertes relaciones comerciales con China ven afectada su liquidez debido al atraso de pagos por el coronavirus.

Riesgo Sectorial: Moderado

- La industria de impresión depende del acceso a nuevas herramientas tecnológicas y mano de obra calificada.
- Existe un aumento de la carga impositiva para el sector empresarial, lo que agudiza el margen neto de las empresas medianas y grandes. La rígida estructura de la coyuntura laboral restringe la capacidad de solvencia ante nuevos escenarios.
- La disminución del gasto público y las restricciones al sistema crediticio configuran un escenario de contracción de la demanda del sector.
- El crecimiento del sector manufacturero (relacionado significativamente al mercado exportador) se ve deteriorado por las restricciones de movilidad y el decrecimiento de la demanda, producto de la pandemia Covid-19. En el subsector de las empresas dedicadas a las actividades de impresión y servicios relacionados, son dependientes de este mercado por su rol intermediador entre el sector primario y los bienes exportables.
- La dependencia de bienes intermedios importados para la producción en el sector manufacturero deteriora el dinamismo de las actividades de producción.
- La disminución de la demanda agregada podría afectar las tasas de crecimiento del subsector, debido a la estrecha relación con el sector comercial. La tendencia en las tasas de variación del sector manufacturero y el PIB son similares; sin embargo, el “shock” del ciclo económico es más pronunciado en el sector.

Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- La empresa cuenta con una trayectoria en el mercado de 99 años.
- Cuenta con certificaciones de calidad para sus productos y procesos.
- Los días de cartera y proveedores disminuyeron, al 31 de diciembre de 2019 lo que ha incrementado el periodo de conversión del efectivo, pasando de 52 días en el 2018 a 113 días en el 2019, lo cual señala que la empresa necesita capital de trabajo para continuar con su operación.
- El Retorno operativo de la empresa mejoro pasando de 2.54% en el 2018 a 4.56% en el 2019, esto es producto de la reducción de los costos de la empresa, en consecuencia, de las negociaciones con los proveedores.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- Estructura Organizacional coordinada en la división de sus funciones y distribución de puestos. En el año 2020 se desvinculó el Gerente General de la empresa que contaba con una trayectoria de 9 años en la institución y continua con su participación como accionista.
- Periódicamente se llevan a cabo reuniones de rendición de cuentas para revisión de indicadores en áreas operativas, administrativas y ventas.
- Estrategia del negocio basada en la optimización de indicadores de rentabilidad y productividad.

Riesgo de la Estructura Financiera:

- Reestructuración de Pasivos de la empresa de corto plazo a largo plazo, en el 2018 los pasivos corrientes fueron de 55.12% en relación con los activos y en el 2019 el indicador paso a 36.17%.
- Las Necesidades Operativas de Fondos se incrementaron en 54.96% para el año 2019.
- Cobertura del EBIT en hasta 1.10 veces el gasto financiero para diciembre de 2019, presentando recursos necesarios para cumplir con las obligaciones contraídas.

Riesgo de Liquidez, Solvencia y Garantías del Emisor y Valor:

- Entre 2017 y 2019, el indicador endeudamiento del activo de la empresa se ha situado, en promedio, en 76.52% anual.
- Para el periodo septiembre 2019 - febrero 2020, el ratio de liquidez mensual fue en promedio 1.57 veces y su liquidez inmediata (prueba ácida) al 28 de febrero 2020 fue de 0.74 vez.
- El monto no redimido de obligaciones en circulación representó el 27.73% de los Activos menos las deducciones, según lo establece la normativa.

DESCRIPCIÓN DE ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

La compañía ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. se constituyó mediante escritura pública otorgada el 6 de julio de 1939 ante el Notario Vigésimo Octavo de la ciudad de Guayaquil e inscribió en el Registro Mercantil el 1 de agosto de 1939.

El objeto social de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. consiste en negociar en el ramo de artes gráficas en general, como imprenta y litografía, así como también en los ramos de papelería, librería y bazar, en la importación de los artículos o materiales necesarios para dichos negocios, en la exportación de los efectos de tales ramos, en la compraventa al por mayor y menor y consignaciones de los mismos y, en general, ejercer el comercio al por mayor y menor en todos sus aspectos y manifestaciones dentro y fuera de la República.

Hasta el 28 de febrero de 2020, la empresa reportó un total de 489 empleados. Además, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., hasta este mismo corte de información obtuvo ventas de más de 6 millones de dólares con un crecimiento en las ventas de 10.79% respecto al mismo periodo en el 2019.

Hechos Relevantes

- Debido a la declaratoria de pandemia por el COVID-19 por parte de la OMS y posterior declaratoria del estado de excepción en el país mediante Decreto Presidencial No.1017, la firma calificadora podrá realizar una revisión especial de la calificación de riesgos, según lo indica el Artículo 5, Sección I Calificación de Riesgo, Capítulo II Calificación de Riesgo, Título XVI Calificadoras de Riesgo, Libro II Mercado de Valores de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: “En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afectan la situación del emisor”, por lo que la calificadora dará seguimiento continuo a la situación del emisor y del entorno regulatorio.
- Con fecha 15 de abril de 2020 el Representante de los Obligacionistas de la Cuarta Emisión realizó la convocatoria para asamblea que se desarrollará el 24 de abril del presente año con el objeto de diferir los vencimientos de al oficio Nro. JPRMF-2020-0113-O del 04 de abril.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Tercera Emisión de Obligaciones

Artes Gráficas SENEFELDER C.A.	
Tercera Emisión de Obligaciones	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta US\$ 4,000,000.00
Resolución de Aprobación	SCVS.INMV.DNAR.17.0000835
Junta de Accionistas	10-11-17
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Clase y Plazo de la Emisión	Clase 1: 1,440 días Clase 2: 1,800 días
Rescates Anticipados	Considera rescates anticipados, cuyo mecanismo es determinado por el representante legal
Contrato Underwriting	No presentan contrato de Underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil y Extrabursátil
Tasa de Interés	Clase 1: 8.00% fija anual Clase 2: 8.25% fija anual
Agente Colocador y Estructurador	ALBION Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General y Específica
Amortización de Capital	Pagos Semestrales
Pago de Interés	Pagos Trimestrales
Forma de Cálculo de Interés	Base Comercial 30/360
Destino de los Recursos	Se destinarán en un 100% a sustitución de pasivos que mantiene la compañía
Representante de Obligacionistas	AVALCONSULTING Cía. Ltda.
Garantías Adicionales	Si

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 2. Tabla de Amortización Tercera Emisión de Obligaciones Clase 1

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
17-06-17	0	40,000	40,000
17-09-17	250,000	40,000	290,000
17-12-17	0	35,000	35,000
17-03-18	250,000	35,000	285,000
17-06-18	0	30,000	30,000
17-09-18	250,000	30,000	280,000
17-12-18	0	25,000	25,000
17-03-19	250,000	25,000	275,000
17-06-19	0	20,000	20,000
17-09-19	250,000	20,000	270,000
17-12-19		15,000	15,000
17-03-20	250,000	15,000	265,000
17-06-20	0	10,000	10,000
17-09-20	250,000	10,000	260,000
17-12-20	0	5,000	5,000
17-03-21	250,000	5,000	255,000
TOTAL	2,000,000	360,000	2,360,000

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 3. Tabla de Amortización Tercera Emisión de Obligaciones Clase 2

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
17-06-17	0	41,250	41,250
17-09-17	200,000	41,250	241,250
17-12-17	0	37,125	37,125
17-03-18	200,000	37,125	237,125
17-06-18	0	33,000	33,000
17-09-18	200,000	33,000	233,000
17-12-18	0	28,875	28,875
17-03-19	200,000	28,875	228,875
17-06-19	0	24,750	24,750
17-09-19	200,000	24,750	224,750
17-12-19	0	20,625	20,625
17-03-20	200,000	20,625	220,625
17-06-20	0	16,500	16,500
17-09-20	200,000	16,500	216,500
17-12-20	0	12,375	12,375
17-03-21	200,000	12,375	212,375
17-06-21	0	8,250	8,250
17-09-21	200,000	8,250	208,250
17-12-21	0	4,125	4,125
17-03-22	200,000	4,125	204,125
TOTAL	2,000,000	453,750	2,453,750

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los valores emitidos cuentan con Garantía General de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., conforme al Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero. También de acuerdo con las Actas de la Junta General Extraordinaria de Accionistas del 10 de noviembre de 2017 donde se aprobó la Tercera Emisión de Obligaciones, según lo dispone el literal f) del Art. 164 del, Título XVII Emisión de Obligaciones, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La emisión de obligaciones está respaldada con garantía general por parte de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., por esto se revisa la composición de los activos de la empresa. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación.

Según lo estipula el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera; para ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., el 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de US\$ 10,579,251.31 (cupo de emisión); con el saldo en circulación, el nivel de cobertura es de 2.08 veces sobre el saldo de capital y el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 3.61 veces.

Al 28 de febrero de 2020, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., tiene US\$ 38,514,677.78 de Activos de los cuales US\$ 19,186,820.96 son libres de gravamen, y el Total de Activos menos deducciones de la normativa presentaron un saldo de US\$ 13,224,064.14.

Tabla 4. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	
28-feb-2020	
(Expresado en dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	38,514,677.78
(-) Activos gravados	19,327,856.82
Subtotal Activos libres de gravamen	19,186,820.96

(Cont.)

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	
(-) Activos o impuestos diferidos	143,894.00
(-) Activos en Litigio*	-
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	146,846
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	597,017.00
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de valores renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación.	5,075,000.00
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	-
Activos menos deducciones	13,224,064.14
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	10,579,251.31
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	2.08
Indicador (Activos libre de Gravamen/ Obligaciones en circulación)	3.61
* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren	

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Procesos Legales Activos

De acuerdo con la información del Servicio de Rentas Internas, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. hasta finales de abril 2020 no registra deudas firmes, por concepto de deudas impugnadas o monto por concepto de facilidades de pago. La información del portal del Consejo de la Judicatura registra un proceso como figura de demandado por concepto de indemnizaciones laborales.

ANÁLISIS DE LOS RIESGOS INHERENTES A LA EMISIÓN

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio político, social e institucional

La emergencia sanitaria provocada por la pandemia COVID-19 (coronavirus), el complicado ambiente macroeconómico y político, la caída del precio del petróleo y la ruptura de los Oleoductos de Crudos Pesados han generado un constante deterioro en las calificaciones de riesgo soberano del Ecuador. En febrero del 2020, la calificadoradora de riesgos Moody's redujo la calificación soberana de "B3" a "Caa1" y la perspectiva de negativa a estable para el país. Entre los principales factores que se consideraron para la degradación se evidencia el limitado acceso a los mercados financieros internacionales, un calendario de amortizaciones de deuda por pagar "desafiante", y la resistencia que enfrenta el gobierno para realizar ajustes.

Debido a la rápida y creciente propagación del coronavirus, la emergencia mundial generó un deterioro "sin precedentes" en las perspectivas económicas mundiales; considerando que el Ecuador es uno de los países más afectados por la crisis, el 3 de abril del 2020 la calificadoradora emite una nueva actualización de criterio con respecto a los riesgos soberanos. Moody's bajó la calificación de riesgos de "Caa1" a "Caa3" alegando: altas probabilidades de reestructuración de la deuda, estimaciones de decrecimiento económico, niveles históricos máximos de riesgo país, solicitudes adicionales de instrumentos de financiamiento rápido (FMI) y altas expectativas de pérdida para los inversores.

Por su parte, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's confirmó las calificaciones soberanas para Ecuador de largo y corto plazo ("B-" y "B"). Apenas 21 días después, la calificadoradora vuelve a degradar la esta nota pasando de "B-" a "CCC-/C", posterior al anuncio de las autoridades del país de acogerse al "periodo de gracia" para atrasar el pago de intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030. Además, se colocó a las calificaciones crediticias soberanas en "CreditWatch" (relacionado al

riesgo adicional de una baja al nivel de incumplimiento selectivo) por la incertidumbre política, ya que algunos sectores de oposición solicitaron al gobierno suspender temporalmente el pago de la deuda.

Standard & Poor’s luego del envío de “solicitud de consentimiento” a los tenedores de la deuda el 8 de abril de 2020, decidió el 13 de abril de 2020 rebajar una vez más la calificación de la deuda soberana de “CCC-/C” a “SD/SD”, ya que el anuncio asegura casi por completo el no pago de los intereses pospuestos de los bonos 2022, 2025 y 2030 (dentro de los 30 días de plazo). La calificadora hace énfasis en que las presiones de liquidez siguen en aumento, y consecuentemente a aquello, las amplias necesidades de financiamiento presupuestal de Ecuador también se agudizan. La continua caída en el precio del petróleo (alcanzando niveles históricos mínimos) y el difícil acceso al mercado de capitales, dado que el riesgo país mensual promedio del Ecuador se encuentra por encima a los 3600 puntos configuran un panorama poco alentador.

