

QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

Información general:



Instrumento	Emisión de Obligaciones - SENEFELDER
Sector	Manufactura
Corte de información	Estados financieros no auditados al 31 de agosto de 2025
Revisión	Quinta Revisión
Fecha de comité anterior	29 de abril de 2025
Calificación anterior	AAA-
Fecha de comité	30 de octubre de 2025
Lugar	Quito - Ecuador

CALIFICACIÓN ASIGNADA

AAA-

Definición de la categoría:

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

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

Equipo de análisis:

Fabián Uribe
furibe@union-ratings.com

www.union-ratings.com

Av. de los Shyris N32-44 y 6 de Diciembre. Edificio AVEIRO
Piso 5 oficina 505. Teléfono 02-393266 / 02-3938257
Quito - Ecuador

Fundamentos de la calificación

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

Posicionamiento en el mercado.

SENEFELDER mantiene una posición destacada en el sector gráfico nacional, respaldada por una sólida trayectoria y experiencia. Reconocida por su amplio portafolio de productos, la empresa no solo ofrece servicios de impresión, sino que también provee soluciones gráficas integrales, adaptadas a las exigencias del mercado ecuatoriano.

Contexto económico. El entorno macroeconómico al primer trimestre de 2025 presentó un impulso del 3,4%, según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), precedida por una etapa de estancamiento. Este escenario representa un reto significativo para los actores económicos, afectando la generación de oportunidades, la planificación estratégica y la sostenibilidad operativa.

Desempeño financiero. Al término de los ocho primeros meses del año, las ventas de SENEFELDER se redujeron en 17,93%, alcanzando los USD 14,26 millones. A pesar de los esfuerzos en la optimización de costos, el EBITDA se contrajo en 10,08%, ubicándose en USD 2,75 millones (USD 4,12 millones anualizados). No obstante, el margen EBITDA se elevó hasta 12,86%, superando el promedio histórico de largo plazo de 8,58%, lo que evidencia eficiencia operativa.

Elevada dependencia de deuda y reducción en la capacidad de pago.

La compañía mantiene un enfoque intensivo en el uso de pasivos y deuda financiera. Con la generación operativa actual, esta deuda se amortizaría en 8,62 años, misma que supera su referencial de largo plazo de 7,37 años. Así también, la cobertura de gastos financieros con EBITDA se posicionó en 1,66 veces dado la reducción de estos. Al corte de la información, el apalancamiento total se sitúa en 2,28 veces, por debajo del promedio de largo plazo de 2,86 veces, al tiempo que la deuda financiera representa 1,46 veces el patrimonio (promedio 1,39 veces), misma que es equivalente al 70,14% del pasivo.

Proyecciones y cumplimiento.

Las proyecciones de ingresos, resultados y flujo de caja han sido cumplidas de forma aceptable. Sin embargo, se identifica la necesidad de financiamiento adicional para cubrir los requerimientos de flujo de caja libre futuro.

Situación del instrumento. El emisor ha cumplido adecuadamente con los requisitos establecidos por el Prospecto de Oferta Pública en cuanto a garantías, y resguardos de ley.

a) Características de la emisión

Instrumento	QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES
Monto de la Emisión	US\$ 4.000.000
Plazo Emisión	Hasta 1080 días (Clase A)
Pago de capital	Trimestral
Pago de Intereses	Trimestral
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América
Tasa Fija Anual	8,50%
Tipo de Emisión	Títulos Desmaterializados
Destino de los recursos	Destinados en su totalidad para capital de trabajo consistente en compra de materia prima y pago a proveedores.
Valor nominal	USD 1,00
Rescates anticipados	No contempla rescates anticipados.
Underwriting	No se contempla un contrato underwriting
Sistema de colocación	Bursátil
Estructurador	Orión Casa de valores S.A.
Agente colocador	Orión Casa de valores S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECVALE S.A.
Representación de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.
Garantía	Garantía general de acuerdo con lo establecido en el art 162 de la Ley de Mercado de Valores
Garantía Específica	Fideicomiso Mercantil de Administración de flujos el cual recibirá los pagos de los principales clientes de la empresa y los mantendrá en una cuenta independiente para el pago de los cupones de la Quinta Emisión de Obligaciones
Resguardos	- 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 Activos Libres de Gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.
Límite de Endeudamiento	La relación de deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar el 70% durante la vigencia de la emisión.
Compromisos Adicionales	Limitar la distribución de dividendo al 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Situación de la emisión

La Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de ARTES GRÁFICAS SENEFLDER C.A. de 13 de febrero de 2023 autorizó la Quinta Emisión de Obligaciones por un monto hasta de USD 4,00 millones

El 21 de junio de 2023, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, resolvió aprobar la Quinta Emisión de Obligaciones bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00040200 de la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros.

Colocación de los Valores

Orión Casa de Valores S.A. con fecha 05 de julio de 2023 inició la colocación de los valores, alcanzando hasta el 29 de febrero de 2024 el 100% del total de la emisión.

Garantías y Resguardos

Resguardos

Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

El indicador es 1,36 en ago2025

No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

No existen obligaciones en mora.

Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

El indicador es 3,97

Límite de Endeudamiento

La relación de deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar el 70% durante la vigencia de la emisión.

La relación es 48,74%.

Compromisos Adicionales

Limitar la distribución del dividendo al 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión.

(Al corte de la información no se han repartido dividendos)

Garantía Específica

La Quinta Emisión de Obligaciones cuenta con una garantía específica que consiste en un Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos el cual recibirá los pagos de los principales clientes de la empresa y los mantendrá en una cuenta independiente para el pago de los cupones de la presente emisión.

Zion Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. actúa como Fiduciaria. El fideicomiso denominado Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos Senefelder fue constituido el 4 de abril de 2023 ante la Notaria Titular Quincuagésimo Quinto en la ciudad de Guayaquil, Provincia del Guayas.

Se establecen dos clientes principales para el aporte de flujos y en caso de requerir los clientes seleccionados pueden sustituirse, incluirse o modificarse sin que esto implique una reforma al Fideicomiso Mercantil.

