

CALIFICACIÓN:

Primer Programa Papel Comercial	AA
Tendencia	(+)
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

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

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

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

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación AA (+) para el Primer Programa de Papel Comercial de OFFSET ABAD C.A. en comité No. 186-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 21 de julio de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio de 2022 y junio de 2023. (Aprobada por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas el 21 de marzo de 2023 por un monto de hasta USD 2.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- En 2022 la industria manufacturera aportó más de USD 8.400 millones al PIB real de la economía ecuatoriana, lo que implicó una participación de 11,7%, convirtiéndola en una de las más representativas en cuanto a la producción de bienes y servicios. Su crecimiento post pandemia ha sido más lento que el de la economía ecuatoriana. Sin embargo, se espera que mantenga el crecimiento en 2023 debido a nuevos acuerdos comerciales del Ecuador con otros países. El sector contribuye a la generación de empleo con más de 767 mil plazas directas generadas, equivalente a 9,5% del empleo total con respecto a la PEA.
- OFFSET ABAD C.A. cuenta con una larga trayectoria en la industria gráfica nacional, mantiene un portafolio de clientes diversificado y compuesto por empresas líderes en diversos sectores de la economía nacional; así también, mantiene contratos firmados con el Ministerio de Educación para la entrega de cuadernos escolares para los ciclos sierra y costa. Actualmente la empresa no cuenta con prácticas formales de Gobierno Corporativo definidas en los estatutos, sin embargo, las directrices de su operación y gestión funcional han sido establecidas por la Junta de Accionistas y a través de reuniones periódicas de la administración.
- Durante los años 2021 y 2022 aumentó el precio de las materias primas claves, papel y cartulina, así como el precio de los fletes. Esta situación tuvo un impacto en el costo de ventas de la compañía y provocó un aprovisionamiento de inventarios, financiado principalmente con la banca local a través de operaciones de corto plazo. La compañía se encuentra en un proceso de reestructuración paulatina de las obligaciones con costo.
- El margen bruto fluctuó en función de la participación del costo de ventas y reflejó hasta junio de 2023 el valor más alto en términos relativos (26,61% sobre las ventas). Por su parte, el margen operativo destaca eficiencias alcanzadas en la estructura operativa lo que se refleja en menores participaciones relativas de los gastos durante el periodo 2020 - 2022. La rentabilidad de la compañía presentó valores satisfactorios al compararla con inversiones alternativas de un riesgo similar.
- Históricamente la compañía mantuvo un indicador de liquidez menor a la unidad, coherente con una concentración del pasivo en el corto plazo. Hasta junio de 2023 y fruto de mayores cuentas por cobrar y anticipos a proveedores el índice de liquidez superó la unidad. Un análisis detallado refleja un indicador de liquidez positivo y creciente para periodos futuros, con ello la compañía podrá hacer frente a sus obligaciones de corto plazo sin incurrir en necesidades extraordinarias de liquidez.
- La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros históricamente se mantuvo por encima de la unidad y se proyecta que se mantenga sobre 2 veces para todos los años proyectados. Así también, los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes a partir de 2024, representa alrededor de 3 años para 2023 y 2024. El apalancamiento disminuyó considerablemente durante el periodo interanual a 2023, por la cesión de las acciones de la compañía relacionada denominada Pigor S.A. y la capitalización de USD 5,02 millones.
- OFFSET ABAD C.A. durante 2022 mantuvo un flujo de actividades de operación negativo, condicionado por mayor necesidad de fondeo para hacer frente a la estrategia de aprovisionamiento de materia prima, situación que se esperarí se mantenga durante el año 2023 y parte de 2024. A partir de 2025 la compañía generaría flujo a nivel operativo, este flujo operativo será suficiente para cubrir con las inversiones estimadas, situación que requerirá de un menor endeudamiento con terceros, por ende un flujo de financiamiento negativo y una menor deuda neta para este año.
- El presente programa de papel comercial se encuentra adecuadamente instrumentado y estructurado, cuenta con los resguardos de ley y adicionalmente mantiene un límite de endeudamiento.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

OFFSET ABAD C.A. se dedica a la industria gráfica, principalmente la impresión comercial y publicitaria, impresión digital e industrial, mediante lo cual elabora y comercializa diversos tipos de productos: libros, *brochures*, periódicos, volantes, calendarios, revistas, material POP, catálogos, insertos y empaques. Los ingresos de la compañía presentaron una tendencia creciente al pasar de USD 7,94 millones durante el año 2020 a USD 11,61 millones en el año 2021 y finalmente USD 13,93 millones en el año 2022, representó un incremento anual promedio de 33%. Durante el comparativo interanual los ingresos presentaron un incremento del orden de 11,62%.