Tabla 5 Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador			
Línea de Tiempo	S&P	FITCH	MOODY'S
06/02/2020			La calificación de riesgos baja de B3 a Caa1
04/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B a B-		
19/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de B- a CCC	
24/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CCC a CC	
25/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B- a CCC-/C		
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
09/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CC a C	
13/04/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de CCC-/C a SD/SD		

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La proforma presupuestaria 2020 proyectaba una distribución de ingresos la cual corresponde el 7.64% a capital, 25.16% a financiamiento y 67.19% a ingresos corrientes. Los egresos correspondían a 8% a inversión, 13% a capital, 16% aplicación de financiamiento y el 63% a corrientes, asumiendo un precio del barril de petróleo de US\$ 51. Uno de los puntos más relevantes es que en la proforma se esperaba una disminución de la recaudación por impuestos por US\$ 1,080.58 millones, consecuentemente se planteaba una reducción de gastos de bienes y servicios de consumo por US\$ 452.46 millones y reducción de la masa salarial del sector público por US\$ 415.99 millones. No obstante, se esperaba que los efectos recaudatorios que tendría la nueva Ley de Simplificación y Progresividad Tributaria aprobada en diciembre de 2019 compensen parte de la reducción de ingresos por recaudación.

Bajo el nuevo escenario económico producto de la pandemia del coronavirus que trajo consigo una serie de eventos sistémicos adversos, los ingresos proyectados para este año se verán considerablemente afectados por la caída del precio del petróleo a niveles históricos y por la inminente reducción que existirá en la recaudación del IVA y del Impuesto a la Renta por la contracción económica.

Según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el Producto Interno Bruto decreció en 0.1% en el 2019, mientras que el crecimiento promedio de este indicador macroeconómico fue de 0.49% en los últimos 5 años. Para el 2020 el BCE proyectó a inicios del mismo un crecimiento del

0.7% del PIB apalancado principalmente por la minería y para los próximos 2 años el crecimiento sería de 0.8% y 1.2%. Por su parte, la demanda interna nacional presentó tasas negativas de variación desde el último trimestre del 2018 hasta el cierre del año 2019 (generadas principalmente por el decrecimiento significativo del gasto público y la formación bruta de capitales fijo).

Debido a una serie de sucesos externos al desenvolvimiento natural del dinamismo económico ecuatoriano en los últimos meses, las proyecciones de crecimiento mundiales y nacionales se han reconfigurado. Dado que el Ecuador es uno de los países más afectados por la pandemia coronavirus (lo cual ha agravado sus necesidades económicas y modificado su planificación presupuestaria), la mayoría de las entidades internacionales y el gobierno nacional proyectan decrecimiento económico para el 2020. Goldman Sachs estima un decrecimiento del PIB del Ecuador de -5.7%, mientras que el gobierno estipula un decrecimiento más significativo al ubicar la estimación en -7%. El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto en -6% y -6.30% respectivamente. Se estima que en caso de extenderse la emergencia sanitaria por más de dos meses el decrecimiento económico podría ser de -9.63% para el siguiente año. Al momento, la economía ecuatoriana se encuentra en contracción y la incertidumbre económica impide realizar proyecciones de crecimiento en el largo plazo que indiquen la temporalidad o cambio del ciclo económico con certeza.

Los indicadores agregados guardan estrecha relación con los indicadores de rendimiento del sector productivo, el número de empresas a nivel nacional se redujo en promedio anualmente 1.5%; cifra conexas a la variación de la demanda nacional agregada. La concentración de las exportaciones en bienes, y no en servicios, aumenta la magnitud de la afectación en el sector externo provocada por el COVID-19. A pesar de que la gama de productos exportables ha aumentado, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales. La reactivación del sector productivo y comercial se ha visto obstaculizada en los últimos trimestres por; afectaciones cercanas a los US\$ 821.68 millones producto del paro nacional ocurrido del 3 al 14 de octubre de 2019, la contracción de la demanda mencionada, caída del precio del petróleo, y la desaceleración sustancial de la actividad económica producto de la crisis sanitaria. La estructura económica también juega un papel fundamental al ser poco flexible, según el Reporte Competitividad Global, el Ecuador presenta una calificación de 49.6/141 puntos en el coeficiente de flexibilidad del mercado laboral. Debido a las restricciones de movilidad existentes a nivel nacional e internacional implantadas para detener el avance del coronavirus, el sector comercial y las empresas que dependen de insumos intermedios importados pueden tener afectaciones mayores.

Equilibrio externo y balanza de pagos

Respecto a la cuenta corriente, esta presentó un valor negativo consolidado para el año 2019 de US\$ -78.7 millones, esta cifra se ve influida por el saldo negativo en la balanza de servicios y en la de renta. Por su parte, la cuenta de capital y financiera tuvieron un superávit de US\$ 83.6 millones y US\$ 73.2 millones respectivamente. Cabe indicar que al final del último trimestre se producen salidas por pagos de deuda y la inversión extranjera se mantiene en bajos niveles en relación al PIB, por lo que el resultado de la cuenta de cuenta de capital y financiera continuará dependiendo del flujo de deuda adquirido. La razón "Cuenta Corriente/PIB" refleja una tendencia cíclica relacionada al crecimiento económico, presentando a finales del 2019 una razón de -0.07% (aumento de 1.33 puntos porcentuales con relación al 2018). Debido a la emergencia sanitaria del covid y sus efectos colaterales, las perspectivas de mejorar los indicadores del sector externo son reservadas.

A febrero del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo positivo de US\$ 457.5 millones de dólares. A pesar de la variación anual de -4.4% de las exportaciones petroleras, la variación anual de todo el sector exportador en febrero fue de 13.2%. Este resultado se debe al aumento significativo de las exportaciones no petroleras (variación anual de 23.5%) principalmente en productos como el camarón, cacao, banano y madera. Estados Unidos se sigue

posicionando como el principal destino de exportación con exportaciones por US\$ 569 millones. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años; sin embargo, predomina la disminución paulatina del déficit de la balanza no petrolera y decrecimiento en las exportaciones petroleras (en términos monetarios).

La pandemia internacional no solo ha perjudicado el dinamismo del mercado petrolero, también afectó con intensidad a los principales destinos de exportación del país, frenando así el buen momento que atravesaba el sector. Las exportaciones decrecieron a partir de marzo de 2020 y aumentó la falta de liquidez ya que se ha retenido un porcentaje importante de los pagos por diferimiento. Considerando las variables externas más relevantes que influyen en la economía ecuatoriana se espera que la Reserva Federal de Estados Unidos logre disminuir la caída del mercado bursátil y los efectos negativos sobre la economía que está generando el coronavirus. En general, se prevé un mayor protagonismo de los bancos centrales más importantes del mundo. La caída del precio del petróleo a niveles mínimos históricos asienta aún más las expectativas de temporalidad de la contracción económica, ya que este *commodity* tiene un peso importante en los ingresos del estado. El precio del barril WTI (precio de referencia para el petróleo ecuatoriano) presentó los siguientes promedios de precios mensuales en el último semestre:

Tabla 6 Precio del Barril de Petróleo

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
20 de abril	-37.63
Marzo 2020	29.21
Febrero 2020	43.1
Enero 2020	57.7
Diciembre 2019	59.9
Noviembre 2019	57.0

Fuente: The Economic Times

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

En febrero del 2020, la deuda agregada fue de US\$ 58,661 millones (53.5% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (US\$ 13,037 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,500 millones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en Bonos emitidos en mercados internacionales (US\$ 18,814 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (US\$ 11,943 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

Al tercer trimestre de 2019, el déficit del Presupuesto General del Estado (PGE) se ubicó en torno al -2.26% sobre PIB, pero se espera que el déficit al final del 2019 se haya establecido por encima del 3% dado los pagos que el gobierno tiene que incurrir en el último trimestre de cada año. Las necesidades de financiamiento para el 2020 ascenderían a US\$ 6,000 millones para amortización de deuda y US\$3,384 millones para cubrir el déficit fiscal, aunque dadas las actuales circunstancias las necesidades de financiamiento serían superiores a los US\$ 10,000 millones de dólares.

En el 2019, el Ecuador recibió financiamiento del FMI y otros organismos multilaterales¹ para solventar los problemas de la balanza de pagos en el corto plazo (US\$ 10,279 millones). El Fondo Monetario Internacional aprobó el Acuerdo de Facilidad Extendida de Financiamiento (EFF) sujeto al compromiso de corregir las deficiencias de las finanzas públicas; sin embargo, debido a la resistencia política de algunos sectores sociales las correcciones no se han llevado a cabo. Coyunturalmente a la emergencia sanitaria, Ecuador se ha visto en la necesidad de ampliar su financiamiento y tomar acciones complementarias; por ello, el gobierno anunció que espera recibir

¹ FMI= USD 4,209 millones; Banco Mundial= USD 1,744 millones; BID= USD 1,717 millones; CAF= USD 1,800 millones; FLAR= USD 280 millones; BEI= USD 379 millones; AFD= USD 150 millones.

financiamiento adicional por US\$ 2,000 millones y retendrá el pago de obligaciones del sector público en campos no relacionados a la emergencia.

Para mitigar los efectos negativos del ciclo económico el gobierno nacional anunció el 10 de marzo un recorte presupuestario adicional de US\$ 1400 millones de dólares, de los cuales US\$ 800 millones son de bienes y servicios y US\$ 600 millones en bienes de capital; además, se reportó la eventual eliminación de 16 instituciones gubernamentales, aportación salarial de los servidores públicos y un incremento del 0.75% a las retenciones de la fuente de impuesto a la renta en las empresas. Adicionalmente se presentó el proyecto de “Ley Orgánica de Apoyo Humanitario Para Combatir La Crisis Sanitaria Derivada Del Covid-19”, el cual busca fortalecer las finanzas públicas y generar recursos que permitan implantar mecanismos de apoyo para la ciudadanía en general. Esta ley propone, entre otros, una contribución temporal de las personas naturales de acuerdo con el ingreso neto mensual, así como una contribución única el 5% a las sociedades que presenten utilidades por más de US\$ 1 millón de dólares. Se espera recaudar alrededor de US\$ 387 millones de dólares con esta medida.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de US\$ 2,297 millones al 9 de abril del 2020, lo que significó un decrecimiento de 36.8% en comparación al mismo periodo del 2019 y un decrecimiento de 37,5% respecto a febrero del 2020, en donde las reservas fueron de US\$ 3,636 millones y US\$ 3,676 respectivamente. El nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras apenas es el 43% (de los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó), esta disminución es producto de las necesidades de liquidez crecientes para afrontar la emergencia sanitaria y el pago de capital e intereses de los bonos soberanos 2020. El panorama actual deteriora la capacidad del país para generar y acumular activos externos netos,

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0.07%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado largos periodos de bajas inflaciones, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas proyectó una inflación de 0.84% al final del 2020. La inflación anual en marzo 2020 fue de 0.18%.

El acceso a los mercados financieros se ha visto deteriorado por el aumento del “riesgo país” a niveles máximos históricos y la degradación de la calificación de los bonos soberanos. El riesgo país mensual promedio fue de 3,639 puntos en marzo del 2020, situándose como el riesgo más alto de la región seguido por argentina con 3,376 puntos. Las causales del aumento de este indicador son la caída del precio del petróleo y el incremento de las necesidades de liquidez para afrontar el coronavirus. La Reserva Federal de los Estados Unidos en su accionar para mitigar el shock negativo financiero anunció una rebaja en la tasa de interés, ubicándola en un rango entre 0 y 0.25% hasta que termine la crisis.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector manufacturero es el más grande de la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 13% del PIB. Cuenta con una infraestructura de producción que permite la elaboración de bienes con un mayor nivel agregado y, por ende, cuentan con una ventaja de diferenciación. Sin embargo, el sector se caracteriza por tener mayor presencia en ramas intensivas en recursos naturales y mano de obra que en las ramas intensivas en ingeniería.

Según los últimos datos del Directorio de Empresas y Establecimientos del INEC publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), en el 2018 se registraron 88, 828 empresas de diferentes actividades económicas, de los cuales 7,729 corresponden a manufacturas representando el 8.38% del total de empresas. En la ENEMDU, a diciembre del 2019, el sector manufacturero (incluida refinación de petróleo) participa con el 10.30% del total de empleos a nivel nacional, en

comparación al 10.70% presentado en diciembre del 2018. La participación con respecto al empleo adecuado/pleno es del 12.40% frente al 12.5% a diciembre del 2018.

En el subsector de las actividades de impresión y actividades de servicios relacionados, según datos de la Superintendencia de Compañías, en el 2018 se reportaron 244 empresas operando bajo la actividad de “actividades de impresión”, subsector que presentó un crecimiento en ventas del 16.08% en el mismo año. Las empresas del subsector se concentran principalmente en Guayas y Pichincha con el 46.7% y 43.8% en el 2018. En relación con la concentración de la industria, presenta bajos niveles de concentración ya que las 4 empresas líderes concentran el 7.46% del mercado. El 0.74% de la demanda local se satisface a través de importaciones y el 0.13% de la producción local de esta industria se destina a los mercados internacionales. Según un estudio de la CFN, la balanza comercial del subsector ha mostrado históricamente deficitario, ya que pocas empresas se han internacionalizado, pese al valor agregado que implica la actividad.

Las barreras de entrada del sector de impresión y actividades de servicios relacionados son moderadas. Altos costos fijos, inversión en herramientas tecnológicas, mano de obra calificada y las economías de escala limitan la entrada de nuevas empresas. El riesgo de sustitución en esta industria es alto. Una mayor conciencia ambiental en la población incentiva al consumo de productos más ecológicos y/o biodegradables para el transporte de productos alimenticios y otros²; además, el uso de las herramientas digitales aumenta constantemente con el pasar del tiempo a disminuir la demanda del sector. Finalmente, el grado de rivalidad de la industria es significativo debido a la alta similitud de las empresas, la poca diferenciación de los productos, procesos productivos más modernos y altos costos de salida³. Por último, gran parte de la producción que realiza esta industria resulta muy necesaria para la exportación de productos, convirtiéndose en intermediador de otras industrias⁴.