En la cláusula DIEZ.CINCO.DOS. de la escritura pública del fideicomiso, se detalla que se provisionará y acumulará la suma de dinero correspondiente y necesaria para el pago del cupón o cuota trimestral inmediata posterior de las obligaciones emitidas.

Con información recibida con corte agosto (estado con corte julio previo al pago) de 2025, el Fideicomiso Mercantil Senefelder dispuso de

USD 449,66 mil en cuentas corrientes en bancos locales, valor que representó el 121,98% del total del siguiente cupón pagado (USD 368,64 mil) de julio de 2025. Además, se destaca que, al cierre de mes, el fideicomiso presentó un saldo de 256,75 mil significando 71,01% del dividendo que fue cancelado el 05 de octubre de 2025 en tiempo y forma.

Los clientes principales seleccionados para el aporte de flujos históricamente han mantenido niveles de ventas que serían suficientes para cubrir las obligaciones de la presente Emisión y mismos que han aceptado la cesión de derecho de cobro que realiza ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. a favor del Fideicomiso Mercantil Senefelder.

Monto Máximo de la emisión

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General.

Cuadro 02: Activos Depurados (Miles USD)

Total Activos	48.648.117,74
(-) Total Activos con Gravamen	24.439.575,83
(-) Total Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	-
(-) Activos en Litigio	-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias independiente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren	-
(-) Impugnación glosa con el IESS	9.722,35
(-) Monto no Redimido de Obligaciones en Circulación 5ta Emisión	1.334.400,00
(-) Monto no Redimido de Obligaciones en Circulación 6ta Emisión	3.833.399,99
(-) Monto no Redimido de Obligaciones en Circulación 1er Papel Comercial	4.000.000,00
(-) Monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador.	-
(-) Derechos fiduciarios el emisor proveniente de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros	527.028,47
(-) Cuantías y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias	-
Total deducciones	34.144.126,64
Total Activos menos deducciones	14.503.991,10
CUPO DE LA EMISIÓN, 80% Activos Depurados	11.603.192,88

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Monto Máximo de la emisión

Al cierre de agosto de 2025, la compañía posee un total de activos de USD 48,65 millones, donde el 80% de los activos depurados ascienden hasta USD 11,60 millones.

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

dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Quinta Emisión de Obligaciones de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. así como de los valores que mantiene en circulación a agosto de 2025 representan el 30,88% del 200% del patrimonio y el 61,77% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con la norma.

Cuadro 03: 200% patrimonio

Patrimonio	14.842.898
200% Patrimonio	29.685.795
Quinta Emisión de Obligaciones	1.334.400
Sexta Emisión de Obligaciones	3.833.400
Primera Emisión de Papel Comercial	4.000.000
Total Emisiones	9.167.800
Representación del Patrimonio	61,77%
Representación 200% del Patrimonio	30,88%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Proyecciones

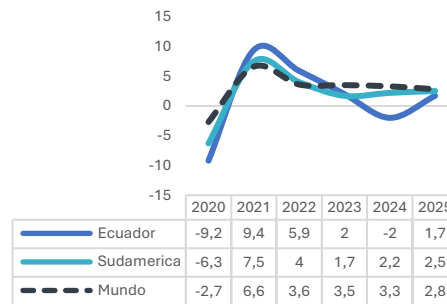
Las proyecciones efectuadas para el presente instrumento se han cumplido de forma insuficiente a nivel de ingresos y de utilidad operativa. Los ingresos en ago2025 alcanzaron un cumplimiento del 35,49%; en el caso de la utilidad operativa lo hizo en 31,60% (ver anexo 2).

b) Entorno Macroeconómico

Al cierre del primer trimestre de 2025, el perfil macroeconómico de Ecuador evidencia señales claras de recuperación, luego del retroceso experimentado durante 2024. La economía nacional registró un crecimiento interanual del 3,4 %, según datos del Banco Central del Ecuador (BCE), lo que marca un cambio de tendencia con respecto al comportamiento recesivo del año anterior. Este repunte está fuertemente impulsado por la expansión del consumo de los hogares, que creció un 7,1 %, así como por la reactivación de la inversión con variaciones positivas de 6,7 % debido a un aumento en la adquisición de maquinaria y equipo, sobre todo para los sectores agrícola e industrial.

En el frente externo, el dinamismo también fue notorio: las exportaciones no petroleras registraron un aumento interanual superior al 16,00%, mientras que las importaciones crecieron un 14,00 % en el mismo periodo. Este comportamiento refleja tanto una recuperación del aparato productivo como una mejora en la demanda interna. La balanza comercial, además, mantuvo un superávit sostenido.

Gráfico 01: Comparativo crecimiento



Fuente: FMI / Elaboración: UnionRatings S.A.

A nivel sectorial, el repunte de la actividad económica se sustenta en un comportamiento positivo de la mayoría de los sectores productivos. De las ramas que componen el PIB, 13 mostraron variaciones positivas en el primer trimestre del presente año. Particularmente destacadas fueron las contribuciones de los sectores de agricultura, ganadería y silvicultura, con un crecimiento del 17,47 %, y pesca y acuicultura, que aumentaron en un 12,06 %. Estos desempeños no solo reflejan una mejora coyuntural, sino también una mayor resiliencia en actividades vinculadas a los bienes primarios de exportación.

Cuadro 04: Radar sectorial marzo 2025

	P.I.B.	3,4%
Agricultura ganadería y silvicultura	17,47%	
Pesca y acuicultura	12,06%	
Manufactura de productos alimenticios	8,65%	
Actividades financieras y de seguros	8,39%	
Arte entretenimiento y otras actividades de servicios	7,59%	
Comercio	6,89%	
Transporte y almacenamiento	3,06%	
Manufactura de productos no alimenticios	1,99%	
Suministro de electricidad y agua	1,74%	
Construcción	1,51%	
Actividades inmobiliarias	0,71%	
Información y comunicación	0,26%	
Administración pública	0,06%	
Alojamiento y comidas	-0,05%	
Actividades profesionales técnicas	-0,65%	
Enseñanza	-1,35%	
Salud y asistencia social	-1,49%	
Actividades de los Hogares como empleadores	-3,85%	
Explotación de minas y canteras	-6,25%	
Refinados de petróleo	-9,38%	

Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

Pese a estos avances, el perfil de riesgo económico del país no se ha disipado completamente. Persisten factores estructurales que limitan la sostenibilidad del crecimiento, entre ellos la elevada dependencia de los ingresos petroleros, la volatilidad externa asociada a precios de materias primas, un mercado laboral caracterizado por bajos niveles de empleo pleno y una elevada informalidad, además de restricciones fiscales latentes. Estos elementos continúan condicionando la capacidad del Estado

para sostener el ritmo de inversión pública sin comprometer la estabilidad macroeconómica.