Por su parte, el costo de ventas presentó una mayor participación sobre las ventas durante el periodo de análisis, pasó de representar 82,48% de las ventas en 2020, a representar 76,85% y 83,08% para los años 2021 y 2022, respectivamente. Este comportamiento se dio en respuesta a la demanda contraída durante la pandemia, a su respectiva normalización y a las condiciones coyunturales del sector porque existió escasez de materia prima y los precios tuvieron una presión al alza. La compañía buscó un mayor aprovisionamiento de inventarios para contrarrestar de alguna forma el incremento de costos, la escasez generada y poder atender adecuadamente a sus clientes. La compañía requirió de endeudamiento externo para financiar la mayor provisión de inventarios, obtenida mayoritariamente a través de la banca local y concentrada en el corto plazo. Hasta junio 2023, el costo de ventas representó 73,39% de las ventas, porcentaje menor al registrado durante junio 2022 (participación de 82,88% sobre las ventas).

Durante los años 2021 y 2022, los gastos operativos mantuvieron estabilidad en términos monetarios, alrededor de USD 1,25 millones, sin embargo, en términos relativos cada año tuvo una menor representación sobre las ventas, pasó de representar 11,43% en 2020 a 10,84% en 2021 y 8,97% para diciembre de 2022. A partir del año 2020, la compañía diseñó estrategias para optimizar recursos y buscar eficiencia en sus actividades operativas, situación que se ve representada en la participación de la estructura operativa.

Hasta junio del año 2023, la estructura operativa presentó una mayor participación sobre las ventas, representando 13,35% de las ventas, influenciado por el reconocimiento de gastos por participación en utilidades, impuesto a la renta y servicios profesionales, rubros que no se contabilizaron hasta junio de 2022 lo que produjo una aparente mayor estructura operativa en el comparativo interanual. Producto del mejor desempeño de las ventas y del costo de ventas, el incremento en la estructura operativa generó una utilidad operativa por USD 796 mil hasta junio de 2023, valor superior al registrado hasta junio de 2022 (utilidad por USD 417 mil).

El EBITDA de la compañía, siguiendo la tendencia de la utilidad operativa, presentó fluctuaciones, creciendo para 2021 y disminuyendo para 2022. Sin embargo, manteniendo valores favorables que le permitió generar una cobertura promedio superior a las tres unidades sobre los gastos financieros, evidenciando la capacidad de la empresa de hacer frente a los costos financieros a nivel de resultados operativos. Ante la coyuntura presentada durante 2022 la generación de EBITDA se vio afectada y la cobertura sobre los gastos financieros alcanzó 3,45 veces, valor semejante al presentado en junio de 2023, cuando existió una cobertura de 3,60 veces.

El comportamiento de los gastos financieros durante el periodo analizado responde a la evolución de la deuda con costo financiero, evidenciando un incremento entre los años 2020 y 2021 y una posterior disminución para el año 2022 coherente con menores gastos financieros por concepto de "tributación materia prima". La compañía requirió de financiamiento externo para provisionar inventarios y cumplir con la estrategia planteada, este financiamiento fue principalmente con la banca local y se registró en el corto plazo, situación que impacta en la liquidez al ocasionar históricamente indicadores de liquidez menores a la unidad.

Durante el año 2022 y junio 2023 la compañía mantuvo un flujo de efectivo de actividades de operación negativo, principalmente por mayor efectivo pagado a proveedores frente al efectivo cobrado a clientes, por lo que la empresa requirió de endeudamiento con terceros para financiar su operación y realizar inversiones. Es por esto por lo que el flujo de financiamiento fue positivo y ocasionó mayores niveles de deuda neta entre 2021 y junio 2023.

Con los antecedentes mencionados, los resultados netos fueron consistentemente positivos. Es por esto por lo que el ROA presentó valores entre 1,01% y 6,46% y el ROE presentó valores que fluctuaron entre 7,14% (en el año 2020) y 28,01% (en el año 2021). Estos valores suponen una rentabilidad aceptable al compararlo con inversiones alternativas con un perfil de riesgo similar.