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

Desde el 2015 al 2019, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio del 0.36%, cifra inferior al PIB durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía con una participación entre el 11% y 13% del PIB. El sector se vio afectado en los años de decrecimiento del PIB debido a su alto grado de correlación, al encontrarse la economía ecuatoriana en decrecimiento, las expectativas del sector no son favorables.

A pesar de no contar con cifras oficiales cercanas al espacio temporal de análisis sobre el comportamiento del tamaño muestral del subsector (impresión y reproducción de grabaciones), los últimos datos del Índice de Producción de la Industria Manufacturera (febrero, 2020) muestran un decrecimiento anual en la producción de 1.25% de las empresas relacionadas a la actividad. La producción de la industria manufacturera global tuvo en el mismo periodo una variación anual de 3.01%. El crecimiento del sector se debe, entre otros, al aumento de las exportaciones, explicando así también la tasa positiva del subsector al ser un sector intermedio en la cadena exportadora.

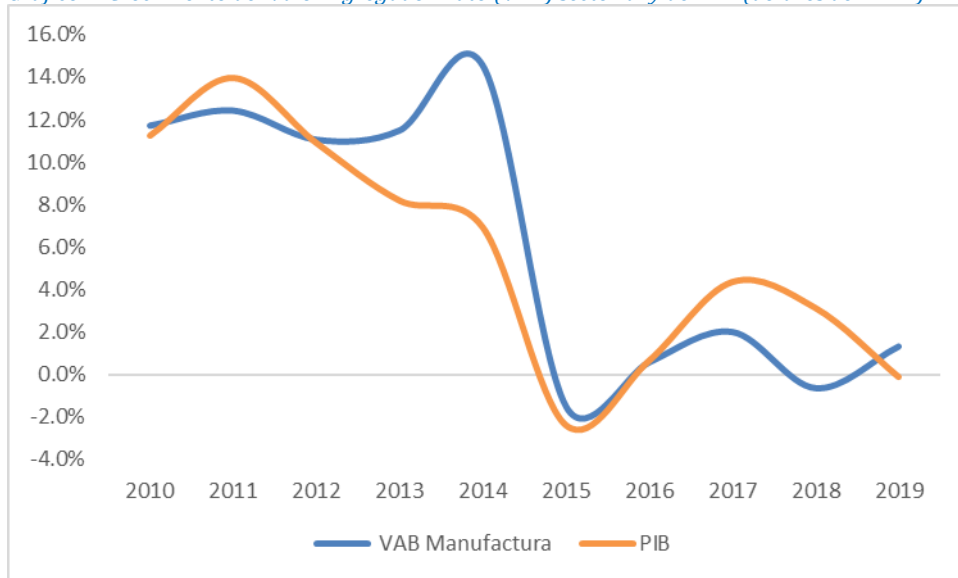
El sector se vio afectado en los años 2009, 2015 y 2016, años en donde se aplicaron mayores restricciones a las importaciones, lo cual afectó al acceso de materias primas y bienes de capital necesarios para la producción. Según las cifras preliminares publicadas por el Banco Central del Ecuador el crecimiento manufacturero fue de 1.3% en el último año, es decir, el crecimiento del sector fue superior al crecimiento del PIB debido a la disminución en el crecimiento de otros sectores representativos que afectaría la cuantía del PIB, como por ejemplo, el sector comercial es uno de los más representativos del Ecuador y obtuvo un decrecimiento en el último semestre del 2019 afectando de manera significativa al crecimiento del PIB.

² El sector gráfico apuesta por el uso de tecnología – Revista Líderes

³ Marketline Global InduRep, Global – Papel y Cartón, diciembre 2018

⁴ Ficha Sectorial Actividades de Impresión - CFN

Gráfico 1. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Considerando las 10 empresas⁵ que más ingresos generaron dentro de la misma industria en la que opera Artes Gráficas Senefelder C.A. las ventas reales en el 2018 fueron de 61.06 millones de dólares, que representa un crecimiento del 4.17% con respecto al 2017. En el mismo periodo, la rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas se situó en 0.84%. El ratio EBITDA/Ventas tuvo una variación positiva de 0.32%.

Se espera que la emergencia sanitaria mundial del covid-19 afecte al sector manufacturero por la paralización de actividades productivas y comerciales; pese a ello, existirán ramas de la industria menos afectadas e inclusive con perspectivas de crecimiento. Al momento es difícil estimar proyecciones de crecimiento del sector post-covid; sin embargo, el entorno en el que se desenvuelve Artes Gráficas Senefelder C.A. se verá afectado por la variación de las exportaciones en contexto de las restricciones de movilidad internacional existentes. Debido a la estrecha relación que guarda el sector manufacturero y su ciclicidad el riesgo sectorial es elevado.

Análisis de las principales regulaciones del sector

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción, en los que muchos segmentos se proveen de insumos del exterior, como es el caso de la industria de fabricación de papel que tiene una amplia demanda de materia prima importada. Por lo tanto, las restricciones comerciales como las salvaguardias tienen efectos negativos en este sector.

A finales del mes de mayo del 2019, el Ministerio de Ambiente de Ecuador (MAE) anunció una iniciativa para regular el empleo de productos plásticos de un solo uso, que contempla plazos y sanciones a la utilización de bolsas, sorbetes y recipientes contaminantes que afecten al medio ambiente. Solamente la región Insular a partir de mayo del 2018 posee una regulación que prohíbe el ingreso de objetos desechables, tales como: sorbetes, fundas de tipo camiseta, envases de polietileno y botellas plásticas no retornables.

A partir de esto, las tendencias a prácticas más ecológicas han obligado a innovar el modo de trabajo dentro de la industria. Por lo que, la industria de impresión requiere considerables inversiones en

⁵ Se consideraron las siguientes empresas: Artes Gráficas Senefelder C.A., Litotec S.A., Offset Abad C.A., Impresiones Técnicas del Ecuador Tecniprint S.A., Duoprint-G S.A., Vernaza Grafic Cía. Ltda., Negocios Gráficos Grafipren S.A., Promostock S.A., Zazaprint S.A., Plixaticorp S.A.

herramientas tecnológicas ya que muchas empresas están diversificando su oferta de servicios. Por lo tanto, la contratación de técnicos altamente calificados es una variable muy importante para el aseguramiento de la calidad de estos nuevos servicios. Debido a la crisis sanitaria del país, el gobierno anunció el 10 de abril de 2019 que las empresas que ganaron más de un millón de dólares deberán aportar además con el 5% de esa utilidad en tres pagos mensuales, este dinero se destinará a una cuenta de asistencia humanitaria.

RIESGO POSICIÓN DEL EMISOR

La compañía se constituyó de acuerdo con las leyes de la República del Ecuador el 6 de julio de 1939 e inscribió en el Registro Mercantil de la Propiedad del Cantón Guayaquil el 1 de agosto del mismo año.

El emisor mantiene vigente la Segunda, Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores, cuyo detalle y saldos se presenta en la tabla a continuación:

Tabla 7. Emisiones en circulación ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

	Monto de la emisión	Saldo de la emisión	Vencimiento
Segunda Emisión	US\$ 4,000,000.00	US\$ 200,000	2020
Tercera Emisión	US\$ 4,000,000.00	US\$ 1,750,000.00	2022
Cuarta Emisión	US\$ 4,000,000.00	US\$ 3,125,000.00	2023

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El saldo conjunto de la Segunda, Tercera y Cuarta Emisión al 28 de febrero de 2020 fue de US\$ 5,075,000.00 dólares de los Estados Unidos de América.

Además, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. consta inscrito como emisor de acciones en el mercado de valores mediante resolución SCVSC.15.0002545.

Posición Competitiva del Emisor

En el segmento específico en el que se desenvuelve ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. existen varios oferentes del tipo de servicio y productos en los que la empresa se ha especializado (artes gráficas en general, litografía y papelería en general). La empresa define como su competencia a empresas de la industria gráfica o comercializadoras de productos similares. Los principales competidores se detallan a continuación:

- Imprenta Mariscal Cía. Ltda.
- Gráficas Impacto GRAFIMPAC S.A.
- LITOTEC S.A.
- Monsalve Moreno Cía. Ltda.
- Offset Abad C.A.
- FIGURETTI S.A.
- TECNIPRINT S.A.
- FESAECUADOR S.A.

Las ventajas comparativas y competitivas son:

- Diversificación de sus líneas de negocio.
- Implementación de procesos de control y equipos especializados.
- Cuentan con una división de flexografía.
- Experiencia en el mercado.

Tabla 8. Certificaciones vigentes

Certificación	Propósito/Alcance
Internacionales	
ISO 9001:2015	Diseño, pre-prensa e impresión litográfica, publicitaria, industrial, formas continuas y documentos valorados. Vigencia: Septiembre 2021
SGS-COC-800030	FSC Chain-of-Custody
Certificado de implantación de esquema FSSC 22000	Estar en proceso de implementación de las normas/estándares Esquema FSSC 22000.

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los principales clientes del corte febrero 2020 se detalla en la tabla a continuación, no existe una concentración en los principales clientes.

Tabla 9. Principales Clientes

Cliente	% Participación
Cervecería Nacional CN S.A.	4.35%
Banco Guayaquil S.A.	3.81%
Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.	3.78%
GALAPESCA S.A.	3.16%
SUMESA S.A.	2.85%
Banco Pichincha C.A.	2.70%
CMAR SOCIEDAD ANONIMA CERRADA -CMAR S.A.C.	2.50%
Procesadora Posorja PROPOSORJA S.A.	2.08%
NESTLE ECUADOR S.A.	1.94%
Otros	70.92%

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las políticas de crédito y cobranza de la compañía poseen plazos de hasta 120 días y no generan intereses. Las cuentas con compañías relacionadas poseen plazo de hasta 180 días y no generan intereses.

En cuanto a los 10 principales proveedores de materia prima de la empresa, son de origen de Estados Unidos, Chile, Europa los créditos en pagos varían de 30 a 120 días dependiendo del proveedor.

Los principales proveedores en el mes de febrero de 2020 son:

Tabla 10. Proveedores

Proveedor	% Dependencia
CENTRAL NATIONAL GOTTES	19.13%
Cartulinas CMPC S.A.	18.72%
Roxcel Trading GMBH	10.68%
Baca International	7.24%
Perez Trading Corp.	5.15%
Oji Papeis Especiais	4.33%
Manroland Latina S.A.	0.57%
TORRASPAPEL	2.53%
ARCLAD S.A.	2.10%
Otros	29.56%

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Todos estos factores sumados a la especialización de la empresa en su nicho de negocio se constituyen en importantes barreras de entrada para que nuevos competidores en la industria entren al negocio o capten participación, no obstante, existen diversos oferentes del tipo de servicio y productos en los que la empresa se ha especializado (artes gráficas en general, litografía y papelería en general), por lo que esta industria presenta un alto grado de competitividad y rivalidad. Es importante mencionar que, SENEFELDER participa y ofrece sus productos en varias líneas de

negocios por lo que entre sus principales clientes se encuentran importantes empresas con las que mantienen buenas relaciones históricamente, tales como Cervecería Nacional, Santa Priscila, Banco Pichincha, por lo que actualmente los clientes poseen poder de compra.

Por otro lado, respecto a los proveedores, la cartera de SENEFELDER posee una concentración en los 10 principales proveedores extranjeros del 71% en relación con el costo de venta de febrero 2020, la empresa cuenta con un total de 206 proveedores. El proveedor CENTRAL NATIONAL GOTTES posee una participación de 19.13%. Concentración de proveedores del exterior, para mitigarlo se busca constantemente ofertas de alta calidad.

La amenaza de productos sustitutos es alta, debido principalmente a las tendencias mundiales las cuales apuntan hacia la sustitución de contenido físico por digital.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas, Tamaño y Participación de Mercado

Con información disponible del 2018 de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Artes Gráficas SENEFELDER C.A., presenta una participación de mercado de 20.61% en relación a sus competidores, considerando las ventas totales del 2018.

Tabla 11. Participación de Mercado

Empresa	Ingresos 2018	% Participación
Imprenta Mariscal Cía. Ltda.	44,075,624	25.71%
Artes Gráficas Senefelder C.A.	35,339,931	20.61%
FESAECUADOR S.A.	20,638,873	12.04%
Gráficas Impacto GRAFIMAPC S.A.	17,284,795	10.08%
POLIGRAFICA C.A.	13,409,809	7.82%
LITOTEC S.A.	11,901,955	6.94%
FIGURETTI S.A.	10,515,203	6.13%
Offset Abad C.A.	10,303,659	6.01%
TECNIPRINT S.A.	7,964,384	4.65%
Total	171,434,233	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros.⁶

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El giro principal del negocio de Artes Gráficas Senefelder C.A. es las labores de imprenta y artes gráficas en general. La empresa cuenta con un portafolio de productos diversificado, mediante el cual atiende las necesidades de varios segmentos del mercado ecuatoriano: Sector industrial, publicitario, comercial, bancario, alimenticio y al público en general. Las principales líneas son:

- Litografía industrial
- Litografía publicitaria
- Valores
- Formas Continuas
- División Digital
- División Agendas
- Servicios
- División Flexográfica
- Otros

En la tabla a continuación, se presentan las ventas mensuales del 2017, 2018 y 2019 de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. El pico de ventas en el 2017 se registró en el mes de noviembre con un

⁶ La fuente oficial es la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros al momento no cuenta con información actualizada del año 2019, por la emergencia sanitaria mediante resolución Nro. SCVS-INPAI-2020-00002930 firmada el 15 de abril de 2020 resuelve que la presentación de la documentación requerida en el Art. 20 de la Ley de Compañías, en concordancia con el Art. 25 del mismo cuerpo legal, podrá presentarse hasta el 30 de junio de 2020.

valor de US\$ 3,024,491, al igual que en el 2018 con un saldo de US\$ 3,530,976. En el comparativo del 2018-2019, se presenta una disminución significativa en el mes de noviembre con una reducción del 30.77% en las ventas respecto al mismo periodo en el 2018. En lo que va del año 2020 ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. registra ventas acumuladas de US\$ 6,182,280, con un crecimiento de 10.79% en las ventas en el mes de febrero de 2020 respecto al mismo periodo en el 2019.

