

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Ing. Bryan Briones

abriones@summaratings.com

Fecha de Comité

25 de julio de 2018

Periodo de Evaluación

Al 31 de mayo de 2018

Contenido

RESUMEN	2
RACIONALIDAD	2
DESCRIPCIÓN DE ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	3
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	3
ANÁLISIS DE LOS RIESGOS INHERENTES A LA EMISIÓN	6
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO	6
RIESGO SECTORIAL	9
RIESGO POSICIÓN DEL EMISOR	9
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL	14
RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA	16
RIESGO DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y GARANTÍAS DEL EMISOR Y VALOR	23
ANEXOS	27

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Cuarta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA	Inicial	-

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

Tendencia de la Categoría: Sin Tendencia

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Cuarta 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 le otorga la calificación de riesgo **AA** sin tendencia para la Cuarta Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de SUMMARATINGS son opiniones de SUMMARATINGS y no implica 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 ni verifica 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: Moderado

- Organismos internacionales han corregido al alza las previsiones macroeconómicas para Ecuador.
- Créditos al sector privado y depósitos a la vista se vienen recuperando luego de la caída en el 2015.
- Déficit fiscal y deuda creciente son los grandes desafíos de las finanzas públicas para el 2018.

Riesgo Sectorial: Moderado

- La industria de impresión depende del acceso a nuevas herramientas tecnológicas y mano de obra calificada.
- Parte de la producción de la industria sirve de apoyo a otras industrias que exportan productos.
- Sector manufacturero sigue un ritmo de recuperación acorde al desempeño de la economía.
- Marco regulatorio con posibilidades de mayor apertura a la participación del sector privado.

Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- Posee una participación de 26.07% en ventas totales del 2017 entre sus principales competidores.

- Los indicadores de rotación han aumentado en los días de inventario y cuentas por pagar al 31 de diciembre de 2017, disminuyendo el ciclo de conversión de efectivo.
- Indicadores de rentabilidad crecieron hasta el 31 de mayo de 2018, además el ROE es mayor al ROA, manteniendo un apalancamiento positivo.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- Periódicamente se llevan a cabo reuniones de rendición de cuentas para revisión de indicadores en áreas operativas, administrativas y ventas.
- Están en un proceso de recertificación de calidad ISO 9001:2015
- Estrategia del negocio basada en la optimización de indicadores de rentabilidad y productividad.

Riesgo de la Estructura Financiera: Bajo

- Pasivos orientados hacia el corto plazo, los que representan el 59.61% del total de Pasivos en el periodo 2014 - 2017.
- Las Necesidades Operativa de Fondos crecerán un 11.57% en el año 2018.
- La variación neta de la deuda financiera fue una disminución de US\$ 1,809,725 durante el último año del que se posee información actualizada (may 17 – may 18).
- Cobertura a los gastos financieros en hasta 1.04 veces, por el EBIT en mayo de 2018.

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

- Entre 2014 y 2017, el indicador endeudamiento del activo de la empresa se situó en un promedio anual de 79%.
- El ratio de liquidez promedio semestral fue de 1.20 veces y su liquidez inmediata (prueba ácida) fue de 0.58 veces.
- El monto no redimido de obligaciones en circulación más monto a emitir representa el 43.08% de los Activos menos las deducciones, ubicándose bajo el límite establecido en la normativa.
- Cuenta con un mecanismo de fortalecimiento, el que consiste en un fideicomiso de administración y garantía.

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.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Cuarta Emisión de Obligaciones

Artes Gráficas SENEFELDER C.A.	
Cuarta Emisión de Obligaciones	
Monto Aprobado de la Emisión	Clase A: Hasta US\$ 2,000,000.00 Clase B: Hasta US\$ 2,000,000.00
Junta de Accionistas	07-06-2018
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores
Clase y Plazo de la Emisión	Clase A: 1,440 días Clase B: 1,800 días

(Cont.)

Artes Gráficas SENEFELDER C.A.	
Rescates Anticipados	El emisor podrá realizar rescates anticipados de los valores objeto de la presente emisión de obligaciones mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas.
Contrato Underwriting	No presentan contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	Clase A: 8.00% fija anual Clase B: 8.25% fija anual
Agente Colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A.
Agente Estructurador y Legal	PICAVAL Casa de Valores S.A.
Agente Pagador	Emisor a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales
Pago de Interés	Pagos Trimestrales
Forma de Cálculo de Interés	Base Comercial 30/360
Destino de los Recursos	Se destinarán los recursos captados en virtud del proceso de emisión de obligaciones se destinarán a la reestructuración de pasivos y/o capital de trabajo
Representante de Obligacionistas	AVALCONSULTING Cía. Ltda.

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 2. Tabla de Amortización Cuarta Emisión de Obligaciones Clase A

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
1	125,000	40,000	165,000
2	125,000	37,500	162,500
3	125,000	35,000	160,000
4	125,000	32,500	157,500
5	125,000	30,000	155,000
6	125,000	27,500	152,500
7	125,000	25,000	150,000
8	125,000	22,500	147,500
9	125,000	20,000	145,000
10	125,000	17,500	142,500
11	125,000	15,000	140,000
12	125,000	12,500	137,500
13	125,000	10,000	135,000
14	125,000	7,500	132,500
15	125,000	5,000	130,000
16	125,000	2,500	127,500
TOTAL	2,000,000	340,000	2,340,000

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 3. Tabla de Amortización Cuarta Emisión de Obligaciones Clase B

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
1	100,000	41,250	141,250
2	100,000	39,188	139,188
3	100,000	37,125	137,125
4	100,000	35,063	135,063
5	100,000	33,000	133,000
6	100,000	30,938	130,938
7	100,000	28,875	128,875
8	100,000	26,813	126,813

(Cont.)

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
9	100,000	24,750	124,750
10	100,000	22,688	122,688
11	100,000	20,625	120,625
12	100,000	18,563	118,563
13	100,000	16,500	116,500
14	100,000	14,438	114,438
15	100,000	12,375	112,375
16	100,000	10,313	110,313
17	100,000	8,250	108,250
18	100,000	6,188	106,188
19	100,000	4,125	104,125
20	100,000	2,063	102,063
TOTAL	2,000,000	433,125	2,433,125

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los valores a emitir 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 el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas del 7 de junio de 2018 donde se autorizó la Cuarta Emisión de Obligaciones.

También se compromete a proporcionar información financiera que fuera requerida por el Representante de Obligacionistas acorde con lo establecido con el literal g) del Art. 164 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

MONTO MÁXIMO A EMITIR

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.

El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el 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; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas 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; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos – REVNI; y, las 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 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y sus normas complementarias.

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\$ 13,018,088.34 (cupó de emisión); con el saldo en circulación más el monto a emitir, el nivel de cobertura es de 1.40 veces sobre el saldo de capital y el

indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación más el monto a emitir es de 2.34 veces.

Al 31 de mayo de 2018, Artes Gráficas SENEFELDER C.A., tiene US\$ 36,132,367.00 de Activos de los cuales US\$ 23,051,079.00, son libres de gravamen, y del Total de Activos menos deducciones de la normativa presentaron un saldo de US\$ 16,355,413.00.

Tabla 4. Cálculo del Monto Máximo de Emisión

Artes Gráficas SENEFELDER C.A.	
31-May-2018	
(Expresado en dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	36,132,367.00
(-) Activos gravados	13,081,288.00
Subtotal Activos libres de gravamen	23,051,079.00
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	123,736.00
(-) Activos en litigio y monto de impugnaciones tributarias*	146,845.82
(-) Monto no redimido de Titularización de flujos futuros de bienes que se espera que existan en circulación en los que haya actuado como originador	-
(-) Monto no redimido Obligaciones en circulación	5,350,000.00
(-) Derechos Fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	1,073,004.00
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo está compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de valores renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos - REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	2,080.00
Activos menos deducciones	16,355,413.00
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	13,084,330.40
Monto a emitir	4,000,000.00
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / (Obligaciones en circulación + Monto a emitir))	1.40
Indicador (Activos libre de Gravamen/ (Obligaciones en circulación + Monto a emitir))	2.34
* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren	

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

ANÁLISIS DE LOS RIESGOS INHERENTES A LA EMISIÓN

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Los resultados electorales del 4 de febrero configuran una nueva realidad política e institucional. Los ciudadanos se manifestaron por el Sí en las 7 preguntas de la Consulta Popular, entre las cuales constaba la eliminación de la reelección indefinida, la reestructuración del Consejo de Participación Ciudadana y Control Social, y la eliminación de la llamada Ley de Plusvalía. Se espera que luego de reducida la incertidumbre política que generaron los conflictos internos en el partido oficialista, el Gobierno de Moreno impulse medidas que fortalezcan la institucionalidad del país.

Ecuador se encuentra en el puesto 117 de 180 países del Índice de Percepción de Corrupción publicado anualmente por Transparencia Internacional. El informe señala que la mayoría de países no están logrando mayores avances para acabar con la corrupción. Este índice mide bajo una escala de 0 a 100, donde 0 es altamente corrupción y 100 es muy limpio. Más de un tercio de los países del mundo obtuvieron un puntaje menor a 50, lo que no es nada nuevo dado los resultados de los últimos años, menciona Transparencia Internacional.

A nivel regional, si bien América Latina y el Caribe han avanzado en leyes y mecanismos para la lucha contra la corrupción, el informe deja claro que no existe un enfoque integral que aborde las causas históricas y estructurales de la corrupción en la región.

Entorno regulatorio para hacer negocios sigue siendo complicado. En el Índice Doing Business 2018 desarrollado por el Banco Mundial que evalúa datos de junio del 2016 a junio del 2017 muestra que Ecuador pasó del puesto 117 al 118 de 190 países. Entre las dos reformas que menciona el informe realizadas por Ecuador durante el periodo de evaluación, ambas representan cambios que dificultad aún más los negocios. La primera tiene que ver con el registro de propiedad, se menciona que el país hizo más oneroso este trámite al requerir un certificado de valuación para registrar una transferencia de propiedad, y la segunda con respecto a los impuestos solidarios que se aplicaron luego del terremoto de mayo del 2016. Chile, Perú y Colombia ocupan las mejores posiciones dentro de la región, 55, 58 y 59 respectivamente.