Sector Fiscal

Durante el primer trimestre de 2025, la posición fiscal de Ecuador continúa reflejando las tensiones estructurales que históricamente han caracterizado al manejo de las finanzas públicas. Entre enero y marzo, los ingresos del sector público no financiero ascendieron a USD 11.726,5 millones, de este total, los ingresos tributarios representaron la fuente más significativa, concentrando el 50,31 %, es decir, aproximadamente USD 4.229,9 millones. Esta cifra se vio favorecida por el incremento de la recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA), que representó el 45,83 % de los ingresos tributarios y registró un crecimiento del 20,76 % respecto al mismo mes del año anterior.

En paralelo, los ingresos derivados de la actividad petrolera representaron el 28,30 % del total, lo que reafirma el peso que aún conserva este rubro dentro de la arquitectura fiscal ecuatoriana. Esta elevada participación confirma que, pese a los intentos de diversificación tributaria, el Estado sigue condicionado por los vaivenes de los precios internacionales del petróleo, introduciendo un componente de riesgo macroeconómico difícil de mitigar en el corto plazo.

Por el lado del gasto, la ejecución fiscal se mantiene marcada por altos niveles de rigidez. Los gastos permanentes, concentraron el 88,09 % del total devengado en el periodo analizado. Dentro de esta categoría, destaca la participación del gasto en bienes y servicios (31,25 %), una proporción considerable destinada al financiamiento de salarios del sector público, pensiones y programas sociales.

Sector Externo

Durante el primer trimestre de 2025, el sector externo de la economía ecuatoriana mantuvo una posición favorable, evidenciada en el superávit registrado en la balanza de pagos. Este desempeño positivo continúa reflejando la solidez de sus cuentas corrientes, impulsadas principalmente por el crecimiento sostenido de las exportaciones no petroleras. Entre los productos con mayor dinamismo destaca el camarón, que se mantiene como el principal generador de divisas no tradicionales, con alta demanda en destinos estratégicos. Asimismo, el cacao y sus elaborados registraron un notable incremento del 161,11 % respecto al mismo

trimestre del año anterior, lo que marca un cambio significativo en su peso relativo dentro del portafolio exportador nacional.

En contraste, las exportaciones petroleras experimentaron una contracción, condicionadas por la caída del precio promedio del crudo ecuatoriano, que retrocedió un 6,9 % interanual en línea con la evolución del precio internacional. Pese a un inicio de trimestre, relativamente estable, la cotización del crudo se vio afectada por una escalada de tensiones comerciales entre Estados Unidos, China, México y Canadá, que generó incertidumbre en los mercados energéticos.

A pesar de la solidez observada en los principales agregados de la cuenta corriente, el perfil de riesgo externo de Ecuador mantiene elementos estructurales que condicionan su estabilidad a mediano plazo. La estructura exportadora continúa mostrando una alta concentración en un reducido número de productos primarios, entre ellos el petróleo, el banano y el camarón, lo que implica una exposición elevada a shocks de precios internacionales, variaciones estacionales de oferta, restricciones sanitarias en mercados destino y eventos climáticos extremos.

Cuadro 05: Exportaciones

Rubro	2024 I	2025 I	Variación (t-4)
Exportaciones Totales	8.157,9	9.377,7	14,95%
Petroleras	2.517,5	2.253,9	-10,47%
Petróleo crudo	2.263,9	2.072,6	-8,45%
Derivados	253,6	181,3	-28,51%
No petroleras	5.556,9	7.047,0	26,81%
Banano y plátano	1.020,5	1.116,1	9,38%
Café y elaborados	32,4	27,2	-16,05%
Camarón	1.521,4	1.887,6	24,07%
Cacao y elaborados	510,8	1.333,6	161,11%
Atún y pescado	85,6	72,6	-15,21%
No tradicionales	2.386,4	2.609,8	9,36%

Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

Deuda

En el primer trimestre de 2025, la deuda pública del Ecuador sigue siendo un componente crítico dentro del perfil macroeconómico del país, reflejando la persistencia de un modelo fiscal sustentado en el financiamiento vía endeudamiento. A marzo de este año, el saldo total de la deuda del Sector Público No Financiero (SPNF) ascendió a USD 64.209,44 millones, lo que equivale al 51,50 % del Producto Interno Bruto (PIB).

Dentro de esta cifra, el componente externo representa una participación predominante: USD 48.072,56 millones, es decir, el 74,87 % del total de la deuda pública. Este endeudamiento con acreedores internacionales continúa creciendo,

tanto por la colocación de bonos soberanos en los mercados financieros como por la obtención de préstamos multilaterales. Entre los principales tenedores figuran organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), cuyos recursos han sido fundamentales en el financiamiento del Estado durante los últimos ciclos económicos. La deuda externa está compuesta, en un 57,00%, por créditos con estos organismos multilaterales, mientras que cerca del 30,03 % corresponde a emisiones de bonos internacionales.

En lo que respecta a la deuda interna, esta se sitúa en USD 16.136,88 millones, concentrada principalmente en instrumentos financieros emitidos en el mercado local. Este tipo de endeudamiento ha sido orientado a cubrir requerimientos de caja del gobierno central, financiar el déficit presupuestario y sostener el funcionamiento operativo del sector público. Aunque presenta condiciones más favorables en términos de acceso, su creciente volumen también genera presiones sobre la liquidez del sistema financiero y la capacidad del Estado para cumplir con sus obligaciones sin desplazar al financiamiento privado.