Analizando los últimos tres años, partiendo de las proyecciones estructuradas en el proceso inicial de la cuarta emisión de la empresa. Se tienen que en el año 2018 a pesar de que no logró el cumplimiento total de ventas proyectadas para ese año, luego de una recesión fuerte en el año 2016 en donde la economía ecuatoriana se vio afectada en todos sus sectores, las ventas fueron de 34,1 millones de dólares, un cumplimiento presupuestario del 98% que representó un crecimiento de 2.56% en las ventas respecto al 2017. En el 2019, periodo en el que las expectativas de ventas superaban los 35 millones de dólares, con resultados reales al finalizar ese mismo año las ventas se ubicaron en 32,04 millones de dólares y un decrecimiento de 6.26% respecto al 2018.

Como resultado del crecimiento de años anteriores y las expectativas sobre las nuevas tendencias sobre el uso de papel en lugar del plástico, SENEFELDER esperaba obtener crecimiento en ventas en el 2019. Sin embargo, con resultados reales internos del 2019, se evidencia que existió un decrecimiento de ingresos, no obstante, la rentabilidad operativa aumentó en 0.17 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2018.

Tabla 12. Estadísticas de Ventas

MESES	2017		2018		2019		%Variación Mensual	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	Δ 17 - 18	Δ 18 - 19
Enero	2,981,897	8.95%	2,868,505	8.39%	2,904,953	9.06%	-3.80%	1.27%
Febrero	2,419,288	7.26%	2,473,875	7.24%	2,630,290	8.21%	2.26%	6.32%
Marzo	2,557,546	7.67%	2,942,310	8.61%	2,781,091	8.68%	15.04%	-5.48%
Abril	2,716,454	8.15%	2,823,996	8.26%	2,864,925	8.94%	3.96%	1.45%
Mayo	2,618,806	7.86%	2,964,152	8.67%	2,933,264	9.15%	13.19%	-1.04%
Junio	2,840,612	8.52%	2,745,316	8.03%	2,690,801	8.40%	-3.35%	-1.99%
Julio	2,734,771	8.20%	2,585,314	7.56%	2,957,241	9.23%	-5.47%	14.39%
Agosto	2,795,553	8.39%	2,796,016	8.18%	2,765,209	8.63%	0.02%	-1.10%
Septiembre	2,819,689	8.46%	2,761,329	8.08%	2,499,536	7.80%	-2.07%	-9.48%
Octubre	2,934,344	8.80%	2,825,736	8.27%	2,245,426	7.01%	-3.70%	-20.54%
Noviembre	3,024,491	9.07%	3,530,976	10.33%	2,444,550	7.63%	16.75%	-30.77%
Diciembre	2,890,518	8.67%	2,869,227	8.39%	2,328,745	7.27%	-0.74%	-18.84%
Total	33,333,969		34,186,752		32,046,031			

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Respecto a cada una de las líneas de negocios de Artes Gráficas SENEFELDER C.A. se tiene que históricamente la línea de Litografía Industrial es la que aporta con los mayores ingresos, esta línea históricamente aporta con más del 50% del total de ventas, seguido por la línea de Formas Continuas que representó el 16.94% en relación con las ventas del año 2019.

Tabla 13. Estadística de Ventas por líneas de negocio – Acumulado febrero 2020

LINEA	Febrero 2019		Febrero 2020		Variación
	US\$	A.V. %	US\$	A.V. %	%
Litografía Industrial	3,367,743	60.87%	3,554,749	57.50%	5.55%
Litografía Publicitaria	503,379	9.10%	629,188	10.18%	24.99%
Valores	461,529	8.34%	499,120	8.07%	8.14%
Formas Continuas	624,030	11.28%	729,734	11.80%	16.94%
División Digital	323,263	5.84%	317,656	5.14%	-1.73%
División Agendas	35,258	0.64%	49,401	0.80%	40.11%
Servicios	-	0.00%	3,874	0.06%	100.00%
División Flexográfica	217,232	3.93%	353,549	5.72%	62.75%
Otros	-	0.00%	45,011	0.73%	100.00%

(Cont.)

	Febrero 2019	Febrero 2020	Variación		
LINEA	US\$	A.V. %	US\$	A.V. %	%
Total	5,532,434		6,182,280		11.75%

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Eficiencia Operativa del Negocio

Tabla 14. Indicadores de eficiencia

Rotación		Promedio Competidores		ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.			
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	feb-20*
EBITDA margen	%	10.50%	10.36%	4,80%	5,71%	4,56%	7.60%
Retorno Operativo de Ventas	%	6.43%	5.98%	1,96%	2,54%	4,56%	6.22%
Rotación de cartera	x	3.46	4.82	4.91	5.17	5.38	4.24
Rotación de inventario	x	2.28	2.07	2.88	2.92	2.93	3.00
Rotación de cuentas por pagar	x	3.94	4.14	3.41	2.56	4.69	n/a
Días de cartera	d	104	75	73	70	67	85
Días de inventario	d	158	174	125	123	123	120
Días de proveedores	d	91	87	106	141	77	112
Ciclo de conversión de efectivo	d	171	162	92	52	113	93

C - Competidores. *Estados Financieros Internos

Fuente: Informes Auditados e Internos de SENEFELDER C.A. y Superintendencia de compañía, valores y seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el año 2019 la empresa recaudó los créditos concedidos o cuentas por cobrar de los clientes unas 5.38 veces, la empresa recaudó sus créditos en periodos similares respecto al promedio de años anteriores. Por otro lado, en el último año fiscal la empresa también tomó menos tiempo en pagar a los proveedores, el indicador fue de 77 días por lo que tardó 63 días menos respecto al 2018 esto se da porque los abastecimientos de materia prima son por medio de convenios de compra, manejados de acuerdo con los intereses de la compañía. Si se realiza una comparación con los principales competidores de la empresa en el giro de negocio en el que se desenvuelve, el promedio de pago en el 2018 se ubicó en 87 días.

El ciclo de conversión de efectivo paso de 52 a 113 días en el 2019, ubicándose bajo la media de sus principales competidores, explicado por el apalancamiento con proveedores. Por otro lado, el retorno operativo de la empresa se ubicó en un promedio de 3.02% en los últimos tres periodos analizados, mientras que el EBITDA margen fue un promedio de 5.02%.

Riesgo Operativo

La compañía ha identificado los principales riesgos operativos, tales como riesgos financieros y riesgos en sus actividades operativas las cuales están relacionadas con el uso y manejo de maquinaria y equipo pesado.

Con el objetivo de mitigar los riesgos operativos, Artes Gráficas Senefelder C.A. cuenta con:

- Sistemas integrados operativos contables.
- Software especializado para cotizar impresiones variables.
- Sistema de planificación de producción.
- Sistema especializado para diseño, pre y post prensa para las artes gráficas.
- Recertificación ISO 9001-2015

Además, cuenta con pólizas de seguro de multirriesgo industrial con la Mapfre Atlas Compañías de Seguros S.A.

Rentabilidad del Negocio

Tabla 15. Indicadores Rentabilidad

Rentabilidad		Promedio Competidores		ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.			
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	feb-20*
ROA	%	2.59%	3.41%	-1.20%	0.29%	0.28%	0.63%
ROE	%	8.35%	9.59%	-5.68%	1.34%	1.03%	2.38%
Retorno neto de Ventas	%	2.45%	2.09%	-1.26%	0.29%	0.32%	2.28%

C - Competidores. *Estados Financieros Internos

Fuente: Informes Auditados e Internos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. y SCVS

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando la capacidad de generación de beneficios por parte de la empresa se analizan distintos indicadores de rentabilidad.

Los indicadores de rentabilidad resultaron positivos para los años 2018 y 2019, la empresa esta trabajando en una optimización de costos y recursos, por lo cual se evidencia que la Propiedad Planta y Equipo creció en un 30% en el año 2019 comparado al año 2018. El ROA del 2019 fue de 0.28% y el ROE de 1.03%.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., registra la siguiente nómina de accionistas:

Tabla 16. Accionistas

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Capital	% de Participación
1	0992307277001	Fideicomiso Mercantil FIAS	Ecuador	\$ 219,780.00	6.68%
2	0992860448001	Holding Anmacalgrup S.A.	Ecuador	\$ 1,173,695.00	35.67%
3	0908554124	Montes Jalil Marcelo Enrique	Ecuador	\$ 361,415.00	10.99%
4	1711093920	Grijalva Vicuña Rodrigo Javier	Ecuador	\$ 500.00	0.02%
5	0905764791	Jiménez Alvarado Luis Eduardo	Ecuador	\$ 1,534,610.00	46.64%
Total				\$ 3,290,000.00	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Artes Gráficas SENEFELDER C.A., cuenta con un capital suscrito de US\$ 3,290,000.00 donde Jiménez Alvarado Luis Eduardo posee el 46.64% de participación

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Fideicomiso Mercantil FIAS, también es accionista en las siguientes empresas:

Tabla 17. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	Cerro Verde Forestal S.A. (BIGFOREST)	ACC
2	Activa	La Estancia Forestal (FORESTEAD) S.A.	ACC
3	Activa	La Vanguardia Forestal (VANGUARFOREST) S.A.	ACC
4	Activa	ALICOSTA Bk Holding S.A.	ACC
5	Activa	La Campiña Forestal (STRONGFOREST) S.A.	ACC
6	Activa	Holcim Ecuador S.A.	ACC
7	Activa	Camposantos Del Ecuador S.A. CAMPOECUADOR	ACC
8	Activa	MERIZA S.A.	ACC
9	Activa	El Refugio Forestal (HOMEFOREST) S.A.	ACC
10	Activa	La Colina Forestal (HILLFOREST) S.A.	ACC
11	Activa	La Sabana Forestal (PLAINFOREST) S.A.	ACC
12	Activa	La Reserva Forestal (REFOREST) S.A.	ACC

(Cont.)

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
13	Activa	La Cumbre Forestal (PEAKFOREST) S.A.	ACC
14	Activa	Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos SA	ACC
15	Activa	INVERSANCARLOS S.A.	ACC
16	Activa	SURPAPEL CORP S.A.	ACC
17	Activa	Río Grande Forestal (RIVERFOREST) S.A.	ACC
18	Activa	El Sendero Forestal (PATHFOREST) S.A.	ACC
19	Activa	Cerro Alto Forestal (HIGHFOREST) S.A.	ACC
20	Activa	Río Congo Forestal C.A. (CONRIOCA)	ACC
21	Activa	El Tecal C.A. ELTECA	ACC
22	Activa	RETRATOREC S.A.	ACC
23	Activa	Bienes Raíces e Inversiones de Capital BRIKAPITAL S.A.	ACC

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Montes Jalil Marcelo Enrique también es accionista y representa las siguientes empresas:

Tabla 18. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	Holding Anmacalgrup S. A.	ACC/RL
2	Activa	BELLARY S.A.	ACC/RL

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Jiménez Alvarado Luis Eduardo, también es accionista y representa las siguientes empresas:

Tabla 19. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	Holding Jiménez S.A. HJZ	ACC/RL
2	Activa	ECUACREAR S.A.	ACC/SRL
3	Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM	PRODUVETECE S.A.	ACC
4	Activa	HOLDING ANMACALGRUP S.A.	ACC
5	Activa	BELLARY S.A.	ACC
6	Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM	FRATTECORP S.A.	ACC
7	Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM	Inversita Inversionista Fiduciaria SA	ACC/RL

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los administradores actuales de la compañía son los que se muestran a continuación:

Tabla 20. Administradores

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Cargo	Periodo	Fecha de Nombramiento
1	0905764791	Jiménez Alvarado Luis Eduardo	Ecuador	Presidente Ejecutivo	5	02/12/2019

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 21. Principales Ejecutivos

Empleado	Fecha de Ingreso	Tiempo	Cargo
Jiménez Alvarado Luis Eduardo	1988	31 años	Presidente
Franklin Salas	2020	3 meses	Director General
Jácome Alzamora Elmer Mauricio	1994	25 años	Gerente Regional Quito

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el mes de enero 2020 se incorporó el Econ. Franklin San Andrés como Director General de la empresa Artes Gráficas SENEFELDER C.A. cuenta con una trayectoria en el grupo de más de 30 años, ha desempeñado el cargo de Gerente General y Gerente Financiero por dos ocasiones en SENEFELDER y cuenta con un amplio conocimiento de las operaciones de la empresa.