El activo de la compañía registró un comportamiento fluctuante entre los años 2020 y 2022, pasando de USD 11,91 millones en el año 2020 a USD 10,38 millones en 2021 y finalmente USD 11,38 millones en 2022. Este comportamiento es producto de una disminución en cuentas por cobrar comerciales y propiedad, planta y equipos. Hasta junio 2023, el activo aumentó y alcanzó USD 17,47 millones, fruto de la cesión de 47% de las acciones de la compañía Pigor S.A. por parte de Juan Carlos Abad Decker y Juan Telmo Abad Decker a favor de OFFSET ABAD C.A., situación que generó la contabilización de USD 5,02 millones por concepto de inversiones en subsidiarias y un aumento en el capital social de la compañía. Dado el giro de negocio hasta junio 2023, las cuentas más representativas del activo fueron las cuentas por cobrar comerciales (13,73%), el inventario (18,26%), inversiones en asociadas (28,72%) y la propiedad, planta y equipo, neto (25,94%).

Históricamente, OFFSET ABAD C.A. fondeó el crecimiento de las actividades mayoritariamente mediante recursos de terceros; durante 2020 el pasivo financió 86% de los activos de la compañía, esta relación disminuyó hasta 75% durante 2022 (51% durante junio 2023). Este comportamiento se dio en función de la reinversión de utilidades de cada ejercicio económico, una mejor planificación y control de costos y gastos y a la capitalización de la cesión de acciones durante el año 2023. El apalancamiento medido como la relación entre pasivo y patrimonio disminuyó durante el periodo analizado pasando de 6,09 en el año 2020 a 3,34 durante el año 2021 y finalmente 3,02 en el año 2022 (1,06 hasta junio de 2023).

El patrimonio mantuvo una tendencia creciente entre 2020 y 2022, al pasar de USD 1,68 millones a USD 2,83 millones, lo cual constituye un decremento de 69%, lo que viene dado por los resultados del ejercicio en curso. Durante el año 2021 la compañía decidió capitalizar USD 180 mil que se encontraban registrados previamente como reserva facultativa. En el análisis interanual la compañía presentó un incremento de 200% frente a diciembre de 2022 por la cesión de 47% de las acciones de la empresa Pigor S.A. a OFFSET ABAD C.A. y capitalización por USD 5,02 millones.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	JUNIO 2022	JUNIO 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
	Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	7.945	11.606	13.928	15.042	16.171	17.303	5.378
Utilidad operativa (miles USD)	483	1.429	1.108	1.077	1.202	1.296	417	796
Utilidad neta (miles USD)	120	670	452	239	261	413	207	638
EBITDA (miles USD)	1.216,01	2.243,34	1.654,41	1.628,69	1.759,25	1.859,08	475,96	854,48
Deuda neta (miles USD)	3.488	2.077	3.091	4.535	5.488	4.688	2.981	3.719
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	169	1.533	(655)	(891)	(361)	1.391	(853)	(512)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.830	1.433	3.191	4.774	5.821	5.317	2.081	3.910
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	273	1.689	2.343	3.372	4.595	5.403	1.762	2.388
Razón de cobertura de deuda DSCRC	4,46	1,33	0,71	0,48	0,38	0,34	0,27	0,36
Capital de trabajo (miles USD)	(2.194)	(357)	(398)	75	318	853	71	621
ROE	7,14%	28,01%	15,98%	2,84%	3,02%	4,55%	15,86%	15,02%
Apalancamiento	6,09	3,34	3,02	1,19	1,25	1,09	4,19	1,06

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020- 2022; Estados Financieros Internos junio 2022 y junio 2023

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

La proyección para los años 2023, 2024 y 2025 se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de OFFSET ABAD C.A. la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la incertidumbre por un ambiente inflacionario mundial, interrupciones al comercio internacional y el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia.

Con respecto a las ventas, en un escenario conservador, para 2023 se proyecta un incremento en el nivel de los ingresos respecto de 2022 (+8%); se debe considerar que durante el análisis interanual la compañía presentó un incremento de 11,62% en el nivel de ingresos, lo que supone que el estimado hasta final de año sea conservador. Para los años 2024 y 2025 se estiman incrementos de los ingresos de 7,5% y 7%, respectivamente, de acuerdo al crecimiento orgánico de su negocio.