Empleo

El comportamiento del mercado laboral ecuatoriano al cierre del primer trimestre de 2025 evidencia persistentes tensiones estructurales que continúan afectando la calidad del empleo y la inclusión laboral. Si bien la tasa de desempleo nacional registró una reducción interanual, ubicándose en 3,3%, esta mejora estadística no refleja plenamente las condiciones reales del mercado de trabajo, debido a que buena parte de la población ocupada permanece en empleos precarios, mal remunerados o inestables.

Uno de los indicadores más ilustrativos de esta situación es la tasa de empleo adecuado, que se situó en 34,2 % de la Población Económicamente Activa (PEA), mostrando un retroceso de 0,3 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior. Este resultado sugiere que, pese a la recuperación moderada del crecimiento económico, dicha mejoría aún no se traduce en oportunidades laborales de calidad.

Simultáneamente, el subempleo mantiene una presencia significativa en el panorama laboral. Alrededor del 20,9 % de los trabajadores se encuentran en esta condición, reflejando la persistencia de una brecha entre las competencias de la fuerza laboral y la capacidad

del aparato productivo para absorberla en condiciones adecuadas. Esta situación se combina con una alta tasa de informalidad laboral, que abarca aproximadamente al 53,5 % de los ocupados.

Riesgo País.

Durante los primeros siete meses de 2025, el comportamiento del riesgo país ha sido particularmente volátil, marcando un máximo de 1.630 puntos en el primer trimestre. No obstante, a partir de abril se evidencia un cambio en la percepción del entorno económico, reflejado en la significativa reducción del indicador, que para julio se sitúa en 843 puntos. Este retroceso ha sido interpretado por los mercados como una señal de mayor confianza frente al panorama político y fiscal del país.

Uno de los impactos más notorios de esta reducción del riesgo país se refleja en las condiciones de financiamiento externo del Estado. Una menor prima de riesgo se traduce directamente en menores tasas de interés en los mercados internacionales, lo que amplía el margen fiscal al reducir el costo del servicio de la deuda.

A pesar de esta evolución favorable, los primeros meses del año también estuvieron marcados por episodios de incertidumbre que influyeron negativamente en las decisiones de inversión. Aunque tradicionalmente un alto riesgo país disuade la llegada de capital extranjero, hacia finales del primer trimestre la inversión extranjera directa (IED) registró un repunte del 17,00%.

Esquema Regulatorio

El 24 de mayo del 2025, el presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 1 mediante el cual, por mandato y voluntad soberana del pueblo ecuatoriano, asume nuevamente el señor Daniel Noboa Azín, a partir de la presente fecha, la Presidencia Constitucional de la República del Ecuador.

El 05 de junio del 2025, El presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 21 mediante el cual se declara prioridad nacional, la prevención y erradicación del reclutamiento, uso y utilización de niños, niñas y adolescentes, por parte de grupos armados organizados, grupos terroristas, grupos de delincuencia organizada, organizaciones delictivas y cualquier otro actor que comprometa su seguridad y desarrollo.

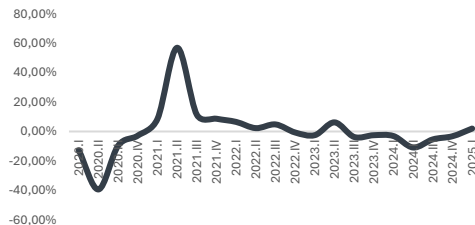
El 16 de junio del 2025, El presidente de la República expidió el Decreto Ejecutivo No. 33

mediante el cual se designa al señor Eduardo Antonio Peña Hurtado como delegado permanente del Presidente de la República para presidir el Directorio del Banco Público BANECUADOR B.P.

c) Sector

El sector manufactura de productos no alimenticios tradicionalmente ha mantenido su protagonismo en la economía, aunque ha mostrado una constante contracción. En esta línea, al primer trimestre de 2025 participa del 5,34% de la estructura productiva del país, lo cual aún le posiciona como una de las industrias más relevantes. Se destaca que únicamente el sector Comercio contribuye de forma determinante con el 15,19% dentro del Producto Interno Bruto (PIB); el restante conserva participaciones inferiores a los dos dígitos.

Gráfico 02: Crecimiento Manufactura



Fuente: BCE / Elaboración: UnionRatings S.A.

Durante los últimos cinco años, esta industria ha registrado una evolución volátil, donde luego de un punto de inflexión en el tercer trimestre de 2021, la tendencia ha sido decreciente, particular que se mantiene e inclusive con cifras negativas, que al primer trimestre culminan con un crecimiento del 1,99%.

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

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

complementan con aportes del 19,13% y 8,37% respectivamente.

Gráfico 03: Principales competidores

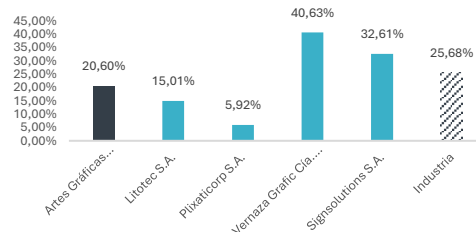


Fuente: SCVS / Elaboración: UnionRatings S.A.

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

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

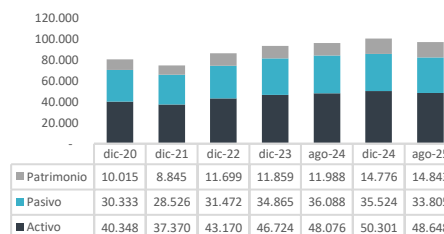
Gráfico 04: Margen EBIT principales competidores



Fuente: SCVS / Elaboración: UnionRatings S.A.

d) Perfil Financiero

Gráfico 08: Evolución Balance (Miles USD)



Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Activos

Al corte de la información, este elemento evidenció un crecimiento mínimo del 1,19%

posicionándose en USD 45,65 millones, el dinamismo marcado es inferior al referencial de largo plazo del 6,01%, vale señalar que la evolución ha sido volátil dentro de toda la ventana que contempla el análisis.

La principal posición de la empresa lo conforma la propiedad planta y equipo con el 56,89%, donde se resalta que este activo es el generador de ingreso. Además, que impulsa la expansión con un dinamismo del 5,65% en el periodo interanual.