Con el objetivo de dar cumplimiento a la estrategia de negocio corporativo se planificaron los siguientes objetivos estratégicos en el año 2019:

- Cumplimiento del presupuesto de ventas. *El cumplimiento anual de esta estrategia fue del 91%*
- Reducción de los desperdicios. *Al cuarto trimestre del 2019, la reducción fue de 10.50%.*
- Reestructuración de pasivo corto plazo por largo plazo. *Al cuarto trimestre del 2019, la relación pasivo corriente sobre pasivo total fue del 50%, inferior al indicador tope fijado como requisito.*

La planificación estratégica de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. tiene como base el presupuesto de ventas anual, el mismo que es revisado periódicamente de forma mensual. En el año 2020 la empresa posee un plan de inversiones de US\$ 1,840,000 financiado por la CFN a 10 años, además, una máquina impresora ROLAND por US\$ 1,370,000 y una nueva línea de envases y bodega por US\$ 470,000. Es importante mencionar que en esta industria es clave la inversión en tecnología e infraestructura.

Desde la declaración de pandemia ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. instauro un comité de crisis Covid-19 liderado por el presidente y conformado por jefes con cargos de responsabilidad para todos.

Cuentan con un plan integral de retorno a actividades 2020 el que incluye actualización de protocolos de bioseguridad alineados a las disposiciones de organismo como el ministerio de salud, trabajo y COE. Los procesos y controles se mantienen con el personal administrativo, cuentan con un sistema integrado de información gerencial para las áreas de: contabilidad, presupuesto, compras, importaciones, bodegas, control bancario. De manera periódica coordinan reuniones con la herramienta zoom con licencia para operarla, revisión de reportes de actividades, actualización de información en el sistema antes mencionado en forma periódica.

Gobierno de la Corporación

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. cuenta con 483 empleados al 28 de febrero de 2020. La empresa no cuenta con sindicatos o comités laborales.

Tabla 22. Empleados

Nombre	Total
Directivos	1
Administración	152
Producción	306
Ventas	30
Total	489

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Misión

Servir a nuestros clientes con soluciones gráficas integrales que les generen valor y resalten imagen.

Visión

Liderar el Mercado gráfico nacional y fortalecer nuestra presencia en el mercado internacional, brindando productos y servicios de calidad a través del desarrollo de nuestro recurso humano, la inversión en tecnología y la orientación a la protección del ambiente.

Tabla 23. FODA

Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> La incorporación de equipos tecnológicos más automatizados, lo cual disminuiría costos. 	<ul style="list-style-type: none"> Paulatina tendencia a la sustitución de contenido físico por contenido digital. Dependencia de materia prima importada, la misma que se deriva de “commodities” y, por ende, conlleva a fluctuaciones de precios. Entorno altamente cambiante, donde la evolución tecnológica obliga la permanente renovación e inversión en equipos.
Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> Cuenta con una amplia capacidad instalada y modernos equipos que le permiten tener mejor tiempo de respuesta y calidad en sus productos. Continua búsqueda para ofrecer nuevas líneas de productos y servicios. Amplia experiencia y trayectoria de los directivos, así como permanente capacitación al personal. Importante y reconocida imagen empresarial. 	<ul style="list-style-type: none"> Concentración en proveedores del exterior, para mitigarlo se busca constantemente ofertas de alta calidad.

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Certificaciones

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. cuenta con certificaciones de calidad, por lo que los procesos de manufactura y apoyo están normados bajo políticas de gestión clara, medibles y orientadas a resultados. Todos los productos están elaborados con materias primas certificadas con los más altos estándares, supervisados por un sistema de control interno.

Política de Gobierno Corporativo

De acuerdo con el estatuto social de Artes Gráficas Senefelder C.A., el gobierno de la compañía corresponde a la Junta General de Accionistas y su administración al directorio, al Presidente Ejecutivo y al Gerente General.

Reuniones de la Administración

- El directorio sesionará trimestralmente de forma ordinaria y de forma extraordinaria cuando sea convocado.
- Mantienen Juntas de accionistas, reuniones de directores, en estas se tratan temas relativos con lo dispuesto en los estatutos de la compañía.
- Existen reuniones de alta dirección con los líderes de áreas para tratar asuntos inherentes a resultados, con todas las áreas administrativas, ventas, producción y operaciones.
- Las reuniones son periódicas, programadas y no programadas, se abarcan temas relativos a resultados y toma de decisiones.

Responsabilidad Social

- Forma parte de la red de erradicación de trabajo infantil, en el cual se trabaja por el bienestar de niños, niñas y adolescentes a través de iniciativas corporativas.
- Anualmente, realiza un concurso al mérito escolar, en el que se premia a los mejores promedios de primaria y secundaria.
- Realiza donaciones para las actividades del Ministerio del Trabajo.

RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo con base de los estados financieros auditados por la firma KPMG del Ecuador Cía. Ltda. para los años 2015, 2016 y por la firma Romero y Asociados Cía. Ltda. en el 2017 y 2018. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. con corte al 31 de diciembre de 2020 y 28 de febrero de 2019 y 2020.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Estructura Financiera

El total de **Activo Corriente** al 31 de diciembre de 2019 se ubicó en US\$ 18,132,986 esto fue un decrecimiento de 8.15% con respecto al 31 de diciembre de 2018. En el análisis comparativo del mes de febrero de 2020 respecto a su similar periodo en el 2019, el total de activos de la empresa creció un 14.99%, este incremento impulsado principalmente por las cuentas por cobrar.

La cuenta de efectivo y equivalentes decreció un 36.42% del 2017 hasta finalizar el 2018, esta cuenta la componen: efectivo y bancos (US\$ 564,926). En el mes de febrero de 2020 el valor de la cuenta de se ubicó en US\$ 687,441.

Tabla 24. Cuadro de Origen y aplicación de Fondos (COAF) – Activos

ACTIVOS	2018	2019	COAF 2018 - 2019
Activo Corriente	19,741,234	18,132,986	- 1,608,248
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFFECTIVO	888,470	564,926	- 323,544
ACTIVOS FINANCIEROS	7,488,332	6,837,894	- 650,438
INVENTARIOS	9,961,216	9,075,390	- 885,826
SERVICIOS Y OTROS PAGOS ANTICIPADOS	190,826	595,718	404,892
ACTIVOS POR IMPUESTOS CORRIENTES	1,212,390	1,059,058	- 153,332
Activo no Corriente	14,326,859	18,573,814	4,246,955
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	14,287,484	18,486,990	4,199,506
ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	-	80,090	80,090
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	39,375	6,734	- 32,641
ACTIVOS TOTALES	34,068,093	36,706,800	2,638,707

Fuente: Informes Internos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

El saldo neto de cuentas por cobrar a clientes disminuyó en US\$ -843,686 del 2018 al 2019, por el contrario, en el comparativo febrero de 2019 a febrero de 2020 existió un aumento de US\$ 1,028,495. De acuerdo con información interna de la compañía, en febrero la cuenta la componen: clientes menos provisiones (6,737,854), otras cuentas por cobrar no relacionadas (US\$ 962,941) y cuentas relacionadas (US\$ 887,259). Las cuentas por cobrar a clientes representan facturas por ventas de servicios de impresión, en relación con las cuentas relacionadas corresponden a una cuenta por cobrar a Bellary por venta de terreno delantero lote 1B.

Al finalizar el 2018, las cuentas por cobrar relacionadas representaron el 2.51% del total de activos de la empresa, el saldo de esta cuenta corresponde a BELLARY S.A. por US\$ 877,995 en el activo corriente. Esta cuenta de acuerdo con los estados financieros auditados corresponde a un acuerdo de cesión de derechos de fraccionamiento de bien inmueble. El saldo de las cuentas por cobrar a relacionadas en diciembre de 2019 y febrero de 2020 fue de US\$ 886,765 y US\$ 887,259 respectivamente.

Utilizando indicadores de rotación, se observa que: la empresa mantiene menores sus días de cobro respecto a los días de pago. Convirtió en 67 días las Cuentas por Cobrar en efectivo, rotando unas 5 veces en el año 2019 y pago a sus proveedores en 77 días. El ciclo de conversión de efectivo de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. se ubica por debajo la media de la competencia, explicado principalmente por el apalancamiento con proveedores. Este indicador se ubicó en 82 días en febrero de 2020.

La empresa trabaja con clientes reconocidos y con buenas prácticas comerciales en el país, el 34% de la cartera por vencer corresponde a ventas realizadas a las empresas: Sumesa S.A., Industria Pesquera Santa Prisila, Cervecería Nacional, Omarsa, Nestle, Procesadora Posorja Proposorja, Universal Sweet Industries y Omar Sociedad Anónima.

La cartera vencida es de 27.39% de acuerdo con el detalle de antigüedad cartera.

Tabla 25. Detalle Antigüedad Cuentas por Cobrar- febrero de 2020

ANTIGÜEDAD DE CARTERA CLIENTES		
DESCRIPCIÓN	TOTAL	%
Cartera por vencer	4,641,965.99	72.61%
Cartera Vencida	1,751,306.08	27.39%
0 - 30 días	1,029,102.14	16.10%
31 - 60 días	326,389.23	5.11%
61 - 90 días	81,147.23	1.27%
91-120 días	29,596.85	0.46%
más de 120 días	285,070.63	4.46%
TOTAL DE CARTERA:	6,393,272.07	100.00%

Fuente: Informes Internos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando la variación de la cuenta de inventarios, se tiene que existió una disminución de US\$ - 885,826 del 2018 al 2019, cuando el valor de la cuenta se ubicó en US\$ 9,075,390. En referencia a esto como se evidencia en los indicadores de rotación, la rotación del inventario se mantuvo en niveles similares en promedio los dos últimos años fiscales (5 veces), los rubros más representativos de la cuenta de inventario al finalizar el 2019 son el de materia prima (US\$ 3,271,598) y productos terminados (US\$ 1,398,464). El valor de la cuenta fue de US\$ 8,735,418 en febrero de 2020, corte en el que representó el 22.68% del total de activos con un decrecimiento de 8.12% respecto al mismo periodo en el 2019. Esta disminución se da como resultado de la aplicación de las estrategias de negocio del año 2020, que es mejorar el manejo interno de los materiales en la planta (rotación de inventarios, baja de mermas, y desperdicios por manipuleo y traslado de materiales en conversión a pliegos).

Por otro lado, en el análisis de la cuenta propiedad, planta y equipo de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. se evidencia un incremento, el valor de la cuenta en diciembre de 2019 fue de US\$ 18,486,990, que representó un crecimiento de 29.39% respecto su similar periodo en el 2018.

En lo que respecta a la distribución del **Pasivo** al 28 de febrero de 2020, acorde a información de los estados financieros internos de la empresa, los Pasivos Corrientes se ubican en un valor de US\$ 14,897,283 y los Pasivos no Corrientes en US\$ 13,393,006.

Al analizar los **Pasivos**, de la empresa se observa una estructura de pasivos que concentra el 49.87% de este en pasivo corriente y 50.13% en pasivo no corriente. En los periodos analizados el promedio de pasivos corrientes fue de un 61% total de los pasivos de la empresa.

La cuenta de obligaciones con instituciones financieras presentó un saldo al 2019 de US\$ 4,288,716 una disminución de 2.07% respecto a diciembre de 2018. Estos saldos corresponden a la porción corriente de préstamos bancarios con distintos bancos locales, del exterior e intereses por pagar. En este mismo periodo las obligaciones emitidas distribuidas en el corto plazo presentaron un saldo de US\$1,996,850.

En el periodo más reciente del que se posee información, que es el mes de febrero de 2020 las obligaciones financieras corresponden a instituciones financieras y emisión de obligaciones presentaron un saldo de US\$ 15,678,006 un crecimiento de 40.50% respecto a febrero de 2019, de los cuales en el 2020 el 34% corresponde a pasivos corrientes y 66% pasivos no corrientes

Por su parte, la cuenta de porción corriente de valores emitidos fue de US\$ 1,730,340 en febrero de 2020.

Respecto al endeudamiento, el indicador deuda/activos, el cual relaciona la deuda financiera respecto al nivel de activos, fue de 45.14% en el 2019 (35.20% en el 2018), se esta incrementando el nivel de apalancamiento con deuda financiera y esto ocasiona que la empresa deba generar mayor EBITDA para poder pagar los intereses.

Las cuentas por pagar experimentaron una disminución de US\$ 5,691,598 en el saldo durante el periodo diciembre 2018 a diciembre de 2019 ubicándose en un saldo de US\$ 5,674,598. El desglose de la cuenta es como sigue: Proveedores locales (US\$ 1,383,401), Proveedores del exterior (US\$ 4,291,197). Las cuentas por pagar comprenden principalmente facturas por compras de bienes y servicios pagaderas con plazos de hasta 120 días. Las cuentas por pagar a proveedores se ubicaron en un saldo de US\$ 8,175,440 en febrero de 2020, un decrecimiento de -24.52% respecto al mes de febrero de 2019.

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. en el año 2019, la Presidencia y los departamentos de producción, adquisición y calidad en programas para optimizar la adquisición (precios, lotes de compra, frecuencia de despachos), de preferencia para adquirir las materias primas directamente a productores(molinos) y disminuir las adquisiciones de intermediarios. La disminución de las Cuentas por Pagar se da porque la empresa ha logrado con determinados proveedores la venta de productos sin apertura de cartas de crédito, lo cual mejora los costos , esta mejora también se evidencia en la reducción del costo de venta que paso de representar el 85.04% de las ventas en el 2018 a 82.97% en el 2019.