El 2 de mayo, el Presidente de la República, anunció como parte del programa económico para la estabilización fiscal y reactivación productiva, la necesidad de simplificar trámites y fortalecer la seguridad jurídica empresarial.

FACTOR ECONÓMICO Y SOCIAL

Organismos internacionales han corregido al alza las previsiones macroeconómicas para Ecuador. Tanto el Fondo Monetario Internacional (FMI) como el Banco Mundial han considerado que la economía ecuatoriana en el 2017 se desempeñó mejor de lo que esperaban en sus proyecciones iniciales. Mientras que el Banco Central del Ecuador, en los resultados presentados en marzo del 2017, mostró que la economía ecuatoriana en el 2017 habría cerrado con un crecimiento del 3%.

Sin embargo, al observar las previsiones para este año y el 2019, la economía caería en un periodo de desaceleración en su crecimiento. De ser así, urgen cambios sustanciales dado que el impulso de la inyección de deuda se estaría acabando.

El empleo adecuado en Ecuador es de apenas el 41.1% de la Población Económicamente Activa (PEA). Alrededor de 4 de cada 10 ecuatorianos que forman parte de la PEA cuentan con un empleo adecuado, que según las definiciones del INEC es un empleo que no tiene deficiencias ni de horas trabajadas ni de ingresos.

La última encuesta laboral realizada por el INEC en marzo del 2018, muestran una leve mejoría con respecto al mismo trimestre del 2017. El empleo adecuado pasó de 38.5% en marzo del 2017 a 41.1% en marzo del 2018, mientras que, el subempleo pasó de 21.4% en marzo del 2017 a 18.3% en marzo del 2018. Sin embargo, estos resultados del mercado laboral aún no igualan a las cifras mostradas antes de la recesión. En marzo del 2014 el empleo adecuado era de 45.5% (4.4 puntos porcentuales más que en el 2018) y el subempleo estaba en 12.6% (5.7 puntos porcentuales menos que en el 2018).

El Gobierno propone medidas para la reactivación económica como uno de los ejes fundamentales para los siguientes años. Dentro de las medidas se encuentran la ampliación del acceso a crédito productivo y de inversión a través de la entrada de la banca internacional, la remisión tributaria para las empresas que tenga deudas con el SRI, GADs e IESS, la eliminación del anticipo mínimo del impuesto a la renta, el fomento a las exportaciones a través de exenciones tributarias, nuevas modalidades de contratos que incentiven a mayores plazas de empleo, entre otras.

Ecuador cerró en negativo la inflación anual del 2017. La inflación, medida a través de las variaciones del índice de Precios al Consumidor (IPC) cerró en -0.20 al término del 2017, un dato histórico dentro de la economía ecuatoriana. Esta particularidad es explicada por la reciente etapa recesiva, las empresas en Ecuador han tenido que liquidar inventarios con descuentos, además de los efectos post-salvaguardias en los precios internos de la economía.

La inflación anual en marzo de 2018 fue de -0.21%, el séptimo mes consecutivo con inflación negativa, por lo que habrá que tomar muy cuenta el comportamiento de esta variable en los próximos meses, ya que, de persistir una baja generalizada en los precios, la economía podría haber entrado en una senda de deflación.

FACTOR FISCAL Y DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Uno de los desafíos para el 2018 es la reducción del déficit fiscal. Entre 2013 y 2016, el país fue acumulando déficits fiscales crecientes de más del 4% del PIB, lo que causó un deterioro de las finanzas públicas y motivó a un mayor endeudamiento. Al cierre del 2017, el déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) se ubicó en -5.31%, que representa una reducción de 2 puntos porcentuales con respecto al déficit observado en el 2016. Esta reducción del déficit está apalancada por una mejor recaudación tributaria y mayores ingresos petroleros recibidos en el 2017.

Para este año, el Gobierno deberá realizar los esfuerzos fiscales necesarios para ajustar el gasto a una nueva realidad presupuestaria, lejos de los precios petroleros exorbitantes del pasado. Por esta razón, el Gobierno ha planteado una agenda de austeridad institucional y de financiamiento público, con el fin de optimizar el Estado y elaborar una vía para la sostenibilidad fiscal.

Deuda pública continúa creciendo a través de las emisiones de bonos soberanos. Desde el regreso al mercado de capitales en el 2014, Ecuador ha emitido la suma de 14,750 millones de dólares, a un plazo entre 5 y 10 años, y a una tasa de colocación entre 7.87% y 10.75%. Ecuador deberá corregir sus excesos fiscales y para esto tendrá al menos dos años, ya que en la década del 2020 vencerán todos los pagos de los bonos soberanos hasta ahora emitidos, lo que significará una considerable salida de dinero para los futuros Gobiernos.

FACTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Créditos al sector privado se vienen recuperando luego de la caída en el 2015. Las regulaciones financieras han favorecido a la liquidez doméstica. El sector bancario se encuentra bastante estable. Se espera que en los próximos dos años el crédito al sector privado se mantenga el alrededor del 30% del PIB, es decir, unos 30,000 millones de dólares.

Además de los créditos, los depósitos a la vista también vienen recuperando su desempeño pre-recesión. Al final del 2017, los depósitos a la vista cerraron en 12,019 millones de dólares, una cifra positiva luego de los 8,653 millones a los que cayó en el 2015.

La oferta monetaria (M1) y la liquidez total (M2) crecieron a un ritmo de 8% y 9% respectivamente. Además de esto, el dinero electrónico, que desde el año 2014 era un medio de pago oficial, no se pudo convertir en una alternativa de confianza frente al efectivo. Por el momento, el Sistema Financiero Nacional (bancos públicos, privados y cooperativas), que es el nuevo administrador del dinero electrónico, se encuentra en un proceso de construcción de los productos que se ofrecerán en la implementación de las billeteras móviles.

FACTOR EXTERNO

La balanza comercial redujo su superávit de 1,247 millones de dólares en el 2016 a 89.2 millones de dólares en el 2017. Una reducción del 93% se presentó en el superávit de la balanza comercial del 2017 con respecto al año 2016. La razón de esta reducción se debe al aumento de las importaciones en un 22.4%, una variación por encima de lo que registraron las exportaciones que también aumentaron, pero en un 13.84%.

En junio del 2017 finalizaron las salvaguardias por balanza de pagos que se impusieron a una serie de subpartidas arancelarias desde marzo de 2015. Las salvaguardias afectaron el nivel de importaciones en la economía además de la recesión que trajo consigo una disminución de la demanda, es por esto, que en el 2016 se presentó un superávit comercial de esa magnitud.

En el programa económico anunciado el 2 de mayo, se dio a conocer que se incrementarán los techos arancelarios sin comprometer materias primas y de capital. Esta medida en reemplazo de las salvaguardias se asume como una necesidad para equilibrar el sector externo y sostener la dolarización, sin embargo, las vulnerabilidades externas del país no están relacionadas con la balanza comercial sino con el comportamiento del Gobierno en las adquisiciones de deuda.

La cuenta de capitales y financiera está generando desequilibrios en la balanza de pagos. Mientras que la cuenta corriente presenta un moderado déficit (255 millones de dólares) al final del 2017, la cuenta de capitales y financiera no está siendo el soporte para equilibrar la balanza de pagos, ya que presentó un considerable resultado deficitario de 1,588 millones de dólares. Ecuador está pagando un alto servicio de deuda pública que ocasiona que salgan importantes sumas de dinero de la economía, además que, el país no ha logrado mejorar su captación de Inversión Extranjera Directa.

Tabla 5. Indicadores de Entorno Económico Histórico

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
INDICADORES POLÍTICO-INSTITUCIONALES						
Índice de Competitividad Global	86 / 144	71 / 148	n/a	76 / 140	91 / 138	97/137
Doing Business	130 / 183	139 / 185	135 / 189	115/ 189	117/189	118/190
Índice de Percepción de Corrupción	118 / 174	102 /175	110 /174	107 / 167	120 / 176	117/180
Índice de Democracia	87 / 167	82 / 167	79 / 167	83 / 167	82 / 167	76 / 167
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES						
PIB nominal (millones \$)	87,925	95,130	101,726	99,290	98,614	103,057
PIB real per cápita (\$)	4,147	4,282	4,374	4,311	4,179	4,240
Crecimiento PIB real (%)	5.6	4.9	3.8	0.1	-1.6	3.0
Inflación (%)	4.2	2.7	3.7	3.4	1.1	-0.2
Empleo pleno o adecuado (%)	46.5	47.9	49.3	46.5	41.2	42.3
Subempleo (%)	9.0	11.6	12.9	14.0	19.9	19.8
Otro empleo no pleno (%)	30.1	29.0	26.8	26.4	25.1	24.1
Empleo no remunerado (%)	8.0	7.1	7.1	7.7	8.4	9.0
Desempleo (%)	4.1	4.2	3.8	4.8	5.2	4.6
Pobreza por ingreso (%)	27.3	25.6	22.5	23.3	22.9	21.5
Índice Gini	0.477	0.485	0.467	0.476	0.466	0.459
Salario básico unificado (\$)	292	318	340	354	366	375
INDICADORES FISCALES						
Déficit del gobierno central / PIB (%)	-0.9	-4.6	-5.2	-5.1	-7.4	-5.3
Ingresos SPNF/PIB (%)	39.3	39.2	38.4	33.8	30.7	31.8
Gastos SPNF/PIB (%)	40.3	43.7	43.6	39.0	38.2	37.1
Servicio de la deuda / PIB (%)	2.8	3.5	4.9	7.4	8.2	9.2
Deuda pública interna / PIB (%)	8.8	10.4	12.3	12.5	12.9	14.4
Deuda pública externa / PIB (%)	12.4	13.6	17.3	20.4	26.0	30.8
Deuda pública / Ingresos SPNF (%)	54.0	61.3	77.2	97.6	125.8	142.1
Intereses / Ingresos SPNF (%)	1.9	2.6	2.6	4.1	5.1	6.7
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS						
Oferta Monetaria M1 (millones \$)	14,512	16,272	18,695	19,042	22,635	24,531
Liquidez Total M2 (millones \$)	30,906	35,051	40,104	39,651	46,188	50,791
Tasa de interés activa (%)	8.20	8.20	8.20	9.10	8.10	7.83
Tasa de interés pasiva (%)	4.50	4.50	5.20	5.10	5.10	4.95
Depósitos a la vista (millones \$)	9,533	10,495	11,263	8,654	11,405	12,019
Créditos al sector privado (millones \$)	24,259	26,812	29,157	28,169	29,910	34,805
Reserva Monetaria Internacional (millones \$)	2,483	4,361	3,949	2,496	4,259	2,451
INDICADORES EXTERNOS						
Balanza comercial / PIB (%)	-0.5	-1.1	-0.7	-2.1	1.3	0.1
Importaciones FOB / PIB (%)	27.5	27.1	26.0	20.6	15.8	18.5
Exportaciones FOB / PIB (%)	27.0	26.0	25.3	18.5	17.0	18.6
Cuenta corriente / PIB (%)	-0.2	-1.0	-0.5	-2.1	1.5	-0.3
Cuenta de capital y financiera / PIB (%)	-0.6	3.1	0.3	0.6	-0.1	-1.5
Inversión Extranjera Directa / PIB (%)	0.6	0.8	0.8	1.3	0.8	0.6
Riesgo País	826	530	833	1266	636	459

Fuentes: World Economic Forum, B.M., Transparency International, The Economist Intelligence Unit, Ámbito, INEC, BCE.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector manufacturero es el más grande de la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 14% 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 publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) en el 2016 se registraron 843,745 empresas de diferentes actividades económicas, de los cuales 72,735 corresponden a manufacturas y representa el 8.62% del total de empresas. A marzo del 2018, el sector de manufactura participa con el 11.7% del total de empleos a nivel nacional y su participación con respecto al empleo adecuado/pleno es del 14.2%. Las actividades de impresión y de servicios relacionados, según datos del INEC, en el 2016 se reportaron 660 empresas, siendo Pichincha y Guayas las provincias con mayor número de empresas de esta industria, con 369 y 147, respectivamente. En relación a la concentración de la industria, esta presenta altos niveles de competencia, ya que las 4 empresas más grandes solo concentran el 28.58% del mercado.

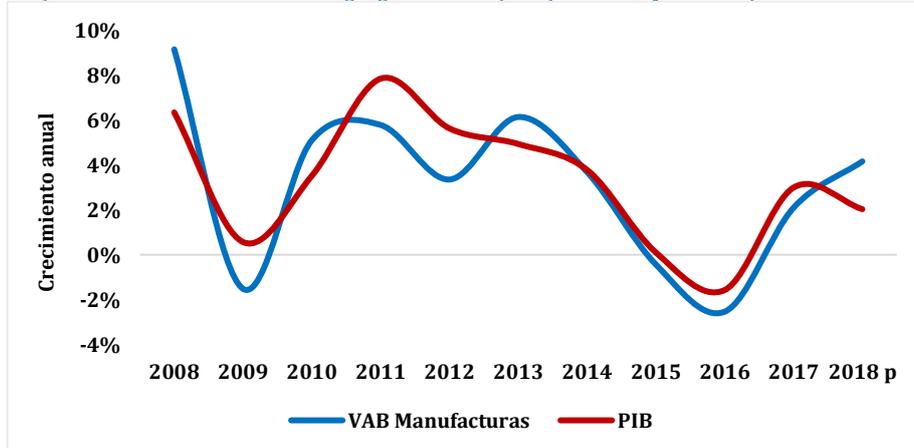
La industria de impresión necesita de una considerable inversión en herramientas tecnológicas y además, muchas de las empresas están diversificando su oferta de servicios. La contratación de técnicos altamente calificados es una variable muy importante para el aseguramiento de la calidad de los servicios. Además, las tendencias a prácticas más ecológicas han obligado a innovar el modo de trabajo dentro de la industria¹. Por último, gran parte de la producción que realiza esta industria resulta muy necesaria para la exportación de productos, convirtiéndose en intermediador de otras industrias².

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

Desde el 2008 al 2017, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio de 3.3%, cifra similar al crecimiento promedio del PIB durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía entre el 12% y 13% del total del PIB, siendo uno de los tres sectores más importantes del país.

El sector se vio afectado en los años 2009, 2015 y 2016, donde presentó tasas negativas de crecimiento. Según las cifras presentadas por el Banco Central del Ecuador a finales de marzo del 2018, las manufacturas habrían cerrado el 2017 con un crecimiento de 2.1%, lo que demuestra que el sector se estaría recuperando en sintonía al comportamiento de la economía.

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.

¹ El sector gráfico apuesta por el uso de tecnología – Revista Líderes

² Ficha Sectorial Actividades de Impresión - CFN

Considerando las 10 empresas que más ingresos generaron dentro de la misma actividad económica de Senefelder, las ventas reales en el 2017 fueron de 60.17 millones de dólares, que representa un crecimiento del 7.53% con respecto al 2016. La rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas tuvo una variación negativa de 3.25%.

Tabla 6. Indicadores Generales

Año	Ventas Millones USD	Ventas reales Millones USD (precios del 2007)	Δ% Ventas Reales	EBITDA/Ventas (%)	Δ% EBITDA/Ventas
2016	\$ 79.89	\$ 55.95		0.94%	
2017	\$ 87.17	\$ 60.17	7.53%	0.91%	-3.25%

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

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. Por lo tanto, las restricciones comerciales como las salvaguardias tienen efectos negativos en este sector.

En mayo del 2018, el Gobierno informó acerca del plan económico para la estabilización fiscal y la reactivación productiva. Dentro de las medidas que pueden tener efectos sobre este sector se encuentran los incentivos fiscales para las exportaciones, ampliación del acceso a crédito productivo y de inversión, fortalecimiento de las figuras de sociedad anónima y responsabilidad.

RIESGO POSICIÓN DEL EMISOR

De acuerdo con los estados financieros auditados del 2017 por Romero y Asociados Cía. Ltda., 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 Primera, Segunda y Tercera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores, los cuales se presentan en la tabla a continuación:

Tabla 7. Presencia Bursátil Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

	1 ERA EMISIÓN	2 DA EMISIÓN	3 ERA EMISIÓN
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta US\$ 5,000,000.00	Hasta US\$ 4,000,000.00	Hasta US\$ 4,000,000.00
Saldo de la emisión	US\$ 500,000.00	US\$ 1,750,000.00	US\$ 3,100,000.00
Vencimiento	2019	2020	2022

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

En conjunto los saldos de la Primera, Segunda y Tercera Emisión al 31 de mayo de 2018 suman US\$ 5,350,000.00 dólares de los Estados Unidos de América.

Posición Competitiva del Emisor

Artes Gráficas SENEFELDER C.A. tiene varios competidores, los cuales 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.
- Divisiones de ventas lideradas y segmentadas por jefaturas y estructuras independientes.
- Implementación de procesos de control y equipos especializados.
- Cuentan con una división de flexografía.
- Experiencia en el mercado.

Los principales clientes son:

Tabla 8. Principales Clientes

Cliente	% Participación
Banco Guayaquil S.A.	4.65%
EXPALSA Exportadora de Alimentos S.A.	4.54%
Banco Pichincha C.A.	3.88%
Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA	3.23%
Negocios Industriales Real NIRSA S.A.	3.21%
Nestlé Ecuador S.A.	2.15%
Industrial Pesquera Santa Priscila S.A.	1.91%
Banco Internacional	1.87%
VECONSA S.A.	1.84%
COFIMAR S.A.	1.79%
Otros	70.92%

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

Los principales proveedores son:

Tabla 9. Proveedores

Proveedor	% Dependencia
Eloff Hansson	17%
Pérez Trading Corp.	16%
Cartulinas CMPC S.A.	13%
Cellmark Paper Inc.	11%
Baca Internacional	8%
Central National Gottes	7%
Oji Papeis Especiais	5%
Mercator INC.	4%
Suzano Paper e Celulose	4%
Papelera Nacional S.A.	3%
Otros	12%

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

Perspectivas de Crecimiento de Ventas, Tamaño y Participación de Mercado

Artes Gráficas SENEFELDER C.A., presenta la siguiente participación de mercado en las ventas totales del 2017 respecto a sus principales competidores.

Tabla 10. Participación de Mercado

Empresa	Ingresos 2017	% Participación
Artes Gráficas Senefelder C.A.	33,333,969	26.08%
Imprenta Mariscal	32,647,466	25.54%
FESAECUADOR S.A.	16,466,126	12.88%
Gráficas Impacto GRAFIMAPC S.A.	16,165,712	12.65%
Offset Abad C.A. y FIGURETTI S.A.	12,598,765	9.86%
LITOTEC	10,671,048	8.35%
TECNIPRINT S.A.	5,946,774	4.65%
Total	127,829,860	100.00%

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

Los productos que ofrece son:

- Cajas plegadizas y de camarón
- Etiquetas
- Micro corrugado
- Bolsas de compras
- Material POP
- Libros y revistas
- Formas continuas
- Cheques y documentos valorados
- Estados de cuenta y ensobrado
- Tarjetas plásticas
- Loterías
- Flexografía
- Gigantografías
- Agendas y cuadernos corporativos

Senefelder además ofrece proveeduría virtual, que es una solución al manejo de inventarios de suministros de oficina a través de un software web.

Riesgo Legal

La compañía Artes Gráficas Senefelder C.A. hasta el 31 de mayo de 2018, mantiene un recurso de revisión y dos reclamos por pago indebido al Servicio de Rentas Internas.