De su parte, el inventario presentó una participación del 21,96% mismo que ha sido consistente en el largo plazo, lo señalado pese a una reducción interanual del 16,01%. El activo realizable ha marcado una tendencia creciente en los días de rotación, tal es así, que al corte de la información esta fue de 244,39 días, bastante superior a su referencial de largo plazo de 143,98 días. Se resalta que la política de rotación de este activo se mantiene de hasta 180 días en materia prima, y 60 días para productos en proceso y productos terminados.

Cuadro 06: Días de vencimiento de cartera

Tramo	Participación
Total por Vencer	68,28%
Vencido 1 a 60	18,06%
Vencido mayor 60	13,65%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

El activo exigible de corto plazo de su lado experimentó un crecimiento del 14,28% con lo cual su participación ascendió hasta el 14,89%. La empresa maneja políticas de crédito en función de la línea de negocio de manera que en el caso de la litografía industrial (principal línea) para clientes nuevos y recurrentes se extiende hasta 120 días. En agosto 2025, las cuentas por cobrar exhiben una rotación de 121,92 días, consecuente con la política institucional; de hecho, su promedio de largo plazo es 97,69 días.

Cuadro 07: Composición de Activo (Miles USD)

Cuenta	ago-24	ago-25	Variación
Efectivo y equivalentes de efectivo	948	598	-36,91%
Cuentas por Cobrar	6.339	7.244	14,28%
Inventarios	12.566	10.554	-16,01%
Propiedad Planta y Equipo	26.198	27.678	5,65%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Pasivos

En ago2025, este pilar se posicionó en USD 33,81 millones pese a una reducción del 6,32% dentro del periodo interanual. Lo señalado en contraste con un promedio de crecimiento de

largo plazo del 4,26%. Los pilares que determinan este comportamiento lo conforman las cuentas por pagar que retroceden en 55,35% (USD 2,57 millones).

Las obligaciones financieras por otro lado registraron USD 23,71 millones, que significa un incremento del 11,37%. Este pasivo se distribuye de forma equilibrada entre el 55,06% de corto plazo y el 44,94% de largo plazo. En su mayor parte, la adquisición de la deuda se destina para capital de trabajo con una totalidad del 90,80%; mientras que, el restante 9,20% corresponde a deuda adquirida para maquinaria.

Cuadro 08: Estructura Deuda Financiera

Institución	Participación
CFN	25,39%
Mercado de Valores - P	17,91%
Pichincha	16,12%
Mercado de Valores - E	9,33%
Austro Bank Overseas	8,84%
Internacional	6,02%
Otros	16,39%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

La Corporación Financiera Nacional se mantiene como el principal acreedor institucional con el 22,99% de las obligaciones; sin embargo, estas líneas son de largo plazo y corresponden a tasas de interés en promedio del 8,80%, por debajo la Tasa Promedio Ponderada (TPP) (10,05%) de todas las obligaciones.

Cuadro 09: Composición de Pasivo (Miles USD)

Cuenta	ago-24	ago-25	Variación
Obligaciones financieras CP	13.556	13.054	-3,70%
Cuentas por pagar	6.138	5.277	-14,04%
Obligaciones financieras LP	7.732	10.655	37,80%
Cuentas por pagar LP	4.646	2.074	-55,35%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Patrimonio

Al término de los ocho primeros meses del año, el patrimonio se posicionó en USD 14,84 millones, lo que representa una expansión atractiva del 23,81%, la cual es superior a su referencial de largo plazo del 11,64%, pese a que la evolución histórica ha sido volátil. El impulso en la base patrimonial va de la mano con la acumulación de resultados, que crecieron en 121,19%; sin embargo, su aporte a la estructura es de únicamente del 5,01%.

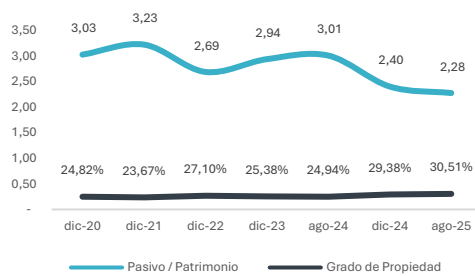
En esta línea de análisis, los otros resultados integrales se mantienen como el principal pilar patrimonial dado una participación del 67,76%. Otro elemento relevante lo conforma el capital social que significa el 26,95%.

Cuadro 10: Composición Patrimonio (Miles USD)

Cuenta	ago-24	ago-25	Variación
Capital social	4.000	4.000	0,00%
Otros Resultados Integrales	7.635	10.057	31,72%
Resultados acumulados	337	744	121,19%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Solvencia

Gráfico 09: Solvencia (Porcentaje)


Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Al octavo mes del año, el grado de propiedad (30,51%) si bien es bajo, se mantiene en niveles cercanos a su referencial de largo plazo que se ubica en 26,07%.

De similar forma, el grado de apalancamiento permanece elevado con un indicador al corte de 2,28 veces; pese a lo señalado este es inferior a su referencial de largo plazo de 2,86 veces.

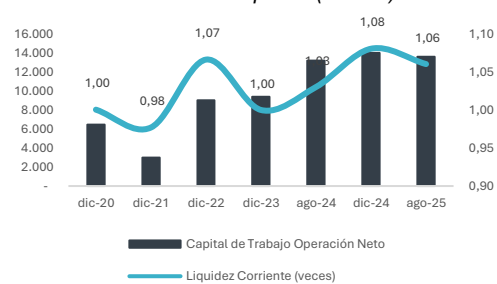
Se debe remarcar que el emisor hace uso intensivo de deuda financiera conformándose como el principal método de apalancamiento con un indicador al corte de 1,60 veces respecto del patrimonio; de hecho, este es superior con su promedio de largo plazo de 1,49 veces. Se resalta que únicamente la deuda en mercado de valores significa el 61,47% respecto de la base patrimonial.

Liquidez

Dada la industria en la que se encuentra, la posición de liquidez general al corte de la información se posicionó en 1,06 veces; se debe señalar que el emisor tradicionalmente dispone de estos niveles dado un referencial de largo plazo de 1,03 veces.

De su lado, el capital de trabajo neto se ubicó en USD 13,64 millones como resultado de una expansión del 33,24%; lo señalado indica la capacidad de Senefelder para cubrir sus deudas a corto plazo.

Se señala que la liquidez ácida se presenta superior a la unidad con un indicador de 1,03 veces, mismo que mantiene una ligera brecha sobre su referencial de largo plazo de 0,99 veces.

Gráfico 10: Liquidez (Puntos)


Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Evolución de Ingresos

En ago2025, las ventas de Senefelder evidenciaron una reducción del 17,93% en contraste con similar periodo del año anterior con lo cual se posiciona en USD 14,26 millones. Este comportamiento se encuentra alineado con el contexto macroeconómico, que ha afectado la demanda agregada, impactando directamente en el desempeño comercial de la compañía.

Cuadro 11: Variación líneas de negocio

División	ago-24	ago-25	Variación
Litografía	12.033	8.686	-27,82%
Formas continuas	1.677	1.674	-0,15%
Flexografía	953	1.109	16,38%
Digital	1.063	1.104	3,87%
Valores	1.179	925	-21,56%
Proveeduría	386	368	-4,74%
Soy Verde	-	289	-
Servicios	-	57	-
Agendas	85	48	-43,29%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

El impacto en los ingresos se deriva de la reducción en su principal línea de negocio que lo conforma la Litografía que se contrae en 27,82%. Pese a ello la empresa consigue mantener los márgenes estables en la mayoría de las líneas de negocio.

De hecho, la mayor generación de margen se presenta en líneas como el caso de proveeduría y soy verde con (33,18%) y 34,79% respectivamente.

Cuadro 12: Margen líneas de negocio

División	Ingresos	U.B. Ventas	Margen
Litografía	8.686	2.365	27,2%
Formas continuas	1.674	415	24,8%
Flexografía	1.109	306	27,6%
Digital	1.104	302	27,3%
Valores	925	258	27,9%

Proveeduría	368	122	33,2%
Soy Verde	289	101	34,8%
Servicios	57	14	24,2%
Agendas	48	13	27,3%

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Eficiencia gestión y rentabilidad

Al corte de la información, la generación de EBIT, en línea con el comportamiento en las ventas también evidenció una reducción, aunque en menor medida siendo esta del 9,75% y colocándose en USD 1,28 millones.

Lo señalado guarda relación con una alta capacidad del emisor para adaptar sus costos a nuevos escenarios. Dado que estos se redujeron en 21,14% en el periodo interanual y se colocaron en USD 10,36 millones. De hecho, se ubicó el margen bruto en 27,32%, pese a que su referencial de largo plazo corresponde a 20,48%.

En el caso de los gastos registraron una reducción más moderada del 5,99% colocándose en USD 2,06 millones.

La dinámica tanto de costos como de gastos permitió preservar parte de la eficiencia operativa a pesar de la caída en ventas.

De esta forma, pese a la reducción del resultado operativo, la utilidad antes de impuestos experimentó un crecimiento del 148,96% colocándose en USD 322,23 mil debido principalmente a menores gastos financieros en 23,87%.

Por último, el margen neto se posicionó en 2,48%, por debajo del promedio de largo plazo (1,65%) y del sector (2,62%).

Finalmente, la rentabilidad para los accionistas (ROE) fue del 3,26%, más atractiva que el 1,62% registrado en el mismo periodo del año anterior, pero inferior al promedio de largo plazo (3,58%) y al del sector (6,97%), lo que sugiere una rentabilidad menos atractiva en el contexto actual.

Cobertura

En línea con los antecedentes señalados, al corte de la información, el EBITDA presentó una contracción por 10,08% con lo cual se posicionó en USD 2,75 millones que al cerrar el año se estima registre un valor de USD 4,12 millones.

De su parte, la deuda financiera neta exhibió un incremento del 13,62% con lo cual se ubicó en USD 23,11 millones producto de la reducción de los fondos disponibles.

Bajo estos antecedentes, el emisor podría cancelar la deuda neta en 8,40 años que marca una brecha sobre su promedio de largo plazo de 7,05 años. Similar comportamiento se identificó en la deuda total que corresponde a 8,62 años distante de su referencial de 7,37 años.

En esta línea de análisis, la cobertura de EBITDA para gastos financieros pese a no ser holgada se ubicó en 1,66 veces, que marca una brecha en relación con el referencial de largo plazo de 1,39 veces.

Provisión

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

Es preciso mencionar que se encuentra al día en sus obligaciones financieras.

e) Estructura administrativa y gerencial

Buen Gobierno Corporativo

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A exhibe una amplia trayectoria con 103 años dentro del mercado ecuatoriano donde se caracteriza por ofrecer un amplio portafolio de soluciones para sus clientes. No solo servicios de impresión, sino también soluciones gráficas integrales adaptadas al mercado.

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

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

Cuadro 13: Foda

Fortaleza	Oportunidades
Cuenta con una amplia capacidad instalada y modernos equipos que le permiten tener mejor tiempo de respuesta y calidad en sus productos.	El fomento a sectores industriales con la finalidad de promover una mayor producción, para consumo local y de exportación, lo cual beneficiaría a la división de litografía Industrial.
Continúa búsqueda para ofrecer nuevas líneas de productos y servicios.	La incorporación de maquina híbrida con tecnología de punta que nos da ventaja competitiva en el mercado.
Amplia experiencia y trayectoria de los directivos, así como permanente capacitación al personal.	Aprovechar economía de escala para nuevos negocios.
Importante y reconocida imagen empresarial.	Las leyes de prohibición de plástico de un solo uso abren una demanda importante de vasos, platos y envases de cartón.
Diversificación de sus productos para satisfacer varios segmentos del mercado nacional (industrial, comercial, Bancario, acuicola, flores, etc.)	Productos de empaque ecológicos con gran crecimiento y demanda a nivel mundial.
Debilidades	Amenazas

Concentración en proveedores del exterior, que les da un mayor poder de negociación. Para mitigarlo se busca constantemente ofertas de alta calidad.	Dependencia de materia prima importada, la misma que se deriva de "commodities" y, por ende, conlleva a fluctuaciones de precios.
Precios competitivos por competidores.	Entorno altamente cambiante, donde la evolución tecnológica obliga la permanente renovación e inversión en equipos.

Fuente: SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

f) Hechos relevantes

A la fecha de corte de la información, la compañía mantiene vigente como instrumentos de renta fija la Quinta Emisión de Obligaciones, Sexta Emisión de Obligaciones, Primer Emisión de Papel Comercial. La Quinta Emisión de Obligaciones aprobado por Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2023-00040200 de 21 de junio de 2023, la Sexta Emisión de Obligaciones aprobado por Resolución SCVS-INMV-DNAR-2025-00021721 de 25 de abril de 2025. El primer Papel Comercial la segunda por SCVS-INMV-DNAR-2024-00004447 de 08 de febrero de 2024.

Fuera del corte de la información, se aprobó la emisión del segundo programa de papel comercial por medio de resolución SCVS-INMV-DNAR-2025-00027742 de 03 de septiembre de 2025. Respecto de este instrumento, la primera colocación se llevó a cabo el 08 de septiembre de 2025.

El 05 de octubre de 2025 se canceló en tiempo y forma el noveno dividendo de la Quinta Emisión de Obligaciones por USD 361,56 mil según Comprobante de Transferencia del DECEVALE.

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

g) Riesgos previsible en el futuro

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

h) Presencia bursátil y solvencia del emisor

Cuadro 14: Presencial Bursátil

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Capital a ago2025	Calificaciones
Primer Programa de Papel Comercial	SCVS-INMV-DNAR-2024-00004447	4.000.000	4.000.000	4.000.000	UNIONRATINGS (AAA- Corte feb2024)
Quinta Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2023-00040200	4.000.000	4.000.000	1.334.400	UNIONRATINGS (AAA- Corte feb2024)
Sexta Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2025-00021721	4.000.000	4.000.000	3.833.400	UNIONRATINGS (AAA- Corte abr2025)

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

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

El detalle del Programa de Papel Comercial es el siguiente:

Cuadro 15: Presencial Bursátil 1erPapel Comercial (BVQ/BVG)

Bolsa de Valores de Quito					
mar-25	0	0	0.00	18	0.00%
abr-25	1	1	65.898	21	4.76%
may-25	0	0	0.00	20	0.00%
jun-25	0	0	0.00	21	0.00%
jul-25	0	0	0.00	23	0.00%
ago-25	0	0	0.00	20	0.00%

*La BVG no envió información sobre este campo

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

Cuadro 16: Presencial Bursátil 6ta EO (BVQ/BVG)

Bolsa de Valores de Quito					
Fecha	Número de días negociados Mes	Número de transacciones	Monto Negociado (valor nominal)	Número de Ruedas Mes	Indicador Presencia Bursátil (No. de días negociados mes / No. de ruedas mes)
may-25	0	0	0.00	20	0.00%
jun-25	0	0	0.00	21	0.00%
jul-25	3	4	130768	23	13,04%
ago-25	0	0	0.00	20	0.00%

*La BVG no envió información sobre este campo

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

Atentamente,

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

ANEXO 01: INDICADORES

INDICADORES FINANCIEROS							
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	ago-24	dic-24	ago-25
EVALUACIÓN DE INDICADORES FINANCIEROS							
SOLVENCIA	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	ago-24	dic-24	ago-25
Pasivo / Patrimonio	3,03	3,23	2,69	2,94	3,01	2,40	2,28
Grado de Propiedad	24,82%	23,67%	27,10%	25,38%	24,94%	29,38%	30,51%
Pasivo / Activo	75,18%	76,33%	72,90%	74,62%	75,06%	70,62%	69,49%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	62,96%	60,01%	58,69%	57,06%	57,50%	55,09%	57,84%
Deuda Financiera Total / Patrimonio	1,52	1,54	1,26	1,66	1,78	1,49	1,60
LIQUIDEZ							
Liquidez Corriente (veces)	1,00	0,98	1,07	1,00	1,03	1,08	1,06
Prueba Ácida (veces)	0,99	0,89	1,03	0,99	0,98	1,04	1,03
Capital de Trabajo Neto	6.474,15	3.004,29	9.047,92	9.412,03	13.242,84	14.046,44	13.644,39
RENTABILIDAD							
ROAA	0,05%	-1,94%	0,44%	5,31%	0,40%	0,99%	0,99%
ROAE	0,19%	-8,21%	1,62%	20,92%	1,62%	3,35%	3,26%
Marqen Bruto	17,00%	18,04%	20,33%	22,75%	24,36%	24,30%	27,32%
Marqen Operativo	2,00%	2,49%	5,41%	7,43%	8,17%	7,06%	8,98%
Marqen Neto	0,07%	-2,49%	0,62%	8,07%	0,74%	2,00%	2,26%
EBITDA / Ventas	5,39%	5,87%	8,62%	11,08%	11,73%	11,95%	12,86%
EFICIENCIA Y GESTIÓN							
Gastos Operativos / Ventas	11,62%	12,16%	11,71%	11,68%	12,63%	12,35%	14,46%
Gastos Financieros / Ventas	4,86%	4,93%	4,77%	7,23%	8,35%	9,01%	7,74%
COBERTURA							
EBITDA / Gastos Financieros (veces)	1,11	1,19	1,81	1,53	1,41	1,33	1,66
Deuda/EBITDA (Anualizado)	10,08	7,93	5,61	5,79	6,96	7,42	8,62
Deuda Financiera Neta/EBITDA (Anualizado)	9,95	7,06	5,36	5,72	6,65	7,14	8,40

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

ANEXO 02: PROYECCIÓN ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANACIAS Y FLUJO DE EFECTIVO

Cuenta	dic-25	Real Ago2025	Cumplimiento	jun-26
Ingresos Operacionales	40.176,75	14.260,47	35,49%	21.027,25
(-) Costos de ventas	31.505,07	(10.364,51)	-32,90%	16.400,52
Utilidad Bruta	8.671,68	3.895,96	44,93%	4.626,73
(-) Gastos operacionales	4.617,61	(2.062,65)	-44,67%	2.405,34
Utilidad Operativa	4.054,07	1.281,04	31,60%	2.221,39
(-) Gastos Financieros	1.405,15	(1.104,06)	-78,57%	642,91
(+) Otros ingresos	-	145,25		-
Resultado antes de Impuesto a la Renta	2.648,93	322,23	12,16%	1.578,48