Tabla 26. Cuadro de Origen y aplicación de Fondos (COAF) – Pasivos

PASIVOS	2018	2019	COAF 2018 - 2019
Pasivo Corriente	18,779,537	13,276,811	- 5,502,726
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	11,366,196	5,674,598	- 5,691,598
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	4,379,225	4,288,716	- 90,509
PROVISIONES	-	79,515	79,515
PORCIÓN CORRIENTE DE VALORES EMITIDOS	2,134,935	1,996,850	- 138,085
OTRAS OBLIGACIONES CORRIENTES	-	355,624	355,624
OTROS PASIVOS FINANCIEROS	337,643	-	- 337,643
ANCITIPOS DE CLIENTES	-	355,619	355,619
PORCION CORRIENTE DE PROVISIONES POR BENEFICIOS A EMPLEADOS	-	525,889	525,889
OTROS PASIVOS CORRIENTES	561,538	-	- 561,538
Pasivo no corriente	7,835,634	13,346,740	5,511,106
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	3,007,477	7,054,315	4,046,838
PORCIÓN NO CORRIENTE DE VALORES EMITIDOS	2,469,779	3,230,762	760,983
PROVISIONES POR BENEFICIOS A EMPLEADOS	1,916,932	1,720,634	- 196,298
PASIVO DIFERIDO	441,446	1,341,029	899,583
PASIVOS TOTALES	26,615,171	26,623,551	8,380

Fuente: Informes Internos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otro lado, los préstamos con entidades financieras y emisión de obligaciones distribuidas en el largo plazo a febrero de 2020 se ubicaron en un saldo de US\$ 7,054,315 y US\$ 3,296,158 respectivamente. El total del endeudamiento financiero tanto bancario como de mercado de valores, en febrero de 2020 representó el 40.71% del total de activos y un crecimiento del 40.5% comparado con febrero de 2019.

Por concepto de pasivos laborales contingentes la cuenta de provisiones por beneficios a empleados distribuidos en el largo plazo se ubicó en un saldo de US\$ 1,722,939 en febrero de 2020 un decrecimiento de 9.58%.

Se realiza un análisis de origen y aplicación de fondos para los años 2018-2019 del **Patrimonio** de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. al 31 de diciembre de 2019 presentó un crecimiento de 35.29% para el 2019 con un saldo al 31 de diciembre de US\$ 10,083,249. La estructura de Patrimonio de la empresa mejoró del año 2018 al 2019, pasando de 21.88% a 27.27% este cambio se dio por el crecimiento de otros resultados integrales. En el periodo conformado entre el año 2016 hasta febrero de 2020, el monto de capital no varió ubicándose en US\$ 3,290,000.

Los **Ingresos** totales del año 2019 se ubicaron en US\$ 32,046,032. Si se compara el resultado de las ventas totales del 2019 con su similar periodo del 2018, existió una disminución en las ventas totales lo que implica un decrecimiento de 6.26%. Esta disminución se dio por la baja de ventas en el sector de plegadizas (cajas de camarón) por restricciones de exportación al mercado de China, que afectó los volúmenes de venta de septiembre 2019 a diciembre 2019 de los principales clientes de esa línea.

Las ventas totales hasta el mes de febrero de 2020 fueron de US\$ 6,182,280 un crecimiento de 10.79% respecto a febrero de 2020, la empresa ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. se especializa en distintas líneas de negocios, en las que las ventas de la línea de litografía industrial representan los mayores ingresos, con ventas acumuladas de US\$ 3,554,749, durante los dos primeros meses del 2020

Tabla 27. Resumen Financiero

RESUMEN FINANCIERO	2017 A	2018 A	2019
Ingresos	\$ 33,333,969	\$ 34,186,751	\$ 32,046,032
Gasto Financiero	\$ 1,404,861	\$ 1,242,224	\$ 1,324,156
Impuestos	\$ 115,831	\$ 160,000	\$ -
Utilidad	\$ (419,121)	\$ 99,633	\$ 138,397

A - Auditado.

Fuente: Informes Auditados e Internos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Con respecto a los costos de ventas, al finalizar el año 2019 estos representaron un 82.97% frente a las ventas, esto es una disminución de 2 puntos porcentuales respecto al año 2018, lo cual generó una mejor utilidad bruta frente al año inmediato anterior. Estos resultados son producto de las negociaciones con proveedores al no generar apertura de cartas de crédito.

Al finalizar el año 2019 ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. presentó un resultado antes de impuesto de US\$ 138,397 que representó el 0.43% de los Ingresos de la empresa. Respecto al año 2018, existió un decrecimiento de 46.70% en la utilidad presentada ya que ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. presentó un mejor resultado en el año inmediato interior. En febrero de 2020 la utilidad antes de participación e impuestos fue de US\$ 141,140 que representó una rentabilidad de 2.28% respecto al total de ingresos.

Acorde a los análisis realizados tanto en aspectos operativos como financieros, así como los márgenes operativos evidenciados en los estados financieros, la calificadoradora estima que la capacidad de pago no se vería afectada ante posibles contracciones en su negocio en el corto plazo. Estos resultados son producto de las negociaciones con proveedores, los productos que venden son demandados por importantes clientes del país que consumen localmente y que exportan (principalmente camaróneros). La empresa también realizó una reestructuración de pasivos, que en los últimos periodos evaluados mejoró los indicadores de prueba ácida y la calidad de la deuda.

Apalancamiento Corporativo y Política Financiera de Largo Plazo

En la tabla que se presenta a continuación se aprecian los ratios de endeudamiento y solidez de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. y un promedio de empresas representativas del sector en el que se desenvuelve. Se evalúan los periodos acumulados al corte de 31 de diciembre de 2017, 2018 y 2019.

Tabla 28. Indicadores Clave

Endeudamiento		Promedio Competidores		ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.			
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	feb-20*
Deuda / Activo	%	18.25%	18.53%	44.49%	35.20%	45.14%	40.71%
EBIT / Gasto Financiero	x	5.57	7.59	0.47	0.70	1.10	1.58
Deuda LP / Capital	x	10.11	2.03	2.48	1.66	3.13	3.15
Deuda / Ebitda	x	2.08	1.97	9.73	6.14	11.33	9.56
Patrimonio / Pasivo no Corriente	x	2.09	2.64	0.67	0.95	0.76	0.76

C - Competidores. *Estados Financieros Internos

Fuente: Informes Auditados e Internos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. y SCVS.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El endeudamiento de la empresa frente a sus activos se ubicó en 45.14%, es decir en el 2019 ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. financió 54.86% de sus actividades con recursos propios. El promedio del sector fue 18.53% en el 2018. En cuanto a la cobertura de gasto financiero de la empresa, expresada como la relación entre el EBIT y el gasto financiero al 2019 fue 1.10 veces, una mejor cobertura en relación con periodos anteriores, estos resultados son por una mejor gestión de los costos y un incremento del EBIT.

Por otro lado, analizando los ingresos disponibles para cubrir las deudas financieras antes de deducir intereses, impuestos, depreciación y amortización, se analiza la relación deuda financiera/EBITDA, En ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. este ratio se ubicó en 11.33 en diciembre de 2019. El promedio del sector de este indicador fue 1.97, es decir el nivel de endeudamiento de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. es superior al de la competencia.

En cumplimiento de lo establecido en el Art. 10, literal d) del Capítulo II, Sección II del Título XVI de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. La calificadora analiza la capacidad de generar flujos futuros de las proyecciones del emisor y condiciones de mercado, de manera conjunta se analiza las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y caja presentados en el informe de estructuración financiero hasta la fecha de culminación de pago la presente emisión. Tomando en consideración la evolución histórica de la empresa con el cumplimiento oportuno de las obligaciones contraídas para su financiamiento.

Necesidades Operativas de Fondo, Fondo de Maniobra y Política Financiera de Corto Plazo

Tabla 29. Necesidades Operativas de Fondo

Años	NOF	Inc./Dism. NOF	Variación
2018	6.971.822		
2019	10.803.612	3.831.790	54,96%
2020	9.638.061	(1.165.551)	-10,79%
PROMEDIO	9.137.832		

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

* En el cuadro anterior se describen las Necesidades Operativas de Fondos resumidas (Ver Completo en Anexos) que tendrá ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. al 31 de diciembre de 2020 de acuerdo con el presupuesto, se estima disminuirá en 10.79% comparado con el año 2019.

De los supuestos utilizados para el análisis se considera el escenario Pesimista I, con un decrecimiento en ventas del 8.42% para el año 2020 comparado con el 2019, esto daría como

resultado que la cuenta de cliente, proveedores y proveedores disminuya. La empresa proyecta una caja para el 2020 que se ubicaría en US\$ 500.000 una disminución de 79.27% en relación al saldo de caja del año 2019.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la Tabla a continuación se basan en los cálculos internos de la empresa considerando el escenario post covid.

Tabla 30. Supuestos del periodo 2019 - 2020 sobre el Crecimiento de las Ventas

SUPUESTOS			
INGRESOS			
AÑO	MODERADO	PESIMISTA I	PESIMISTA II
2020	9.52%	-6.26%	-7.51%

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En base a los supuestos expuestos, los resultados obtenidos para los años en estudio y en los dos escenarios Pesimista I y Pesimista II, son los que se muestran en la tabla a continuación.

Tabla 31. Resultados de los Escenarios Descritos

RESULTADOS			
UTILIDAD NETA			
AÑO	MODERADO	PESIMISTA I	PESIMISTA II
2020	\$ 657,305	\$ 160,591.58	\$ 141,624.32

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Análisis de Escenarios del Flujo de Caja de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., en un escenario Estándar proyectado del 2019 – 2020 es el que se muestra a continuación.

Tabla 32. Análisis de Flujo de Caja de Accionistas de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. (Escenario Estándar)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. (Escenario Estándar)			
		2019	2020
+	Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	88.228	657.305
+	Depreciación	1.084.004	1.192.404
+/-	Variación NOF	3.831.790	(1.165.551)
+/-	Variación Activos Fijos	4.199.506	149.320
+/-	Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	(228.594)	(958.032)
+/-	Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	4.807.821	65.395
=	FLUJO CAJA ACCIONISTAS	(2.279.837)	1.973.302
	VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO		-186,55%

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 33. Análisis del Flujo de Caja de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. S.A. Escenario (PESIMISTA I)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. (Escenario Pesimista I)			
		2019	2020
+	Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	88.228	160.592
+	Depreciación	1.084.004	1.192.404
+/-	Variación NOF	3.831.790	(1.165.551)
+/-	Variación Activos Fijos	4.199.506	149.320
+/-	Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	(228.594)	(958.032)
+/-	Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	4.807.821	65.395
=	FLUJO CAJA ACCIONISTAS	(2.279.837)	1.476.589
	VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO		-164,77%

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 34. Análisis del Flujo de Caja de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. Escenario (PESIMISTA II)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. (Escenario Pesimista II)			
		2019	2020
+	Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	88.228	141.624
+	Depreciación	1.084.004	1.192.404
+/-	Variación NOF	3.831.790	(1.165.551)
+/-	Variación Activos Fijos	4.199.506	149.320
+/-	Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	(228.594)	(958.032)
+/-	Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	4.807.821	65.395
=	FLUJO CAJA ACCIONISTAS	(2.279.837)	1.457.622
	VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO		-163,94%

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Luego del análisis de los distintos escenarios se puede observar: En el escenario moderado el flujo de caja de accionistas para el año 2019 resulta negativo, como resultado principalmente de la considerable reducción de la empresa de sus cuentas por pagar a proveedores durante el último año. Además, se realizaron importantes inversiones en adquisición de propiedad, planta y equipo lo que redujo sustancialmente los flujos de la empresa. Sin embargo, es importante mencionar que en el año 2020, el flujo resultante se ubica en valores positivos, considerando la premisa de que por la situación económica que atraviesa el mundo, no se realizarían mayores inversiones, los esfuerzos de la empresa deben enfocarse en la continuidad del negocio y amortiguar el impacto en las operaciones producto de la crisis sanitaria mundial por el COVID 19.

RIESGO DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y GARANTÍAS DEL EMISOR Y VALOR

La Tercera Emisión de Obligaciones está estructurada con garantía general en los términos señalados en el Art. 162, Título XVII Emisión de Obligaciones del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, sus Reglamentos, y en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. Basados en el Certificado del Cálculo del Monto Máximo de Emisión proporcionado por la compañía, al 28 de febrero de 2020 ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., cumple con la garantía general establecida.

Según el Art. 9 del Capítulo I Disposiciones Comunes a la Oferta Pública de Valores, Título II Oferta Pública, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, el conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio, el monto no redimido de obligaciones en circulación representa el 24.82% del Patrimonio de la Empresa al corte de febrero de 2020.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

Según lo establece el numeral 5 del Art. 11 Áreas de análisis en la calificación relativos al Emisor y al Caucionante, Sección II Criterios y Categorías, Capítulo II Calificación de Riesgo, Título XVI, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de diciembre de 2019 muestra que se negociaron de enero a diciembre de 2019 un total de US\$ 11,796,778,802, correspondientes a la suma de US\$ 11,701,937,119 de valores en renta fija y US\$ 94,841,682 de valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta el mes de diciembre de 2019, en renta fija el 6% de los valores corresponden a papel comercial y el 7% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 324 emisores inscritos, de los cuales 169 pertenecen a la provincia del Guayas y 109 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos fueron el 31% del sector comercial, un 27% del sector industrial y 14% de servicios.