Eficiencia Operativa del Negocio

Tabla 11. Indicadores Rotación

Rotación		Promedio Competidores		Artes Gráficas SENEFELDER C.A.				
		2016 C	2017 C	2015	2016	2017	May-17	May-18
Rotación de cartera	x	4.20	3.69	5.87	5.99	5.48	2.17	2.34
Días de cartera	x	86	98	61	60	66	69	64
Días de inventario	x	143	161	105	103	125	98	143
Días de proveedores	x	82	88	96	71	106	75	135
Ciclo de conversión de efectivo	x	147	171	70	92	85	92	72

C – Competidores.

Fuente: Informes Auditados e Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el año 2016 la empresa recuperó los créditos concedidos o cuentas por cobrar de los clientes unas 6 veces y 5 veces en el 2017. El índice de rotación de cartera al 31 de mayo de 2018 fue de 2.34 veces. Por otro lado, en el 2017 la empresa pagó sus cuentas cada 106 días en promedio. Si se realiza una comparación con empresas representativas del giro de negocio en el que se desenvuelve, el promedio de pago de la muestra en el 2017 se ubicó en 88 días, y en cuanto a días de cobro el promedio fue de 98. Con esto se puede observar que los indicadores de rotación de Artes Gráficas SENEFELDER C.A. están en buena posición competitiva respecto a la media de otras empresas del sector.

Riesgo Operativo

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.
- Certificación ISO 9001-2008

Además, cuenta con pólizas de seguro que cubren los siguientes ramos:

- Robo e incendio
- Vehículos
- Equipo contratista
- Accidentes personales
- Fidelidad privada
- Responsabilidad civil
- Transporte interno
- Fianzas
- Transporte de dinero
- Seguro cartera
- Transporte abierto

El monto total asegurado es de US\$ 43,708,010

Rentabilidad del Negocio

Tabla 12. Indicadores Rentabilidad

Rentabilidad		Promedio Competidores		Artes Gráficas SENEFELDER C.A.				
		2016 C	2017 C	2015	2016	2017	May-17	May-18
EBITDA margen	%	13%	13%	8%	8%	6%	-	-
ROA	%	9%	11%	0%	-1%	-1%	-0.2%	0.1%
ROE	%	24%	25%	1%	-2%	-6%	-1.05%	0.3%
Retorno Operativo de Ventas	%	8%	8%	5%	5%	3%	4%	4%
Retorno neto de Ventas	%	6%	7%	0.23%	-1%	-1%	-0.5%	0.1%

C – Competidores.

Fuente: Informes Auditados e Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

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

Si se revisa el rendimiento sobre los activos (ROA) o capacidad de producir utilidades sobre los activos disponibles de los últimos años, se observa que este indicador se ubicó en -1% el último año del que se posee información anual auditada. El promedio de este indicador entre competidores fue de 11% en el 2017.

En cuanto a rendimiento sobre el patrimonio (ROE), en el año 2017, por cada dólar invertido en el patrimonio de la empresa se generaba un rendimiento de -6%, mientras que en el sector el promedio se ubicaba en 25%. El indicador se ubicó 0.3% en mayo de 2018. Por último, el retorno neto de ventas de la empresa fue de -1% al 31 de diciembre de 2016 y al 31 de diciembre de 2017 de -1% nuevamente, el promedio de la muestra analizada de empresas del sector en el 2017 fue de 7%.

De acuerdo con la base de datos de EMIS Professional, Senefelder es catalogada como mejor que el 46.07% de las compañías de su industria. Siendo su principal fortaleza en los últimos años las ventas (No. 1), activos y patrimonio.

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 13. Accionistas

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Capital	% de Participación
1	0992307277001	Fideicomiso Mercantil Número 1 M-02-011-03 Fondo Ambiental Nacional- FAN	Ecuador	\$ 219,780.00	6.68%
2	0992860448001	Holding Anmacalgrup S.A.	Ecuador	\$ 1,173,695.00	35.67%
3	0908670540	Carrera Lasso Ana María	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 Número 1 M-02-011-03 Fondo Ambiental Nacional - FAN, también es accionista en las siguientes empresas:

Tabla 14. 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
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	Surpapelcorp 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

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

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Carrera Lasso Ana María también es accionista y representa las siguientes empresas:

Tabla 15. Empresas Vinculadas por Accionistas

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	Holding Anmacalgrup S. A.	ACC/RL
2	Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM	Solomoncorp 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 16. 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	Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM	Frattecorp S.A.	ACC
5	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 17. Administradores

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Cargo	Periodo	Fecha de Nombramiento
1	0905764791	Jiménez Alvarado Luis Eduardo	Ecuador	Presidente Ejecutivo	5	31/12/14

(Cont.)

No.	Identificación	Nombre	Nacionalidad	Cargo	Periodo	Fecha de Nombramiento
2	0908554124	Montes Jalil Marcelo Enrique	Ecuador	Gerente General	5	12/12/14

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

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el Gerente General de Artes Gráficas SENEFELDER C.A. Montes Jalil Marcelo Enrique, también es accionista y representa las siguientes empresas:

Tabla 18. Empresas Vinculadas por Administradores

No.	Situación Legal	Nombre Cía.	Cargo
1	Activa	Holding Anmacalgrup S.A.	ACC/RL
2	Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM	Milosen S.A.	RL

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

Artes Gráficas SENEFELDER C.A. posee participación accionaria en la siguiente empresa.

Tabla 19. Participación Otras Empresas

Expediente	Nombre	Situación Legal	Capital Invertido	Capital Total de la Cía.	% de Participación
59225	Mercantil Feldensa S.A.	Disoluc. Liquid. Ofic. Insc. En Rm	2,080.00	2,080.00	100%

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

Tabla 20. Principales Ejecutivos

Empleado	Fecha de Ingreso	Tiempo	Cargo
Jiménez Alvarado Luis Eduardo	01/08/1988	30 años	Presidente
Montes Jalil Marcelo Enrique	05/04/2010	8 años	Gerente General
Jácome Alzamora Elmer Mauricio	01/07/1994	24 años	Gerente Regional Quito
Lara Cárdenas Karina Isabel	01/05/2002	16 años	Gerente de Ventas

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

Las estrategias del negocio para el 2018 de la empresa están basadas en su planificación presupuestaria y su política de inversión. Se detallan a continuación:

- Incorporar nuevas líneas de negocio y mejorar continuamente las existentes.
- Continuar con las capacitaciones para el personal.
- Renovar maquinarias y equipos.
- Optimizar tiempos de entrega.

Gobierno de la Corporación

Artes Gráficas SENEFELDER C.A. cuenta con 510 empleados al 31 de mayo de 2018.

Tabla 21. Empleados

Área - Personal	Nº Empleados
Administración	155
Planta	324
Ventas	31
Total	510

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

Capacitaciones Personal

Las capacitaciones del personal se realizan de forma permanente.

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 22. FODA

Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> El fomento a sectores industriales con la finalidad de una mayor producción, para consumo local y de exportación, beneficiaria a la división de litografía Industrial. 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.

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.

Responsabilidad Social

- Con el apoyo del Municipio de Guayaquil, Senefelder realizó una campaña para la prevención del consumo de drogas. El lanzamiento fue el primero de diciembre del 2017, donde se entregó material promocional.
- 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.
- Colaboró con la actividad “La Hora del Planeta” de la organización no gubernamental World Wildlife Fund, con la donación de gigantografía y velas.

RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados con opinión sin salvedades 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. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. con corte al 31 de mayo de 2018.

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 saldo final del **Activo Corriente** al 31 de diciembre de 2017 fue de US\$ 20,070,220 esto fue un crecimiento de 16.15% con respecto al 31 de diciembre de 2016. En el análisis comparativo del mes de mayo de 2018 respecto a su similar periodo en el 2017, el total de activos de la empresa creció un 13.49% con un saldo final de US\$ 36,132,367.

El Efectivo en caja y bancos entre el cierre de los ejercicios 2015 y 2016 decreció un 27.23% ubicándose en un valor de US\$ 1,004,411. Al 31 de diciembre de 2017 existió un decrecimiento de 20.97% respecto a su similar periodo en 2016 y en esa fecha esta cuenta representó el 2.27% del total de Activos con un saldo de US\$ 793,834.

Tabla 23. Cuadro de Origen y aplicación de Fondos (COAF) – Activos

ACTIVOS	Mayo 2017	Mayo 2018	COAF May 17 – 18
Activo Corriente	17,480,284	21,441,666	3,961,382
Efectivo en Caja y Banco	691,622	696,770	5,148
Cuentas y Documentos por Cobrar	6,139,580	6,023,649	-115,931
Otras cuentas por cobrar, neto	619,156	1,241,320	622,164
Inventarios, neto	7,183,920	11,372,720	4,188,800
Gastos pagados por anticipado	472,963	548,776	75,813
Activos por impuesto corriente	2,373,043	1,558,431	-814,612
Activo no Corriente	14,358,442	14,690,701	332,259
Propiedad, Planta y equipo, neto	14,349,628	14,681,887	332,259
Otros activos no corrientes	8,814	8,814	0
ACTIVOS TOTALES	31,838,726	36,132,367	4,293,641

Fuente: Informes Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

El saldo neto de **cuentas por cobrar** incrementó US\$ 455,268 del 2016 al 2017, por el contrario de mayo de 2017 hasta mayo de 2018 existió una disminución de US\$ 115,931 ubicándose en un saldo de US\$ 6,023,649. El nivel de inventario se ubicó en US\$ 11,372,720 en mayo de 2018. Analizando indicadores de rotación se observa que: el periodo de recuperación de cartera ha incrementado. Sus cuentas por cobrar las convirtió en efectivo en 66 días, rotando unas 6 veces en el periodo 2017. El Detalle de la antigüedad de cuentas por cobrar se presenta en la Tabla 24.