En lo que respecta al costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas de 82,5% para el año 2023 y para los años siguientes, lo que sugiere una mejoría frente al año 2022 cuando los costos representaron el 83,08% de los ingresos. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en

concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de los créditos bancarios con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

Se proyecta un EBITDA creciente para periodos futuros en función de una mayor utilidad operativa, la cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se mantiene por sobre 2 veces para todos los años proyectados, denotando una sólida posición de solvencia de la compañía. Así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes por el periodo de vigencia de la emisión.

La proyección contempla un ROE que se estabiliza alrededor de 3,5% de acuerdo con un incremento en el capital social de la compañía durante el año 2023, de acuerdo con la capitalización de las acciones de Pígor S.A. y su contabilización como inversiones en subsidiarias. Rendimientos de esa naturaleza constituyen un fiel reflejo de las políticas y gestión de la compañía, aunque podrían estar por debajo de rendimientos de inversiones alternativas con un nivel de riesgo similar.

Se proyecta un crecimiento en el nivel de activos para 2023 de acuerdo con los lineamientos estratégicos de provisión de inventarios. Por su parte, se proyectan 40 días de cartera para el año 2023 y 57 días para los años 2024 y 2025, valor que refleja la operación orgánica de la compañía, mientras que se proyectan 145 días de inventarios para el año 2023, valor que disminuirá progresivamente hasta 115 días durante 2025. La proyección estima un índice de liquidez mayor a la unidad, situación que difiere a la presentada durante los años 2020, 2021 y 2022, este cambio radica fundamentalmente en mayores cuentas por cobrar comerciales e inventarios, financiados por recursos de corto y largo plazo.

Se estima una inversión en CAPEX por alrededor de USD 600 mil durante 2023, para los periodos subsecuentes se prevén inversiones menores, principalmente por concepto de mantenimientos, lo que podría diferir de acuerdo con los lineamientos estratégicos de la compañía. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros se consideran conservadoras frente a la realidad de la compañía.

La estructura del pasivo disminuirá por las nuevas fuentes de fondeo, con respecto al comportamiento histórico, con una participación del apalancamiento alrededor de la unidad; por su parte, la deuda neta incrementará durante el año 2024, para una posterior disminución durante el año 2025 para alcanzar USD 5 millones.

Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante actividades operativas a partir del año 2025, sin embargo, faltaran flujos para cubrir las inversiones de mantenimiento de CAPEX proyectadas para ese año. Durante los años 2023 y 2024 la compañía a financiará las inversiones planificadas a través de deuda con costo, situación que generará un flujo de actividades de financiamiento positivo.

La necesidad operativa de fondos se mantiene incremental durante el periodo de análisis, ante niveles de inventarios y cartera robustos, superiores a los pagos a proveedores. El servicio de la deuda mantendrá una tendencia creciente entre 2023 y 2025 conforme los vencimientos de la deuda de corto plazo y posterior reestructuración.

FACTORES DE RIESGO

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

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de

iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.

- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. La compañía mantiene una variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación de proveedores, que permiten mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de OFFSET ABAD C.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos son suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos para proteger la información, así como aplicaciones de *software* contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son las cuentas por cobrar clientes netos e inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la política de crédito que mantiene donde se definen los parámetros de cada cliente. Asimismo, dado el giro de negocio de la compañía las ventas se dirigen al mercado internacional por lo que tienen relaciones estratégicas de largo plazo.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene OFFSET ABAD C.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 55 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 0,31% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo sobre la presente emisión no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL				
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL
	2.000.000	Hasta 359	Hasta 720	Al vencimiento
Garantía general	De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos del Primer Programa de Papel Comercial serán destinados, en un 100% a capital de trabajo, consistente principalmente para compra de materia prima.			
Base de cálculos de intereses	Cero cupón.			
Estructurador financiero	Plusbursátil Casa de Valores S.A.			
Agente colocador	Plusbursátil Casa de Valores S.A.			
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener, durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Límite de endeudamiento	Mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,45, en todo momento mientras esté vigente el programa de Papel Comercial.

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe inicial de calificación de riesgos del Primer Programa de Papel Comercial de OFFSET ABAD C.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



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

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo