
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 003/2017, del 17 de enero de 2017
Información Financiera cortada al 28 de noviembre de 2016

Analista: Ing. Mayra Guamán G.
mayra.guaman@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., es una compañía ecuatoriana que ofrece su amplio portafolio de productos a diferentes industrias de la economía nacional, para lo cual se mantiene a la vanguardia con maquinaria de última tecnología necesaria para cumplir con las necesidades de sus demandantes. Entre los principales productos que oferta se encuentran revistas, laminadas de cartón, formularios continuos, agendas, etiquetas, cartón corrugado, shopping bags, cheques, estados de cuenta, tarjetas plásticas, loterías y más.

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 003/2017 del 17 de enero de 2017 decidió otorgar la calificación de **"AA" (Doble A)** a la Tercera Emisión de Obligaciones – ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., por un monto de cuatro millones de dólares (USD 4'000.000,00).

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".

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.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo relativo de los títulos o valores. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Consejo Nacional de Valores, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada utilizada en los análisis que se publican proviene de fuentes oficiales. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Tercera Emisión de Obligaciones – ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- El variado portafolio de productos, la calidad y el cumplimiento en el trabajo desarrollado por ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A. le han llevado a ser una de las empresas líderes en la industria gráfica del país, por lo que la compañía busca permanentemente cuidar su sitio realizando continuas inversiones tanto en maquinaria como en formación de personal de manera que los productos finales sean de la entera satisfacción de los clientes que lo demandan.
- El tiempo que lleva en el mercado nacional, han catalogado a ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A. como una fuente continua de empleo, enrolando en sus filas a más de 500 empleados y colaboradores los cuales desarrollan sus actividades en la planta industrial, ubicada en el centro industrial de Durán la misma que tiene una extensión de 20.000 metros².

- Con la finalidad de entregar a sus clientes productos de alta calidad ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A. ostenta la certificación ISO 9001:2008 para el diseño, pre prensa e impresión litográfica publicitaria, industrial, formas continuas y documentos valorados.
- En los estatutos sociales de la compañía sobresalen varias normas y lineamientos relacionados al Gobierno Corporativo Institucional, entre los que destaca que el gobierno de la compañía está a cargo de la Junta General de Accionistas, y su administración está regida por el Directorio, el Presidente Ejecutivo y el Gerente General.
- Los ingresos de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., presentan un comportamiento creciente anual durante todos los periodos analizados, puesto que pasan de USD 28,00 millones en el año 2012 a USD 36,27 millones al 31 de diciembre de 2015, esto como resultado de la inversión en nuevas tecnologías, la continua evolución en los productos ofertados, mismos que se ajustan a las necesidades de los clientes, así como la diversificación en el portafolio del mismo. En cuanto a la composición de los ingresos, la división litográfica es la línea más representativa. Sin embargo, cuando analizamos el comportamiento de los periodos interanuales, éstos tienden a la baja (pasan de USD 33,22 millones en noviembre de 2015 a USD 30,68 millones en noviembre de 2016), el comportamiento de los ingresos es producto de la coyuntura económica que actualmente atraviesa el país, en donde varios sectores económicos se han visto afectados incluido el sector en donde la compañía desarrolla sus actividades, otra razón de peso es la baja en las ventas por el alto costo de la materia prima importada necesaria para ciertos procesos de producción.
- El nivel de ingresos de la compañía cubre de manera positiva tanto los costos de ventas como los gastos operacionales, lo que le permitió generar una utilidad operativa de USD 1,79 millones a diciembre de 2015, valor inferior a lo registrado históricamente (USD 2,23 millones a diciembre de 2014), no obstante, la representación sobre los ingresos fue fluctuante durante el periodo 2012-2015, puesto que pasó de 5,79% en 2012 a 5,22% en 2013; sin embargo, existe un incremento de la utilidad operativa por el incremento de las ventas al 6,65% en el 2014 y vuelve a disminuir a 4,94% en el 2015, lo que obedece al comportamiento registrado tanto en su margen bruto como en la significancia de los gastos operacionales sobre los ingresos. Para noviembre de 2016, la utilidad operativa disminuyó a un 4,32% de los ingresos (USD 1,33 millones), luego de haberse ubicado en un 5,08% de los ingresos (USD 1,69 millones) en noviembre de 2015, lo cual estuvo influenciado principalmente por una disminución en su actividad comercial (menores ingresos).
- La utilidad neta se vio afectada por los gastos financieros que en promedio (2012-2015) representaron el 3,71% de los ingresos, es así que la utilidad neta decayó de USD 0,75 millones al 31 de diciembre de 2012 (2,67% de los ingresos) a USD 0,08 millones en el año 2015 (0,23% de los ingresos). A noviembre de 2016 se registra una utilidad antes de impuestos de apenas USD 14.585,00 (0,05% de los ingresos), justificado principalmente por la disminución de sus ventas, así como del leve incremento en la participación de los gastos financieros sobre los ingresos.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía presenta una tendencia fluctuante durante el periodo analizado, ya que decrece de USD 3,04 millones en el 2012 (10,86% de los ingresos) a USD 2,93 millones en el 2013 (9,95% de los ingresos) debido al registro de un margen operativo menor. A diciembre 2014 el EBITDA (acumulado) crece nuevamente a USD 3,61 millones (10,73% de los ingresos) y para el 31 de diciembre de 2015, vuelve a decrecer a USD 2,91 millones (8,02% de los ingresos), lo que obedece al comportamiento de su margen operativo. Para noviembre de 2016, la tendencia a la baja continua, pues llega a significar el 7,28% de los ingresos (7,99% a noviembre de 2015), a pesar del comportamiento que ha venido registrando el EBITDA, se puede apreciar que la compañía cuenta con una aceptable capacidad para generar flujos provenientes de la operación del negocio, obteniendo de esta manera una cobertura de 1,53 veces con respecto de los gastos financieros; no obstante, la empresa debe concentrar esfuerzos en ser más eficiente en el manejo de sus costos y gastos con la finalidad de obtener un mejor resultado, ya que la cobertura se registra un tanto ajustada.
- Los activos totales de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., al 31 de diciembre de 2015 se mantuvieron prácticamente en el mismo nivel que al cierre de 2014, alcanzando un valor de USD 34,76 millones, luego de haber totalizado USD 34,77 millones en el año 2014 (USD 28,87 millones en el 2013). Se debe destacar que a partir del año 2013, los activos de corto plazo toman relevancia en la composición del total de activos, puesto que pasaron de significar el 56,44% para el año 2013 a un 56,30% al cierre de 2015. Para noviembre de 2016, los activos totales alcanzaron una suma de USD 32,50 millones, inferiores en 6,53% a los alcanzados en diciembre de 2015, esta disminución se reportó principalmente en los rubros, cuentas por cobrar e inventario. En cuanto a su estructura el activo no presentó mayor variación con respecto de