Tabla 24. Detalle Antigüedad Cuentas por Cobrar - mayo 2018

ANTIGÜEDAD DE CARTERA		
DESCRIPCIÓN	TOTAL	%
Cartera por vencer	\$ 4,262,946	71.27%
0 - 30 días	\$ 2,093,255	35.00%
31 - 60 días	\$ 1,675,182	28.01%
61 - 90 días	\$ 437,701	7.32%
91 - 120 días	\$ 56,808	0.95%
Cartera vencida	\$ 1,718,477	28.73%
0 - 30 días	\$ 918,133	15.35%
31 - 60 días	\$ 272,599	4.56%
61 - 90 días	\$ 126,614	2.12%
91 - 120 días	\$ 69,372	1.16%

(Cont.)

DESCRIPCIÓN	TOTAL	%
121 - 360 días	\$ 242,320	4.05%
Más de 360 días	\$ 89,439	1.50%
TOTAL	\$ 5,981,423	100.00%

Fuente: Informes Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Analizando la variación de la cuenta de activo fijo, se tiene que existió un crecimiento de US\$ 300,271 de diciembre de 2016 a diciembre de 2017, cuando el valor de la cuenta se ubicó en US\$ 14,862,377.

En lo que respecta a la distribución del **Pasivo** al 31 de mayo de 2018, acorde a información de los estados financieros internos de la empresa, los Pasivos Corrientes se ubican en un valor de US\$ 17,317,414 y los Pasivos no Corrientes en US\$ 11,414,484.

Si se realiza un análisis retrospectivo en los **Pasivos**, la empresa hasta diciembre de 2017 ha basado sus operaciones con un nivel de pasivos orientados al corto plazo. En los periodos analizados el promedio de pasivos corrientes fue de un 59.61% total de los pasivos de la empresa. Existió una variación considerable en los préstamos bancarios de corto plazo durante el año más reciente del que se posee información, en mayo de 2018 presentaron un saldo de US\$ 4,835,235 un crecimiento de 86.40% respecto a mayo de 2017.

Las cuentas por pagar comerciales experimentaron un incremento de US\$ 5,210,769 en el saldo durante el mismo periodo.

Tabla 25. Cuadro de Origen y aplicación de Fondos (COAF) – Pasivos

PASIVOS	Mayo 2017	Mayo 2018	COAF May17 – 18
Pasivo Corriente	9,767,639	17,317,414	7,549,775
Préstamos Bancarios	2,594,053	4,835,235	2,241,182
Otros pasivos financieros	925,202	1,092,154	166,952
Cuentas por pagar comerciales	5,513,529	10,724,298	5,210,769
Otras cuentas por pagar	734,855	665,727	-69,128
Pasivo no corriente	15,021,989	11,414,484	-3,607,505
Préstamos Bancarios	12,321,280	8,270,373	-4,050,907
Reservas por Beneficios Sociales	2,217,418	2,480,572	263,154
Impuesto diferido	483,291	663,539	180,248
PASIVOS TOTALES	24,789,628	28,731,898	3,942,270

Fuente: Informes Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Por otro lado, los préstamos bancarios de largo plazo en mayo de 2018 se ubicaron en un saldo de US\$ 8,270,373.

Se realiza un análisis de origen y aplicación de fondos para los años 2016-2017 del **Patrimonio** de Artes Gráficas SENEFELDER C.A. al 31 de diciembre de 2016 el saldo fue de US\$ 7,123,171 representando el 22.33% del total del Pasivo + Patrimonio. Este saldo presentó un crecimiento de 3.57% para el 2017 con un saldo al 31 de diciembre de US\$ 7,377,520.

De acuerdo con los estados auditados de Artes Gráficas SENEFELDER C.A. los **Ingresos** se ubicaron en US\$ 33,333,969 en el año 2017. Por otro lado, si se compara el resultado de las ventas totales del mes de mayo de 2018 con su similar periodo del 2017, existió un incremento en este valor ubicado en US\$ 14,072,837, lo que implica un crecimiento de 5.86%.

Tabla 26. Resumen Financiero

RESUMEN FINANCIERO	2015 A	2016 A	2017 A
Ingresos	\$ 36,266,781	\$ 33,698,973	\$ 33,333,969
Gasto Financiero	\$ 1,579,577	\$ 1,589,462	\$ 1,404,861

(Cont.)

RESUMEN FINANCIERO	2015 A	2016 A	2017 A
Impuestos	\$ 287,759	\$ 311,533	\$ 115,831
Utilidad/Pérdida	\$ 82,782	\$ (170,405)	\$ (419,121)

A - Auditado. E - Estimado

Fuente: Informes Auditados e Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A

Al 31 de diciembre de 2017 la utilidad operativa fue de US\$ 1,101,571 que representó el 3.30% de los Ingresos de la empresa. Hasta finales del año pasado, existió un decrecimiento de 1.08% en las ventas, no así en la utilidad antes de participación e impuestos la que decreció considerablemente un 314.90% respecto a su similar periodo en el 2016, incurriendo en pérdida.

Acorde a los análisis realizados tanto en aspectos operativos como financieros, así como los márgenes de ingresos y beneficios evidenciados en los estados financieros, la calificadora estima que la capacidad de pago no se vería afectada ante posibles contracciones en su negocio en el corto plazo.

Apalancamiento Corporativo y Política Financiera de Largo Plazo

En la Tabla 27 se aprecian los ratios de solvencia 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 2015, 2016 y 2017.

Tabla 27. Indicadores Clave

Endeudamiento		Promedio Competidores		Artes Gráficas SENEFELDER C.A.				
		2016 C	2017 C	2015	2016	2017	May-17	May-18
Deuda / Activo	%	22%	20%	27%	48%	44%	47%	36%
EBIT / Gasto Financiero	x	0.74	1.92	1.23	1.09	0.78	0.89	1.04
Deuda LP / Capital	x	0.28	0.29	1.39	1.90	2.48	3.75	2.51
Deuda / Ebitda	x	1.26	1.71	3.27	5.96	7.59	-	-
Patrimonio / Pasivo no Corriente	x	-	-	0.65	0.81	0.67	0.47	0.65

C - Competidores.

Fuente: Informes Auditados e Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El endeudamiento de la empresa frente a sus activos se ubicó en 44% en el 2017, la media de la competencia fue de 20% en el mismo periodo, por lo que puede considerarse como un nivel de endeudamiento cercano al óptimo (40%-60%). En cuanto a la cobertura de gasto financiero de la empresa, expresada como la relación entre el EBIT y el gasto financiero. El promedio de la muestra en los años fiscales 2016 y 2017 fue 1.33, mostrando seguridad frente a los intereses dentro del sector. Valorando estos resultados y al realizar una comparación, se considera que, a pesar de estar bajo la unidad en el 2017, el emisor posee una buena cobertura para asumir el gasto financiero a través del EBIT, por el valor histórico del ratio en los últimos años.

Por otro lado, analizando la capacidad de la empresa para cubrir las deudas financieras, se analiza la relación deuda financiera/EBITDA, este ratio se ubicó en 7.59 en diciembre de 2017. En la comparación de estados financieros internos se observa que las obligaciones bancarias tanto de corto como de largo plazo experimentaron una disminución neta de US\$ 1,809,725 de mayo de 2017 hasta mayo de 2018.

Finalmente, se analiza la solidez de la empresa al comparar los fondos propios con los pasivos no corrientes, es decir, relacionar los capitales propios de la empresa con el total de capitales permanentes necesarios para su financiación. Al finalizar el año 2016 la empresa poseía 0.81 veces recursos propios que pasivos de largo plazo, este indicador se ubicó en 0.67 en diciembre 2017.

Art. 19, 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 calificadoradora 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 28. Necesidades Operativas de Fondo

Años	NOF	Inc. / Dism. NOF	Variación
2017	9.228.824		
2018	10.296.697	1.067.874	11,57%
2019	8.957.894	(1.338.804)	-13,00%
2020	7.776.287	(1.181.607)	-13,19%
2021	7.607.323	(168.964)	-2,17%
2022	7.704.814	97.491	1,28%
2023	6.599.278	(1.105.536)	-14,35%
Total (2017 - 2023)	58.171.117	-	

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 2018 de acuerdo con el presupuesto, se estima aumentarán un 11.57% comparado con el año 2017.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la Tabla 29. Estos se basan en la información auditada, estructuración financiera e información interna remitidas por el emisor.

Tabla 29. Supuestos del periodo 2018-2023 sobre el Crecimiento de las Ventas

SUPUESTOS			
INGRESOS			
AÑO	MODERADO	PESIMISTA I	PESIMISTA II
2018	4,20%	3,78%	3,21%
2019	2,58%	2,45%	2,21%
2020	2,10%	1,99%	1,80%
2021	2,10%	1,99%	1,80%
2022	2,10%	1,99%	1,80%
2023	2,10%	1,99%	1,80%

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 estudios y en los dos escenarios Pesimista I y Pesimista II, son los que se muestran en la Tabla 30.

Tabla 30. Resultados de los Escenarios Descritos

RESULTADOS			
UTILIDAD NETA			
AÑO	MODERADO	PESIMISTA I	PESIMISTA II
2018	\$ 258.089	\$ 78.026,04	\$ 67.302,12
2019	\$ 347.685	\$ 128.752,12	\$ 119.752,30
2020	\$ 360.531	\$ 135.666,93	\$ 124.247,02
2021	\$ 415.668	\$ 187.085,89	\$ 173.091,79
2022	\$ 483.786	\$ 251.525,56	\$ 234.897,21
2023	\$ 560.545	\$ 324.791,45	\$ 305.434,00

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 2018 – 2023 es el que se muestra a continuación.