Al 31 de marzo 2020 muestra que se negociaron de enero a marzo de 2020 un total de US\$ 2.075.689.810, correspondientes a la suma de US\$ 2.066.338.184 de valores en renta fija y US\$ 9.351.626 de valores en renta variable.

Liquidez de los valores

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Tabla 35. Indicadores de presencia bursátil – Tercera Emisión de Obligaciones

Fecha	No. Días Negociados	No. Transacciones	Monto Negociado	No. Días Bursátiles	Presencia Bursátil
ene-19	0	0	0.00	22	0.00%
feb-19	0	0	0.00	20	0.00%
mar-19	0	0	0.00	19	0.00%
abr-19	0	0	0.00	21	0.00%
may-19	0	0	0.00	20	0.00%
jun-19	0	0	0.00	20	0.00%
jul-19	0	0	0.00	23	0.00%
ago-19	0	0	0.00	21	0.00%
sep-19	0	0	0.00	21	0.00%
oct-19	0	0	0.00	22	0.00%
nov-19	0	0	0.00	19	0.00%
dic-19	0	0	0.00	20	0.00%
ene-20	0	0	0.00	22	0.00%
feb-20	0	0	0.00	18	0.00%
mar-20	0	0	0.00	22	0.00%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El indicador de presencia bursátil se determinó mediante la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{No. de días negociados en el mes}}{\text{No. de ruedas en el mes}}$$

El indicador de presencia bursátil permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario.

Una vez recabada toda la información de este año sobre las transacciones del mercado secundario para la Tercera Emisión de obligaciones de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. se puede observar que no se han realizado transacciones durante el periodo enero de 2019 a marzo de 2020. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

Tabla 36. Indicadores Liquidez

Liquidez		Promedio Competidores		ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.				
		2017 C	2018 C	2017	2018	2019	feb-19*	feb-20*
Capital de Trabajo	\$	1,209,778	931,897	3,533,078	961,697	4,856,175	1,092,744	4,894,260
Liquidez	x	2.29	1.43	1.21	1.05	1.37	1.06	1.33
Prueba Ácida	x	1.33	0.89	0.62	0.52	0.68	0.54	0.74

C - Competidores *Estados Financieros Internos
Fuente: Informes Auditados e Internos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al 28 de febrero de 2020 la empresa presentó un capital de trabajo de US\$4,894,260, este indicador nos sirve para determinar la cantidad de recursos disponibles a corto plazo que se posee para poder atender las operaciones normales de la empresa y está relacionado con el grado de liquidez de la empresa.

El indicador de prueba ácida de la empresa mejoro su indicador de Prueba ácida en el año 2019, pasando de 0.52 veces a 0.68 veces. Esta mejora se da por la reestructuración de pasivos que se planteó como estrategia en el año 2019.

- ❖ ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., se compromete durante la vigencia de la **Tercera Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentran en circulación las obligaciones:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor.
 - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
 - b) 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 valores-obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de los Activos libres de gravamen sobre Obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Garantía Específica - 3era Emisión

La tercera emisión cuenta con una garantía específica consistente en: Un fideicomiso de garantía y de administración de flujos y pagos, el mismo que estará constituido por el aporte de maquinarias equivalentes al 100% del próximo dividendo de capital e intereses y adicionalmente con el flujo proveniente del derecho de cobro de cartera que permita realizar la provisión mensual para el pago de intereses trimestrales y amortización de capital semestral.

Tabla 37. Descripción Fideicomiso de Garantía

Fideicomiso de Garantía Artes Gráficas SENEFELDER C.A.	
Fecha de otorgamiento	06/01/2017
Constituyente	Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Beneficiario del remanente	Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Beneficiarios Acreedores	Obligacionistas – todas las personas naturales o jurídicas que resulten tenedoras de las obligaciones emitidas.
Administrador Fiduciario	MMG Trust Ecuador S.A.
Bienes aportados al fideicomiso	Impresora Offset (US\$ 438,379.40), Plastificadora Automática a base de agua (US\$ 41,213.85), Pedequipo Rotoflex-Bli 440 Rebobinador de etiquetas (US\$ 146,537.50).
Representante de Obligacionistas	AVALCONSULTING Cía. Ltda.
Objeto del fideicomiso	El que los bienes y los recursos que integrarán el patrimonio autónomo del fideicomiso sirvan como garantía del pago de los cupones garantizados de las obligaciones que emita y coloque Senefelder.
Administración de Flujos y Pagos	El fideicomiso adquiera el dominio de las cuentas por cobrar y sus flujos devenidos del recaudo de las primeras y la fiduciaria los utilice para pagar por cuenta del constituyente solamente los cupones garantizados de las obligaciones que emita y coloque Senefelder.

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Rendición de cuentas

- Fecha de recepción del Informe 29 de abril 2020 por parte de Generatrust Administradora de Fondos y Fideicomiso GTSA S.A.
- De acuerdo con el informe de gestión, se informa que, el emisor ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A. ha cumplido con lo establecido en el contrato del fideicomiso de Garantía de administración de flujos.

Tabla 38. Ratio Liquidez Promedio Semestral

EVALUACIÓN DEL RATIO DE LIQUIDEZ SEMESTRAL						
	SEPTIEMBRE 2019	OCTUBRE 2019	NOVIEMBRE 2019	DICIEMBRE 2019	ENERO 2020	FEBRERO 2020
ACTIVOS CORRIENTES	19,478,924	20,111,340	18,915,931	18,132,986	19,319,545	19,791,543
PASIVO CORRIENTE	10,989,694	11,650,568	9,880,723	13,276,811	14,469,584	14,897,283
RATIO LIQUIDEZ	1.77	1.73	1.91	1.37	1.34	1.33
PROMEDIO SEMESTRAL	1.57					

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 39. Garantías y Resguardos

	Garantía General	Resguardos de Ley		Disposición OP
RELACIÓN	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen no mayor al 80% de los ALG.	La razón de liquidez o circulante, promedio semestral debe ser mayor o igual a uno (1)	Los Activos Reales sobre los Pasivos, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo debe ser mayor o igual a uno (1)	Art. 9, Capítulo I, del Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, Obligaciones en Circulación sobre 200% Patrimonio.
Feb-2020	27.73%	1.57	1.30	24.82%
Cumplimiento	SI	SI	SI	SI

Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Monto de Emisión de Obligaciones con Garantía General

La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el Artículo 13 de la Sección I, del Capítulo III, Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Por lo tanto, la empresa limita su endeudamiento en 0.80 del total de activos menos las deducciones de la normativa.

El certificado del Cálculo del Monto Máximo de Emisión proporcionado por la empresa con corte al 28 de febrero de 2020, establece que cumple con el artículo mencionado anteriormente cuyo monto no redimido de obligaciones en circulación representa 27.73% de los Activos menos las deducciones de la normativa.

Riesgos Previsibles en el Futuro, acorde al literal g) del Art. 10, Sección II Criterios y Categorías, Capítulo II Calificación de Riesgo, del Título XVI Calificadora de Riesgo, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Desabastecimiento de materias primas, materiales e insumos importados, puesto que pueden surgir factores de índole legislativo generados por la expedición de leyes desfavorables, con el fin de fomentar y proteger la producción nacional. Estas medidas podrían impactar al costo de producción minimizando los márgenes establecidos en cada línea del negocio.
- Ingreso de nuevos competidores lo que ocasionaría una pérdida en la cuota de mercado de la empresa.
- Afectaciones en la demanda producida por la falta de recursos en la economía debido a la pandemia por el COVID 19.

La Tercera Emisión de Obligaciones de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., se encuentra respaldada sobre la calidad de los activos, su capacidad de ser liquidados y las cuentas por cobrar a empresas vinculadas a la que se hace referencia el literal h) y i) del Artículo 10 de la Sección II Criterios y Categorías, Capítulo II Calificación de Riesgo, del Título XVI Calificadora de Riesgo, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera; evaluando los estados financieros auditados por la firma Romero y Asociados Cía. Ltda.

Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.



Los activos que respaldan la emisión corresponden a las cuentas por cobrar comerciales e inventarios cuyo valor en libros en febrero de 2020 se ubicó en US\$ 6,737,854, US\$ 8,735,418 respectivamente.

- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, respecto a los inventarios es que estos podrían verse afectados por una baja rotación o por daños ocasionados por desastres naturales. Respecto a inventarios, el porcentaje comprometido sería de un 22.68% de los activos. Este riesgo es mitigado con un permanente control de inventarios, y pólizas de seguro. Por otro lado, respecto a las cuentas por cobrar es el crecimiento de la morosidad de clientes que puedan afectar a la recaudación de créditos y cuentas por cobrar, esto debido a escenarios económicos que afecten la capacidad de pago de los clientes.

Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

- Es importante señalar que ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. posee cuentas por cobrar relacionadas, en el corto plazo en febrero de 2020 se ubicaron en un saldo de US\$ 887,259, es decir que las cuentas relacionadas representan el 2.30% de los activos totales de la empresa. Es por esto que el efecto de estas cuentas sobre el respaldo de la emisión es poco representativo. En este contexto, si alguna de estas empresas relacionadas, no cumpliera oportunamente con sus obligaciones por cualquier motivo, interno o externo, este incumplimiento afectaría levemente los flujos operativos de la empresa. La compañía mitiga este riesgo con toda la documentación pertinente a las operaciones con estas empresas, de tal forma que estas cuenten con todos los respaldos pertinentes respecto a los plazos y formas de pago.

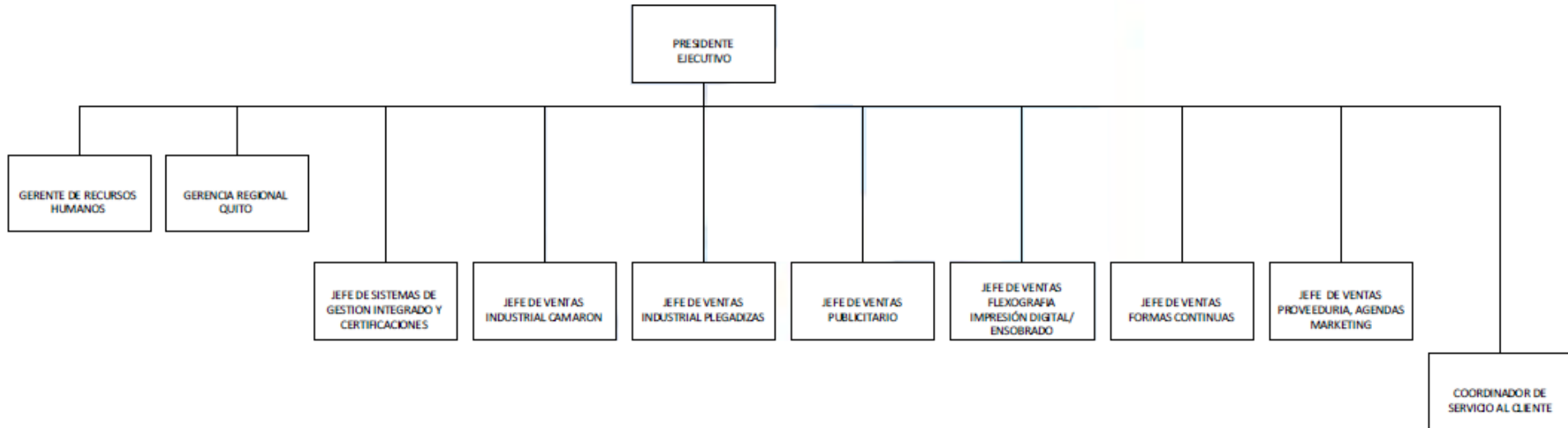
Al 28 de febrero de 2020 los Activos Totales de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. ascendieron a US\$ 38,5 millones, mientras que los activos menos las deducciones fueron de US\$ 13,2 millones, con un cupo de emisión disponible de US\$ 10,579,251.31

	
<p>Ing. Natalia Cortez Gerente General</p>	<p>Ing. Andrea Paredes Analista</p>

ANEXOS

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., tiene el siguiente organigrama general:

Gráfico 2. Organigrama General de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.