- diciembre 2015, ya que el activo corriente representó el 54,95% del total de activos y el activo no corriente el 45,05%. Por el giro de negocio como tal, la propiedad, planta y equipo de la compañía históricamente han registrado una participación importante.
- Por su parte los pasivos totales que financiaron en promedio (2012-2015) el 77,22% de los activos totales, registraron un rubro mínimo de USD 18,16 millones en 2012 y un máximo de USD 27,54 millones en 2015, y se encontraron conformados en su gran mayoría por pasivos de tipo corriente, dentro de los cuales se destacan las cuentas de proveedores, seguido de las deudas bancarias y financieras. Para noviembre de 2016 los pasivos totales sumaron USD 25,33 millones, financiando el 77,96% de los activos, porcentaje con respecto de diciembre 2015, debido a una reducción importante en el rubro proveedores. Estructuralmente los pasivos de largo plazo financiaron el 43,92% del total de activos, mientras que los pasivos corrientes lo hicieron en un 34,04%, contrario a lo apreciado en diciembre 2015, debido a la clasificación de la porción no corriente de las obligaciones mantenidas con el Mercado de Valores, adicionalmente se apreció un incremento del 33,19% en las obligaciones bancarias de largo plazo, en relación a lo reportado en diciembre 2015.
 - Las actividades de la compañía se han fondeado con recursos de terceros, específicamente con bancos locales, demostrando una deuda financiera con tendencia creciente a lo largo de los ejercicios económicos analizados (excepto en el año 2015), dado la creciente actividad económica de ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A., es así que pasó de registrar USD 9,75 millones para el año 2012 (39,66% de los activos) a USD 15,30 millones al cierre del año 2015 (44,02% de los activos). Para noviembre de 2016 la deuda financiera ascendió a USD 15,12 millones (46,52% de los activos totales), misma que estuvo conformada principalmente por deuda financiera a largo plazo (34,80% de los activos).
 - El patrimonio de la compañía que financió en promedio (2012-2015) el 22,78% de los activos totales mantiene un comportamiento ligeramente variable, al pasar de USD 6,42 millones en el 2012 (26,12% de los activos) a USD 6,71 millones en el 2013 (23,22% de los activos), USD 7,30 millones en el 2014 (21,01% de los activos) y finalmente USD 7,22 millones en el 2015 (20,77% de los activos). El financiamiento sobre el total de activos estuvo conformado en orden de importancia por capital social, resultados acumulados por adopción a NIIF's y superávit por reevaluación y resultados acumulados. A noviembre de 2016, el patrimonio se ubicó en USD 7,16 millones financiando el 22,04% de los activos totales, donde el rubro más representativo fue el capital social con una participación del 10,12% sobre los activos, seguido de resultados acumulados por adopción a NIIF's y superávit por revaluación que totalizó USD 3,07 millones que representó el 9,46% de los activos.
 - El capital social de la compañía, a diciembre de 2012 se ubicó en USD 3,28 millones (financiando el 13,38% del total de activos), rubro que se mantuvo hasta el año 2014, para el año 2015 incrementó mínimamente (USD 278,00) para cerrar en USD 3,29 millones, monto que se mantiene sin variaciones hasta noviembre de 2016. Debido a la mínima variación del capital social, el financiamiento de activos por parte del aporte de los accionistas presentó una tendencia decreciente, que pasó de un 13,38% en 2012 a un 9,46% en 2015 (10,12% en noviembre de 2016, producto de la reducción de los activos).
 - La razón circulante de la compañía se ubicó sobre la unidad durante los periodos analizados (excepto en el año 2013), pues pasó de 1,08 veces en diciembre de 2012 a 1,19 veces en el año 2015, mientras que para noviembre de 2016 fue de 1,61 veces, lo que evidencia la capacidad de la compañía para cubrir sus pasivos de corto plazo con sus activos del mismo tipo.
 - La razón de apalancamiento que relaciona el pasivo total con el patrimonio presenta una tendencia creciente, ya que pasó de 2,83 veces en 2012 hasta 3,81 veces en 2015, lo cual indica la importancia de los pasivos en el financiamiento de los activos de la empresa. Para noviembre de 2016 el indicador descendió levemente a 3,54 veces, producto de la reducción de la cuenta proveedores.
 - ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. incluye dentro de su cartera por vencer a aquella vencida hasta 30 días, práctica común en el ámbito comercial. El estado de la cartera de la empresa muestra una mejoría a lo largo del periodo analizado, pues pasó de tener una cartera por vencer del 58,25% en 2013 al 89,02% en 2015; por otro lado, la cartera vencida más de 360 días disminuyó desde el 4,99% en 2012 hasta el 2,99% en 2015. Para noviembre de 2016, la calidad de la cartera se mantiene dentro de los rangos históricos, llegando a representar el 88,63% de la cartera total, la diferencia del 11,37% correspondió a cartera vencida más de 31 días, lo cual refleja un manejo eficiente de sus cuentas por cobrar, así como políticas de crédito aceptables, es importante mencionar que la compañía considera como cartera vigente a la vencida hasta 30 días, la misma que representó el 17,39% de la cartera total.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas de ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., celebrada el 10 de noviembre de 2016, resolvió autorizar la Tercera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 4'000.000,00.
- Posteriormente con fecha 16 de diciembre de 2016, por medio de Escritura Pública, se suscribió el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones, ante el cual comparecieron ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., como Emisor, AVALCONSULTING CIA. LTDA., como Representante de los Obligacionistas y ALBION CASA DE VALORES S.A. como Agente Colocador.
- Con fecha 05 de enero de 2017, ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A. en calidad de constituyente beneficiario del remanente, AVALCONSULTING CÍA. LTDA. en calidad de representante de los beneficiarios y MMG TRUST ECUADOR S.A., en calidad de la Fiduciaria suscribieron el Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos y de Garantía denominado "Fideicomiso de Administración y Garantía SENEFELDER".
- La emisión cuenta con una Garantía Específica consistente en lo siguiente: Un Fideicomiso de garantía y de administración de flujos y pagos, el mismo que estará constituido por el aporte de maquinarias equivalentes al 100% del próximo dividendo de capital e intereses; y adicionalmente con el flujo proveniente del derecho de cobro de cartera que permita realizar la provisión mensual para el pago de intereses trimestrales y amortización de capital semestral.
- La Tercera Emisión de Obligaciones se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ 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 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, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.
- Al 28 de noviembre de 2016, ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa por USD 11,08 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 8,86 millones, valor que constituye el monto máximo que podría emitir la compañía. Dicho valor genera una cobertura de 2,22 veces sobre el capital a emitir USD 4,00 millones, determinando de esta manera que el monto de la Tercera Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la presente emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