Tabla 31. 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)							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
+ Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	258.089	347.685	360.531	415.668	483.786	560.545	
+ Depreciación	1.438.985	1.661.287	1.917.931	2.214.224	2.556.289	2.951.198	
+ Variación NOF	1.067.874	(1.338.804)	(1.181.607)	(168.964)	97.491	(1.105.536)	
+ Variación Activos Fijos	(414.555)	(407.446)	(400.460)	(393.594)	(386.845)	(380.212)	
+ Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	(1.710.546)	1.927.994	(2.256.469)	(1.408.417)	(753.109)	(247.342)	
+ Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	1.577.328	(2.256.469)	(1.408.417)	(753.109)	(247.342)	(342.893)	
= FLUJO CAJA ACCIONITAS	910.537	3.426.748	195.644	1.030.923	2.328.978	4.407.256	
VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO	-	276,34%	-94,29%	426,94%	125,91%	89,24%	

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 32. Análisis del Flujo de Caja de Accionistas de Artes Gráficas Senefelder C.A. Escenario (PESIMISTA I)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE Artes Gráficas SENEFELDER C.A. (Escenario Pesimista I)							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
+ Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	78.026	128.752	135.667	187.086	251.526	324.791	
+ Depreciación	1.438.985	1.661.287	1.917.931	2.214.224	2.556.289	2.951.198	
+ Variación NOF	1.067.874	(1.338.804)	(1.181.607)	(168.964)	97.491	(1.105.536)	
+ Variación Activos Fijos	(414.555)	(407.446)	(400.460)	(393.594)	(386.845)	(380.212)	
+ Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	(1.710.546)	1.927.994	(2.256.469)	(1.408.417)	(753.109)	(247.342)	
+ Variación de Deuda Largo Plazo (Contratación/ Devolución)	1.577.328	(2.256.469)	(1.408.417)	(753.109)	(247.342)	(342.893)	
= FLUJO CAJA ACCIONITAS	730.474	3.207.815	(29.220)	802.341	2.096.718	4.171.502	
VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO	-	339,14%	-100,91%	2845,86%	161,32%	98,95%	

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 33. Análisis del Flujo de Caja de Accionistas de Artes Gráficas Senefelder C.A. Escenario (PESIMISTA II)

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA DE Artes Gráficas SENEFELDER C.A. (Escenario Pesimista II)							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
+ Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	67.302	119.752	124.247	173.092	234.897	305.434	
+ Depreciación	1.438.985	1.661.287	1.917.931	2.214.224	2.556.289	2.951.198	
+ Variación NOF	1.067.874	(1.338.804)	(1.181.607)	(168.964)	97.491	(1.105.536)	
+ Variación Activos Fijos	(414.555)	(407.446)	(400.460)	(393.594)	(386.845)	(380.212)	
+ Variación de Deuda Corto Plazo (Contratación/ Devolución)	(1.710.546)	1.927.994	(2.256.469)	(1.408.417)	(753.109)	(247.342)	

(Cont.)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
+ Variación de Deuda Largo Plazo /- (Contratación/ Devolución)	1.577.328	(2.256.469)	(1.408.417)	(753.109)	(247.342)	(342.893)
= FLUJO CAJA ACCIONITAS	719.750	3.198.815	(40.640)	788.347	2.080.089	4.152.145
VARIACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO	-	344,43%	-101,27%	2039,83%	163,85%	-99,61%

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La calificadora opina que los resultados históricos sumado a la trayectoria y prestigio de la empresa, justifican la capacidad de cumplir con sus obligaciones para con terceros del pago de Intereses y Capital en los próximos años, esto a pesar de la generación de flujo de efectivo estimada. Sin embargo, de acuerdo con los estados financieros proyectados por SENEFELDER C.A., existen fuertes desembolsos de efectivo en los próximos años, a causa de la devolución de la deuda a largo plazo.

RIESGO DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y GARANTÍAS DEL EMISOR Y VALOR

La Cuarta Emisión de Obligaciones es estructurada con garantía general en los términos señalados en el Art. 162 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 31 de mayo de 2018 Artes Gráficas Senefelder C.A., cumple con la garantía general establecida.

Según el Art. 9 del Capítulo I, Título II, 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 más el monto a emitir representa el 63.19% del Patrimonio de la Empresa al corte de abril de 2018.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

Según lo establece el numeral 5 del Art. 20, Sección I, Capítulo II, 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 marzo de 2018 muestra que se han negociado de enero a marzo 2018 la suma de US\$ 1,637,874 de valores en renta fija y US\$ 13,887 de valores en renta variable ambos expresados en miles dólares. De los cuales en renta fija el 12% de los valores corresponden a papel comercial y el 7% a valores de obligaciones corporativos. En el periodo acumulativo de enero a marzo 2018 se negoció US\$ 432,895,709 de valores en renta fija y US\$ 657,756,011 valores de renta variable.

A nivel nacional se cuenta con 276 emisores inscritos, de los cuales 150 pertenecen a la provincia del Guayas y 90 a la provincia de Pichincha. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos fueron el 31% del sector comercial, 30% del industrial y 13% de servicios.

Con fecha 24 de febrero de 2014 y 7 de marzo de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la Primera (US\$ 5,000,000.00) y Tercera Emisión de Obligaciones (US\$ 4,000,000.00) respectivamente y el contenido del prospecto de oferta pública amparado con Garantía General.

Tabla 34. Indicadores Liquidez

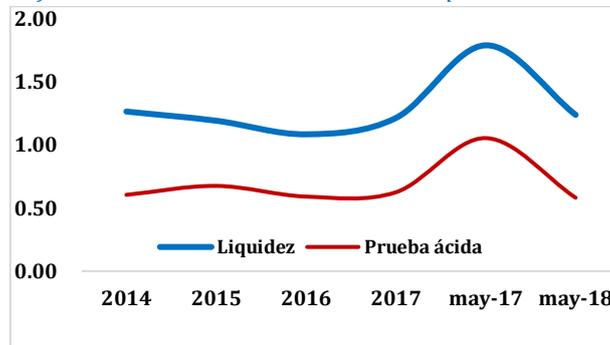
INDICADORES LIQUIDEZ	CÁLCULO	TIPOS	2014	2015	2016	2017	May -17	May - 18
Capital de Trabajo	Activo Corriente - Pasivo Corriente	\$ USD	3,966,172	3,150,360	1,343,015	3,533,078	7,712,645	4,124,252
Liquidez	Activo Corriente / Pasivo Corriente	Vcs	1.26	1.19	1.08	1.21	1.79	1.24
Prueba Ácida	(Activo Corriente - Inventario) / Pasivo Corriente	Vcs	0.60	0.68	0.59	0.62	1.05	0.58

Fuente: Informes Auditados e Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al 31 de mayo de 2018 la empresa presentó un capital de trabajo de US\$ 4,124,252, 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.

En el gráfico 2 se puede observar cómo es la evolución del ratio de liquidez y de prueba ácida de la empresa, si el ratio de liquidez es positivo y mayor a uno, generalmente refleja que la empresa puede cubrir sus deudas a corto plazo. Al 31 de mayo de 2018 el ratio de liquidez fue de 1.24 veces. El promedio histórico anual del ratio de liquidez de Artes Gráficas SENEFELDER C.A. fue superior a uno (1).

Gráfico 2. Evolución de los Indicadores de Liquidez



Fuente: Informes Auditados e Internos de Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

- ❖ Artes Gráficas SENEFELDER C.A., se compromete durante la vigencia de la **Cuarta 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:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - 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; y
 - 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 valores-obligaciones en mora.

- 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.

Mecanismo de fortalecimiento

La cuarta emisión contará con un mecanismo de fortalecimiento, consistente en un fideicomiso, el cual tiene la denominación de “Fideicomiso de Administración y Garantía SENEFELDER”.

Tabla 35. Descripción del fideicomiso

Fideicomiso de Administración y Garantía SENEFELDER	
Constituyente	Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Fiduciaria	MMG Trust Ecuador Administradora de Fondos y Fideicomiso S.A.
Obligacionistas	Son el o los titulares de las Obligaciones De Largo Plazo emitidas a su favor por el emisor, como parte de la Emisión de Obligaciones.
Objeto del fideicomiso	<p>Que, hasta la concurrencia del valor de las Garantías Muebles, estas sirvan como garantía del pago de los cupones garantizados de las obligaciones que emita y coloque SENEFELDER en función de la emisión de obligaciones. Esto de acuerdo con las siguientes cláusulas incluidas en el contrato del fideicomiso: Cuatro.tres.- De acuerdo con el Art. Ciento diecisiete de la Ley de Mercado de Valores (Libro II, Código Orgánico Monetario y Financiero), cuyas disposiciones jurídicamente permiten que “los bienes que no existen pero que se espera que existan –puedan- comprometerse en el contrato de fideicomiso mercantil a efectos de que cuando lleguen a existir, incrementen el patrimonio del fideicomiso mercantil”, el CONSTITUYENTE, queda obligado a aportar y comprometer a favor de este Patrimonio Autónomo, CUENTAS POR COBRAR y sus consecuentes FLUJOS.</p> <p>Cuatro.tres.uno. - A partir de la primera colocación de OBLIGACIONES y en concordancia con la Tabla de Amortización, el CONSTITUYENTE deberá – TRIMESTRALMENTE – comprometer y aportar al FIDEICOMISO, CUENTAS POR COBRAR y sus FLUJOS consecuentes, indistintamente de que las OBLIGACIONES se encontraran colocadas o no en su totalidad. Esta obligación deberá cumplir SENEFELDER dentro de los cuatro primeros días hábiles de cada mes, comprometiéndolo y aportando CUENTAS POR COBRAR y sus FLUJOS consecuentes por un monto igual o superior a un tercio de la totalidad de capital e intereses que deban satisfacerse al vencimiento de los Cupones de Capital e Intereses respectivos.</p>
Bienes aportados al fideicomiso	<p>La Constituyente transfiere al fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil, el derecho de dominio pleno de los bienes muebles que se describen a continuación y que se encuentran debidamente sustentados en el Informe de Avalúo Industrial realizado por el Ing. Carlos Alberto Cassis Martínez el diez de julio del dos mil dieciocho</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Máquina dobladora de bolsa: Avaluo Comercial US\$ 59,500.00 ▪ Impresora Continua: Avaluo Comercial US\$ 44,800.00 ▪ Impresora: Avaluo Comercial US\$ 25,714.00 ▪ Prensa Rotativa: Avaluo Comercial US\$ 48,300.00 ▪ Equipo de impresión: Avaluo Comercial US\$ 28,900.00 ▪ Máquina cortadora: Avaluo Comercial US\$ 44,080.00 ▪ Convertidora de bobina: Avaluo Comercial US\$ 76,720.00 ▪ Máquina lacadora: Avaluo Comercial US\$ 15,974.00 <p>En conjunto los bienes aportados inicialmente al fideicomiso suman US\$ 343,988.</p>
Representante de los obligacionistas	AVALCONSULTING Cía. Ltda.