Fuente: ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 40. Estado Situación Financiera

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.																
BALANCE GENERAL																
EXPRESADO EN US DOLARES																
ACTIVOS	(*)	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016 - 2017	2017 - 2018	2018 - 2019	Feb 19 - Feb 20
ACTIVOS CORRIENTES	17,280,166	20,070,220	19,741,234	18,132,986	19,214,799	19,791,543	54.18%	57.37%	57.95%	49.40%	57.37%	51.39%	16.15%	-1.64%	-8.15%	3.00%
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFFECTIVO	1,004,411	793,834	888,470	564,926	524,337	687,441	3.15%	2.27%	2.61%	1.54%	1.57%	1.78%	-20.97%	11.92%	-36.42%	31.11%
ACTIVOS FINANCIEROS	5,916,628	7,322,477	7,488,332	6,837,894	7,496,854	8,588,054	18.55%	20.93%	21.98%	18.63%	22.38%	22.30%	23.76%	2.27%	-8.69%	14.56%
INVENTARIOS	7,866,947	9,736,316	9,961,216	9,075,390	9,507,318	8,735,418	24.67%	27.83%	29.24%	24.72%	28.38%	22.68%	23.76%	2.31%	-8.89%	-8.12%
SERVICIOS Y OTROS PAGOS ANTICIPADOS	182,196	192,432	190,826	595,718	494,591	661,839	0.57%	0.55%	0.56%	1.62%	1.48%	1.72%	5.62%	-0.83%	212.18%	33.82%
ACTIVOS POR IMPUESTOS CORRIENTES	2,309,984	2,025,161	1,212,390	1,059,058	1,191,701	1,118,792	7.24%	5.79%	3.56%	2.89%	3.56%	2.90%	-12.33%	-40.13%	-12.65%	-6.12%
ACTIVO NO CORRIENTE	14,613,348	14,911,922	14,326,859	18,573,814	14,280,498	18,723,135	45.82%	42.63%	42.05%	50.60%	42.63%	48.61%	2.04%	-3.92%	29.64%	31.11%
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	14,562,106	14,862,377	14,287,484	18,486,990	14,191,594	18,636,310	45.66%	42.49%	41.94%	50.36%	42.37%	48.39%	2.06%	-3.87%	29.39%	31.32%
ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	-	-	-	80,090	80,090	80,090	0.00%	0.00%	0.00%	0.22%	0.24%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	51,242	49,545	39,375	6,734	8,814	6,734	0.16%	0.14%	0.12%	0.02%	0.03%	0.02%	-3.31%	-20.53%	-82.90%	-23.60%
TOTAL ACTIVOS	31,893,514	34,982,142	34,068,093	36,706,800	33,495,297	38,514,678	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	9.68%	-2.61%	7.75%	14.99%
PASIVOS	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016 - 2017	2017 - 2018	2018 - 2019	Feb 19 - Feb 20
PASIVO CORRIENTE	15,937,151	16,537,142	18,779,537	13,276,811	18,122,055	14,897,283	49.97%	47.27%	55.12%	36.17%	54.10%	38.68%	3.76%	-29.30%	-17.79%	
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	5,422,940	8,237,614	11,366,196	5,674,598	10,831,251	8,175,440	17.00%	23.55%	33.36%	15.46%	32.34%	21.23%	51.90%	37.98%	-50.07%	-24.52%
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	9,054,070	4,787,348	4,379,225	4,288,716	4,026,790	3,597,194	28.39%	13.69%	12.85%	11.68%	12.02%	9.34%	-47.12%	-8.53%	-2.07%	-10.67%
PROVISIONES	-	-	-	79,515	61,821	100,220	0.00%	0.00%	0.00%	0.22%	0.18%	0.26%	0.00%	0.00%	0.00%	62.11%
PORCIÓN CORRIENTE DE VALORES EMITIDOS	-	2,617,611	2,134,935	1,996,850	1,724,064	1,730,340	0.00%	7.48%	6.27%	5.44%	5.15%	4.49%	0.00%	-18.44%	-6.47%	0.36%
OTRAS OBLIGACIONES CORRIENTES	-	-	-	355,624	325,962	395,738	0.00%	0.00%	0.00%	0.97%	0.97%	1.03%	0.00%	0.00%	0.00%	21.41%
OTROS PASIVOS FINANCIEROS	465,838	404,403	337,643	-	-	-	1.46%	1.16%	0.99%	0.00%	0.00%	0.00%	-13.19%	-16.51%	-100.00%	0.00%
ANCIPITOS DE CLIENTES	-	-	-	355,619	323,391	247,622	0.00%	0.00%	0.00%	0.97%	0.97%	0.64%	0.00%	0.00%	0.00%	-23.43%
PORCIÓN CORRIENTE DE PROVISIONES POR BENEFICIOS A EMPLEADOS	-	-	-	525,889	782,959	650,729	0.00%	0.00%	0.00%	1.43%	2.34%	1.69%	0.00%	0.00%	0.00%	-16.89%
OTROS PASIVOS CORRIENTES	994,303	490,166	561,538	-	45,817	-	3.12%	1.40%	1.65%	0.00%	0.14%	0.00%	-50.70%	14.56%	-100.00%	-100.00%
PASIVO NO CORRIENTE	8,833,192	11,067,480	7,835,634	13,346,740	7,919,243	13,393,006	27.70%	31.64%	23.00%	36.36%	23.64%	34.77%	25.29%	-29.20%	70.33%	69.12%
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	6,262,380	4,010,612	3,007,477	7,054,315	2,963,770	7,054,315	19.64%	11.46%	8.83%	19.22%	8.85%	18.32%	-35.96%	-25.01%	134.56%	138.02%
PORCIÓN NO CORRIENTE DE VALORES EMITIDOS	-	4,149,416	2,469,779	3,230,762	2,443,954	3,296,158	0.00%	11.86%	7.25%	8.80%	7.30%	8.56%	0.00%	-40.48%	30.81%	34.87%
PROVISIONES POR BENEFICIOS A EMPLEADOS	2,120,171	2,342,910	1,916,932	1,720,634	1,905,569	1,722,939	6.65%	6.70%	5.63%	4.69%	5.69%	4.47%	10.51%	-18.18%	-10.24%	-9.58%
PASIVO DIFERIDO	450,641	564,542	441,446	1,341,029	605,950	1,319,595	1.41%	1.61%	1.30%	3.65%	1.81%	3.43%	25.28%	-21.80%	203.78%	117.77%
TOTAL PASIVOS	24,770,343	27,604,622	26,615,171	26,623,551	26,041,298	28,290,289	77.67%	78.91%	78.12%	72.53%	77.75%	73.45%	11.44%	-3.58%	0.03%	8.64%
PATRIMONIO	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016 - 2017	2017 - 2018	2018 - 2019	Feb 19 - Feb 20
CAPITAL	3,290,000	3,290,000	3,290,000	3,290,000	3,290,000	3,290,000	10.32%	9.40%	9.66%	8.96%	9.82%	8.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
RESERVAS	267,433	267,433	267,433	277,399	267,436	277,399	0.84%	0.76%	0.78%	0.76%	0.80%	0.72%	0.00%	0.00%	3.73%	3.73%
OTROS RESULTADOS INTEGRALES	889,500	1,436,639	1,385,248	4,879,472	1,805,682	4,879,472	2.79%	4.11%	4.07%	13.29%	5.39%	12.67%	61.51%	-3.58%	252.25%	170.23%
RESULTADOS ACUMULADOS	2,676,238	2,383,448	2,510,241	1,497,980	2,089,795	1,636,378	8.39%	6.81%	7.37%	4.08%	6.24%	4.25%	-10.94%	5.32%	-40.33%	-21.70%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	-	-	-	138,398	1,085	141,139	0.00%	0.00%	0.00%	0.38%	0.00%	0.37%	0.00%	0.00%	0.00%	12902.96%
TOTAL PATRIMONIO	7,123,171	7,377,520	7,452,922	10,083,249	7,453,999	10,224,388	22.33%	21.09%	21.88%	27.47%	22.25%	26.55%	3.57%	1.02%	35.29%	37.17%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	31,893,514	34,982,142	34,068,093	36,706,800	33,495,297	38,514,678	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	9.68%	-2.61%	7.75%	14.99%

 (*) INFORMACIÓN AUDITADA
 (**) INFORMACIÓN INTERNA

 Fuente: Informes Auditados e Internos ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 41. Estado de Resultados

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.																
ESTADO DE RESULTADOS																
EXPRESADO EN US DOLARES																
	(*)	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016	2017	2018	2019	Feb - 19	Feb - 20	2016 - 2017	2017-2018	2018-2019	Feb 19 - Feb 20
INGRESOS	33,698,973	33,333,969	34,186,751	32,046,032	5,579,980	6,182,280	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-1.08%	2.56%	-6.26%	10.79%
(-) COSTOS	27,456,759	28,071,474	29,070,974	26,590,029	4,790,325	4,382,662	81.48%	84.21%	85.04%	82.97%	85.85%	70.89%	2.24%	3.56%	-8.53%	-8.51%
GANANCIA BRUTA	6,242,214	5,262,495	5,115,777	5,456,003	789,655	1,799,618	18.52%	15.79%	14.96%	17.03%	14.15%	29.11%	-15.70%	-2.79%	6.65%	127.90%
Gastos Operativos	3,735,058	3,663,542	3,163,453	3,993,450	497,655	1,329,748	11,08%	10,99%	9,25%	12,46%	8,92%	21,51%	-1,91%	-13,65%	26,24%	167,20%
EBITDA	2,507,156	1,598,953	1,952,324	1,462,553	292,000	469,870	7,44%	4,80%	5,71%	4,56%	5,23%	7,60%	-36,22%	22,10%	-25,09%	60,91%
Depreciaciones	992,629	945,607	1,084,004		80,931	85,533	2,95%	2,84%	3,17%	0,00%	1,45%	1,38%	-4,74%	14,64%	-100,00%	5,69%
GANANCIA(PERDIDA) OPERATIVA - (UAI)	1,514,527	653,346	868,320	1,462,553	211,069	384,337	4,49%	1,96%	2,54%	4,56%	3,78%	6,22%	-56,86%	32,90%	68,43%	82,09%
(-) GASTOS FINANCIEROS	1,589,462	1,404,861	1,242,224	1,324,156	209,976	243,197	4,72%	4,21%	3,63%	4,13%	3,76%	3,93%	-11,61%	-11,58%	6,60%	15,82%
(+) Otros Ingresos (Gastos), neto	216,063	448,225	633,537				0,64%	1,34%	1,85%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	141,128	- 303,290	259,633	138,397	1,093	141,140	0,42%	-0,91%	0,76%	0,43%	0,02%	2,28%	-314,90%	185,61%	-46,70%	12813,09%
(-) IMPUESTO A LA RENTA	311,533	115,831	160,000	34,599	-	-	0,92%	0,35%	0,47%	0,11%	0,00%	0,00%	-62,82%	38,13%	-78,38%	0,00%
UTILIDAD NETA	- 170,405	- 419,121	99,633	103,798	1,093	141,140	-0,51%	-1,26%	0,29%	0,32%	0,02%	2,28%	145,96%	123,77%	4,18%	12813,09%
(*) CON INFORMACION AUDITADA																
(**) CON INFORMACION PROVISIONAL INTERNA																

Fuente: Informes Auditados e Internos ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 42. Estado de Resultados Proyectado Escenario Pesimista I

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.			
ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO			
EXPRESADO EN US DOLARES			
	PROUECTADO	REAL	(**)
	2019	2019	2020
VENTA DE SERVICIOS	35,080,256	32,046,032	30,039,361
(-) COSTOS	29,033,980	26,590,029	24,069,032
UTILIDAD BRUTA	6,046,275	5,456,003	5,970,329
(-) GASTOS OPERATIVOS	4,222,812	3,993,450	3,743,387
(-) OTROS INGRESOS/EGRESOS	- 195,761	-	
UTILIDAD OPERACIONAL	1,627,702	1,462,553	2,226,942
(-) GASTOS FINANCIEROS	1,396,641	1,324,156	1,975,034
UTILIDAD ANTES DE PAT E IMP. RENTA	231,061	138,397	251,908
(-) PARTICIPACIÓN A TRABAJADORES	34,659	20,760	37,786
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	196,402	117,637	214,122
(-) IMPUESTO A LA RENTA	190,265	29,409	53,531
UTILIDAD NETA	6,137	88,228	160,592
(**) CON INFORMACION PROVISIONAL INTERNA			

Fuente: Informes Auditados e Internos ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 43. Necesidades Operativas de Fondos

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA PARA ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.				
			2019	2020
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	564.926	726.698
		+ Clientes	6.837.894	5.833.000
		+ Inventarios	9.075.390	8.214.954
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	5.674.598	5.136.590
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	10.803.612	9.638.061
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		3.831.790	(1.165.551)
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	10.083.249	10.243.841
		+ Deudas largo plazo	10.285.077	10.350.472
		- Activos Inmovilizados e Intangibles	18.486.990	18.486.990
	F.M.	= Fondo de Maniobra	1.881.336	2.107.323
NOF-FM			8.922.276	7.530.739

Fuente: Informes Auditados e Internos ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Tabla 44 Indicadores Macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv.Estd Muestral	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES								
Inflación anual (%)	3.4	1.1	-0.2	0.3	-0.1	0.90	1.49	-0.65
Crecimiento PIB real (%)	0.1	-1.2	2.4	1.3	-0.1	0.49	1.38	-0.43
INDICADORES EXTERNOS								
Cuenta corriente / PIB (%)	-2.2	1.3	-0.3	-1.4	-0.07	-0.54	1.35	0.35
INDICADORES FISCALES								
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4.0	-5.6	-5.9	-3.7	-2.26	-4.26	1.48	1.35
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6.0	-7.3	-4.5	-1.2	-0.1	-3.81	3.08	1.21
Deuda pública interna / PIB (%)	12.6	12.5	14.2	12.5	14.75	13.31	1.08	1.34
Deuda pública externa / PIB (%)	20.4	25.7	30.4	32.6	38.02	29.43	6.72	1.28
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS								
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28,162	29,886	34,743	39,980	44,537	35,462	6,850	1.32
OTROS INDICADORES								
Precio del Petróleo WTI	48.7	43.3	50.8	65.2	61.8	54.0	8	0.95
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995.5	994.9	621.3	641.1	677.6	786.1	172	-0.63

Fuente: World Economic Forum. B.M. Transparency International. The Economist Intelligence Unit. INEC. BCE. Min. de Fin.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.