Fuente: Prospecto de Oferta Pública SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Flujo de Efectivo USD Proyectado														
	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25	jun-25	sep-25	dic-25	mar-26	jun-26
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN														
Utilidad neta	247.664	326.485	329.084	32.187	437.448	464.433	519.504	148.496	586.967	634.274	723.266	255.816	741.626	836.851
Depreciación y amortización	280.200	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149
Otras sin flujo de efectivo	126.036	163.847	150.458	51.777	114.883	157.398	159.777	184.648	91.070	167.134	171.021	288.595	75.486	177.455
Variaciones en actividades de operación														
Cuentas por cobrar comerciales	411.667	560.034	121.291	19.066	257.698	117.611	42.779	114.188	187.891	112.448	45.998	266.514	108.373	58.754
Cuentas por cobrar relacionadas														
Inventarios	178.826	505.520	458.242	299.452	45.326	744.967	861.746	980.718	772.242	524.923	769.757	647.651	420.052	27.399
Otros Activos	563.659	541.252	445.251	893.546	246.452	247.003	251.761	511.966	189.223	266.475	274.248	744.319	182.512	287.116
Proveedores	2.188.905	1.908.537	405.643	479.860	887.747	784.981	408.088	535.802	523.846	285.255	403.856	531.538	380.048	47.424
Otros pasivos	188.243	562.644	888.197	732.053	961.867	417.642	395.723	140.221	793.019	388.520	388.484	53.515	886.706	382.350
Flujo neto usado en actividades de operación	1.815.256	1.029.774	988.146	1.002.998	1.029.955	247.365	246.086	315.556	150.065	216.381	269.310	246.872	385.879	78.761
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE INVERSIÓN														
Venta de propiedades planta y equipo														
Variación en Propiedad, Planta y equipo	31.588	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149
Flujo neto en actividades de inversión	31.588	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149	282.149
FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES FINANCIAMIENTO														
Obligaciones con instituciones financieras	343.536	316.791	316.791	316.791	1.483.209	446.180	449.606	453.123	456.733	401.935	285.640	300.933	327.476	327.758
Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	494.523													
V Emisión de Obligaciones Largo Plazo (Nueva)		4.000.000	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333	333.333
Ajuste a resultados de ejercicios anteriores														
Pago de dividendos														
Patrimonio		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo neto en actividades de financiamiento	150.987	3.683.209	650.124	650.124	1.149.876	779.513	782.939	786.456	790.067	735.268	618.974	32.400	660.809	661.092
Aumento (disminución) de efectivo y equivalentes	1.632.681	4.995.131	1.356.122	1.370.974	402.069	744.730	254.705	188.752	657.983	236.739	67.515	496.620	764.539	300.183
Efectivo y equivalentes al inicio del año	1.403.572	3.036.253	8.031.384	6.675.262	5.304.288	5.706.357	4.961.627	4.706.922	4.518.171	3.860.188	3.623.449	3.555.934	4.052.554	3.288.015
Efectivo y equivalentes al final del año	3.036.253	8.031.384	6.675.262	5.304.288	5.706.357	4.961.627	4.706.922	4.518.171	3.860.188	3.623.449	3.555.934	4.052.554	3.288.015	2.987.832

Fuente: Prospecto de Oferta Pública SENEFLDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

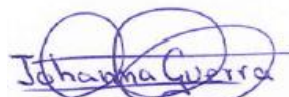
ANEXO 03: TABLA DE AMORTIZACIÓN

Cupón	Fecha	Tasa	Capital	Interés	Cuota	Saldo Insoluto	Estado
						4.000.000	
1	5/10/2023	8,50%	333.200	85.000	418.200	3.666.800	Pagado
2	5/1/2024	8,50%	333.200	77.920	411.120	3.333.600	Pagado
3	5/4/2024	8,50%	333.200	70.839	404.039	3.000.400	Pagado
4	5/7/2024	8,50%	333.200	63.759	396.959	2.667.200	Pagado
5	5/10/2024	8,50%	333.200	56.678	389.878	2.334.000	Pagado
6	5/1/2025	8,50%	333.200	49.597	382.797	2.000.800	Pagado
7	5/4/2025	8,50%	333.200	42.517	375.717	1.667.600	Pagado
8	5/7/2025	8,50%	333.200	35.437	368.637	1.334.400	Pagado
9	5/10/2025	8,50%	333.200	28.356	361.556	1.001.200	Pagado
10	5/1/2026	8,50%	333.200	21.276	354.476	668.000	Por Vencer
11	5/4/2026	8,50%	333.200	14.195	347.395	334.800	Por Vencer
12	5/7/2026	8,50%	334.800	7.115	341.915	-	Por Vencer

Fuente: SENEFELDER/Elaboración: UnionRatings S.A.

Miembros del Comité:

 Ing. Luis López


 Ing. Johana Guerra


 Econ. Braulio Eldredge

Disclaimer

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

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

UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. realizó el presente informe (Informes auditados de 2020 a 2024 estados financieros interinos a ago2024, ago2025, prospecto de oferta pública, estados financieros interinos y otros relevantes a criterio de la calificadora de riesgos acorde al requerimiento de información) aplicando de manera rigurosa la metodología vigente indicada. A su vez, no audita y no brinda garantía alguna respecto a la información recibida de manera directa por parte del cliente, así como de cualquier fuente que UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., considere confiable; no encontrándose en la obligación de corroborar la exactitud de dicha información. UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no asume responsabilidad alguna por el riesgo inherente generado por posibles errores en la información. Sin embargo, se han adoptado las medidas necesarias para contar con la información considerada suficiente para elaborar la presente calificación. UNIONRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se responsabiliza por ninguna consecuencia de cualquier índole originada de un acto de inversión realizado sobre la base del presente informe.