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 36. Ratio Liquidez Promedio Semestral

EVALUACIÓN DEL RATIO DE LIQUIDEZ SEMESTRAL						
	DICIEMBRE 2017	ENERO 2018	FEBRERO 2018	MARZO 2018	ABRIL 2018	MAYO 2018
ACTIVOS CORRIENTES	20,429,554	17,552,883	22,031,493	20,715,698	20,972,096	21,441,666

(Cont.)

	DICIEMBRE 2017	ENERO 2018	FEBRERO 2018	MARZO 2018	ABRIL 2018	MAYO 2018
PASIVO CORRIENTE	16,805,955	16,072,429	18,284,257	16,841,941	17,108,558	17,317,414
RATIO LIQUIDEZ	1.22	1.09	1.20	1.23	1.23	1.24
PROMEDIO SEMESTRAL	1.20					

Fuente: Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 37. Garantías y Resguardos

	Garantía General	Resguardos de Ley		Disposición OP
RELACIÓN	Mantener la relación de Obligaciones en circulación más monto a emitir sobre Activos Libre de Gravamen	La razón de liquidez o circulante, promedio semestral.	Los Activos Reales sobre los Pasivos, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Art. 9, Capítulo I, del Título II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, Obligaciones en Circulación más monto a emitir no mayor al 200% Patrimonio.
LÍMITE	No superar el 80% ALG.	Mayor o igual a uno (1)	Mayor o igual a uno (1)	No mayor al 200% Patrimonio
May-18	43.08%	1.30	1.26	63.17%
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 a emitir proporcionado por la empresa con corte al 31 de mayo de 2018, establece que cumple con el artículo mencionado anteriormente cuyo monto no redimido de obligaciones en circulación más el monto a emitir representa el 43.08% de los Activos menos las deducciones de la normativa.

Riesgos Previsibles en el Futuro, acorde al literal g) del Art. 19, Sección II, Capítulo 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, 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.

La Cuarta 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 g) y h) del Artículo 19 de la Sección II, Capítulo 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; 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 Cuarta Emisión de Obligaciones corresponden a cuentas por cobrar e inventarios.

- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación a la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de cartera de clientes, lo que podría afectar su capacidad de pago.
- El manejo de las políticas de crédito de la empresa, de no ser correctamente administradas podría generar irregularidades en las provisiones de pago.
- Posible incremento en la provisión de Cuentas Incobrables, lo que disminuiría la Cartera, que es uno de los activos que respaldan la emisión.
- El Inventario que posee la empresa, podría verse afectado por posibles desastres naturales, robo, incendios. En relación a esto, la empresa mitiga este riesgo con pólizas de seguro contra múltiples riesgos.
- En relación a lo anterior, la disminución del inventario generaría a su vez una disminución en los ingresos de la empresa.

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

- El posible riesgo asociado a esta cuenta, es el crecimiento en sus índices de morosidad lo que afectaría la capacidad de pago del emisor.

Al 31 de mayo de 2018 los Activos Totales de Artes Gráficas SENEFELDER C.A. fueron de US\$ 36,13 millones, mientras que los activos menos las deducciones de la normativa ascendieron a US\$ 16,35 millones, con un cupo de emisión disponible de US\$ 13,084,330.54 se puede observar:

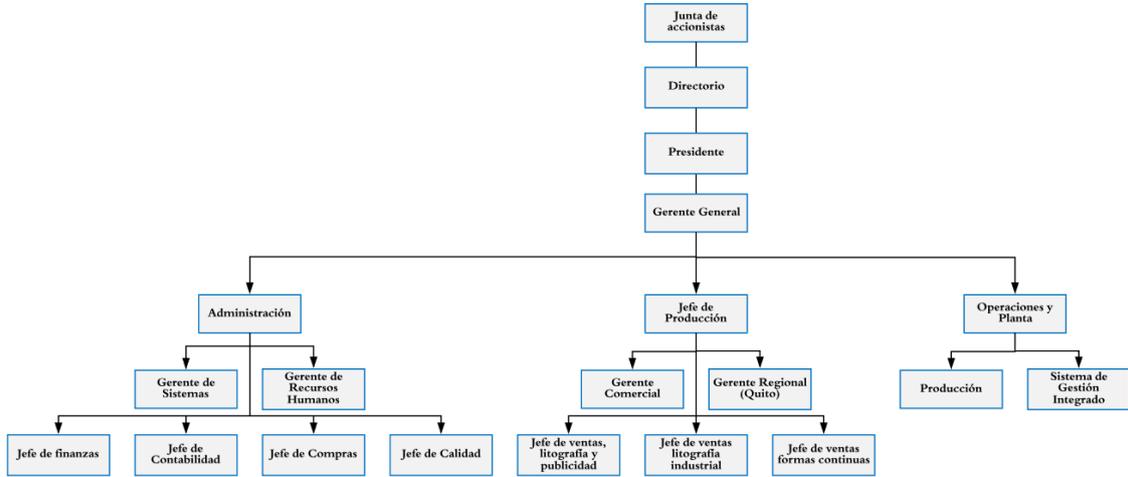
- El Efectivo en caja y banco fue de US\$ 696,770.
- El saldo neto de Cuentas y Documentos por Cobrar Comerciales, fue de US\$ 6,023,649, que representó el 16.67% del total de Activos de la empresa.
- Las otras cuentas por cobrar presentaron un saldo de US\$ 1,241,320.
- El nivel de Inventario de la empresa fue de US\$ 11,372,720.
- Activo por Impuesto Corrientes fue de US\$ 1,558,431.
- Los gastos pagos anticipados por US\$ 548,776.
- La Propiedad, Planta y Equipo de la empresa está avaluada en US\$ 14,681,887.
- Otros Activos no corrientes por US\$ 8,814.

	
Econ. Felipe Bocca Ruíz, Msc. Presidente	Ing. Bryan Briones Analista

ANEXOS

Artes Gráficas SENEFLDER C.A., tiene el siguiente organigrama general:

Gráfico 3. Organigrama General de Artes Gráficas SENEFLDER C.A.



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

Tabla 38. Estado Situación Financiera

Artes Gráficas SENEFELDER C.A.																
BALANCE GENERAL																
EXPRESADO EN US DOLARES																
ACTIVOS	(*)	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	May17 -May18
ACTIVOS CORRIENTES	18,955,894	19,570,548	17,280,166	20,070,220	17,480,284	21,441,666	54.52%	56.30%	54.18%	57.37%	54.90%	59.34%	3.24%	-11.70%	16.15%	22.66%
Efectivo en Caja y Banco	1,243,336	1,380,240	1,004,411	793,834	691,622	696,770	3.58%	3.97%	3.15%	2.27%	2.17%	1.93%	11.01%	-27.23%	-20.97%	0.74%
Activos Financieros	-	152,616	-	-	-	-	0.00%	0.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Cuentas y Documentos por Cobrar Comerciales, neto	5,076,066	6,177,245	5,623,194	6,078,462	6,139,580	6,023,649	14.60%	17.77%	17.63%	17.38%	19.28%	16.67%	21.69%	-8.97%	8.10%	-1.89%
Otras cuentas por cobrar, neto	2,514,353	3,150,987	293,434	1,244,015	619,156	1,241,320	7.23%	9.06%	0.92%	3.56%	1.94%	3.44%	25.32%	-90.69%	323.95%	100.49%
Inventarios, neto	9,893,216	8,480,907	7,866,947	9,736,316	7,183,920	11,372,720	28.46%	24.40%	24.67%	27.83%	22.56%	31.48%	-14.28%	-7.24%	23.76%	58.31%
Gastos pagados por anticipado	228,923	228,553	182,196	192,432	472,963	548,776	0.66%	0.66%	0.57%	0.55%	1.49%	1.52%	-0.16%	-20.28%	5.62%	16.03%
Activos por Impuestos Corrientes	-	-	2,309,984	2,025,161	2,373,043	1,558,431	0.00%	0.00%	7.24%	5.79%	7.45%	4.31%	0.00%	0.00%	-12.33%	-34.33%
ACTIVO NO CORRIENTE	15,810,811	15,193,328	14,613,348	14,911,922	14,358,442	14,690,701	45.48%	43.70%	45.82%	42.63%	45.10%	40.66%	-3.91%	-3.82%	2.04%	2.31%
Propiedad, planta y equipos, neto	15,671,450	15,186,593	14,562,106	14,862,377	14,349,628	14,681,887	45.08%	43.68%	45.66%	42.49%	45.07%	40.63%	-3.09%	-4.11%	2.06%	2.32%
Otros activos no corrientes	139,361	6,735	51,242	49,545	8,814	8,814	0.40%	0.02%	0.16%	0.14%	0.03%	0.02%	-95.17%	660.83%	-3.31%	0.00%
TOTAL ACTIVOS	34,766,705	34,763,876	31,893,514	34,982,142	31,838,726	36,132,367	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-0.01%	-8.26%	9.68%	13.49%
PASIVOS	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	May17 -May18
PASIVO CORRIENTE	14,989,722	16,420,188	15,937,151	16,537,142	9,767,639	17,317,414	43.12%	47.23%	49.97%	47.27%	30.68%	47.93%	9.54%	-2.94%	3.76%	77.29%
Préstamos Bancarios	4,302,665	4,902,289	9,054,070	7,404,959	2,594,053	4,835,235	12.38%	14.10%	28.39%	21.17%	8.15%	13.38%	13.94%	84.69%	-18.21%	86.40%
Otros pasivos financieros	1,866,981	1,840,636	465,838	404,403	925,202	1,092,154	5.37%	5.29%	1.46%	1.16%	2.91%	3.02%	-1.41%	-74.69%	-13.19%	18.04%
Cuentas por pagar comerciales	6,856,716	7,744,067	5,422,940	8,237,614	5,513,529	10,724,298	19.72%	22.28%	17.00%	23.55%	17.32%	29.68%	12.94%	-29.97%	51.90%	94.51%
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	1,963,360	1,933,196	994,303	490,166	734,855	665,727	5.65%	5.56%	3.12%	1.40%	2.31%	1.84%	-1.54%	-48.57%	-50.70%	-9.41%
PASIVO NO CORRIENTE	12,472,752	11,122,888	8,833,192	11,067,480	15,021,989	11,414,484	35.88%	32.00%	27.70%	31.64%	47.18%	31.59%	-10.82%	-20.59%	25.29%	-24.01%
Préstamos Bancarios	6,128,195	4,581,781	6,262,380	8,160,028	12,321,280	8,270,373	17.63%	13.18%	19.64%	23.33%	38.70%	22.89%	-25.23%	36.68%	30.30%	-32.88%
Otros pasivos financieros	3,461,335	3,979,883	-	-	-	-	9.96%	11.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.98%	-100.00%	0.00%	0.00%
Reservas por Beneficios Sociales	2,379,037	2,083,811	2,120,171	2,342,910	2,217,418	2,480,572	6.84%	5.99%	6.65%	6.70%	6.96%	6.87%	-12.41%	1.74%	10.51%	11.87%
Impuesto diferido pasivo	504,185	477,413	450,641	564,542	483,291	663,539	1.45%	1.37%	1.41%	1.61%	1.52%	1.84%	-5.31%	-5.61%	25.28%	37.30%
TOTAL PASIVOS	27,462,474	27,543,076	24,770,343	27,604,622	24,789,628	28,731,898	78.99%	79.23%	77.67%	78.91%	77.86%	79.52%	0.29%	-10.07%	11.44%	15.90%
PATRIMONIO	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	May17 -May18
Capital Acciones	3,289,722	3,290,000	3,290,000	3,290,000	3,290,000	3,290,000	9.46%	9.46%	10.32%	9.40%	10.33%	9.11%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
Reserva Legal	238,009	259,155	267,433	267,433	267,436	267,436	0.68%	0.75%	0.84%	0.76%	0.84%	0.74%	8.88%	3.19%	0.00%	0.00%
Superávit por revaluación	889,500	889,500	889,500	1,436,639	1,304,551	1,789,647	2.56%	2.56%	2.79%	4.11%	4.10%	4.95%	0.00%	0.00%	61.51%	37.18%
Resultados acumulados por aplicación de NIIF	2,184,659	2,184,659	2,184,659	2,184,659	2,261,069	2,030,433	6.28%	6.28%	6.85%	6.25%	7.10%	5.62%	0.00%	0.00%	0.00%	-10.20%
Resultados acumulados	702,341	597,486	491,579	198,789	-	73,955	2.02%	1.72%	1.54%	0.57%	-0.23%	0.06%	-14.93%	-17.73%	-59.56%	-131.04%
TOTAL PATRIMONIO	7,304,231	7,220,800	7,123,171	7,377,520	7,049,101	7,400,469	21.01%	20.77%	22.33%	21.09%	22.14%	20.48%	-1.14%	-1.35%	3.57%	4.98%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	34,766,705	34,763,876	31,893,514	34,982,142	31,838,729	36,132,367	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-0.01%	-8.26%	9.68%	13.49%
(*) INFORMACIÓN AUDITADA																
(**) INFORMACIÓN INTERNA																

Fuente: Informes Auditados e Internos Artes Gráficas SENEFELDER C.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 39. Estado de Resultados

Artes Gráficas SENEFELDER C.A.																
ESTADO DE RESULTADOS																
EXPRESADO EN US DOLARES																
	(*)	(*)	(*)	(*)	(**)	(**)	ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014	2015	2016	2017	May-17	May-18	2014 - 2015	2015-2016	2016 - 2017	May17 -May18
Ingresos	33,621,388	36,266,781	33,698,973	33,333,969	13,293,992	14,072,837	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	7.87%	-7.08%	-1.08%	5.86%
(-) Costos	26,123,438	29,142,349	27,456,759	28,071,474	11,030,252	11,942,690	77.70%	80.36%	81.48%	84.21%	82.97%	84.86%	11.56%	-5.78%	2.24%	8.27%
UTILIDAD BRUTA	7,497,950	7,124,432	6,242,214	5,262,495	2,263,740	2,130,147	22.30%	19.64%	18.52%	15.79%	17.03%	15.14%	-4.98%	-12.38%	-15.70%	-5.90%
(-) Gastos de Administración	5,263,399	5,332,914	4,727,687	4,609,149	1,799,466	1,733,641	15.65%	14.70%	14.03%	13.83%	13.54%	12.32%	1.32%	-11.35%	-2.51%	-3.66%
(-) Otros Ingresos/Egresos	42,104	158,600	216,063	448,225	133,588	157,209	-0.13%	0.44%	0.64%	1.34%	1.00%	1.12%	-476.69%	36.23%	107.45%	17.68%
UTILIDAD OPERACIONAL	2,192,447	1,950,118	1,730,590	1,101,571	597,862	553,715	6.52%	5.38%	5.14%	3.30%	4.50%	3.93%	-11.05%	-11.26%	-36.35%	-7.38%
(-) Gastos Financieros	1,142,903	1,579,577	1,589,462	1,404,861	671,817	530,762	3.40%	4.36%	4.72%	4.21%	5.05%	3.77%	38.21%	0.63%	-11.61%	-21.00%
UTILIDAD ANTES DE PAT e IMP. RENTA	1,049,544	370,541	141,128	- 303,290	- 73,955	22,953	3.12%	1.02%	0.42%	-0.91%	-0.56%	0.16%	-64.70%	-61.91%	-314.90%	131.04%
(-) Participación a Trabajadores				-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	1,049,544	370,541	141,128	- 303,290	- 73,955	22,953	3.12%	1.02%	0.42%	-0.91%	-0.56%	0.16%	-64.70%	-61.91%	-314.90%	131.04%
(-) Impuesto a la Renta	838,445	287,759	311,533	115,831	-	-	2.49%	0.79%	0.92%	0.35%	0.00%	0.00%	-65.68%	8.26%	-62.82%	0.00%
UTILIDAD NETA	211,099	82,782	- 170,405	- 419,121	- 73,955	22,953	0.63%	0.23%	-0.51%	-1.26%	-0.56%	0.16%	-60.79%	-305.85%	145.96%	131.04%
(*) CON INFORMACION AUDITADA																
(**) CON INFORMACION PROVISIONAL INTERNA																

Fuente: Informes Auditados e Internos Artes Gráficas SENEFELDER C.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 40. Estado de Resultados Proyectado

Artes Gráficas SENEFELDER C.A.							
ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO							
EXPRESADO EN US DOLARES							
	(**)	(**)	(**)	(**)	(**)	(**)	(**)
	2017 R	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Venta de servicios	33,333,969	34,732,755	35,628,861	36,377,067	37,140,985	37,920,946	38,717,286
(-) Costos	28,071,474	28,501,649	29,154,438	29,771,677	30,391,782	31,030,009	31,681,640
UTILIDAD BRUTA	5,262,495	6,231,107	6,474,422	6,605,389	6,749,203	6,890,936	7,035,646
(-) Gastos de Administración	4,609,149	4,614,337	4,733,387	4,832,788	4,934,277	5,037,897	5,143,693
(-) Otros Ingresos/Egresos	448,225	167,189	171,000	174,870	178,277	182,021	185,843
UTILIDAD OPERACIONAL	1,101,571	1,783,958	1,912,035	1,947,471	1,993,203	2,035,060	2,077,797
(-) Gastos Financieros	1,404,861	1,379,113	1,366,647	1,381,933	1,341,175	1,276,180	1,198,510
UTILIDAD ANTES DE PAT e IMP. RENTA	- 303,290	404,845	545,389	565,538	652,028	758,881	879,286
(-) Participación a Trabajadores		60,727	81,808	84,831	97,804	113,832	131,893
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	- 303,290	344,118	463,580	480,707	554,224	645,049	747,393
(-) Impuesto a la Renta	115,831	86,030	115,895	120,177	138,556	161,262	186,848
UTILIDAD NETA	- 419,121	258,089	347,685	360,531	415,668	483,786	560,545
(**) CON INFORMACION PROVISIONAL INTERNA							
R: Real							

Fuente: Estructuración Financiera
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 41. Necesidades Operativas de Fondos

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA PARA Artes Gráficas SENEFELDER C.A.									
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	793,834	897,811	993,158	961,284	974,531	1,015,843	1.061.107
		+ Clientes	7,322,477	6,541,172	6,709,934	6,760,700	6,718,603	6,859,694	6.907.806
		+ Existencias	9,736,316	8,788,008	8,827,316	8,766,105	8,779,848	8,878,030	8.976.465
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	8,237,614	5,937,843	7,450,579	7,608,318	7,766,789	7,929,891	8.096.419
		Otros Pasivos Espontáneos	490,166	87,797	90,062	1,116,731	1,140,183	1,164,127	1.188.573
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	9,228,824	10,296,697	8,957,894	7,776,287	7,607,323	7,704,814	6.599.278
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF			1,067,874	(1,338,804)	(1,181,607)	(168,964)	97,491	(1.105.536)
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	7,377,520	7,635,609	7,983,294	8,343,824	8,759,492	9,243,279	9.803.824
		+ Deudas largo plazo	8,160,028	9,737,356	7,480,887	6,072,471	5,319,362	5,072,020	4.729.127
		- Activo Inmovilizado e Intangible	14,862,377	14,354,337	13,878,238	13,395,154	12,892,771	12,367,192	11.817.184
	F.M.	= Fondo de Maniobra	675,171	3,018,627	1,585,944	1,021,141	1,186,083	1,948,106	2.715.767
NOF-FM		8.553.653	7,278,070	7,371,950	6,755,146	6,421,241	5,756,708	3,883,511	

Fuente: Estructuración Financiera 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.