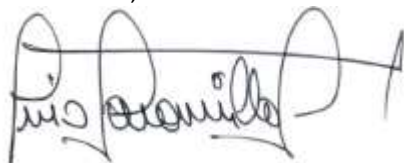
Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del Consejo Nacional de Valores (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera) también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los ecuatorianos podría verse reducido y con ello tanto su poder adquisitivo como la capacidad de pago de las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda ocasionaría que la demanda de los productos que oferta la compañía disminuya y con ello sus ingresos, sobre todo si se considera que ante un posible panorama de crisis, las personas podrían prescindir de este tipo de productos.

- Emisión de nuevas regulaciones o restricciones más severas a las actuales que se relacionen con la importación de los productos que utiliza la compañía para su operación, podrían afectar sus costos, cuyo efecto en el mejor de los casos sería trasladado al precio de venta de sus productos, no obstante, esto podría afectar a sus ingresos y generar una posible disminución en la rentabilidad de la compañía, en el caso de que lo primero no fuera posible.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar a su vez retrasos en la producción y consecuentemente en la entrega de los productos a cada uno de sus clientes.
- Debido a la constante innovación del sector en el cual se desenvuelve la compañía, sus avances y tendencias, el inventario de ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., si no es objeto de una adecuada gestión, podría padecer de bajas rotaciones, calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto, por lo cual y para contrarrestar este riesgo la compañía trabaja con estrictos controles de su inventario y realiza además estudios de mercado con la finalidad de estar siempre a la vanguardia de las tendencias en general.
- Cambios en las tendencias de consumo de la gente, es decir preferencias por recibir información electrónica y no física, podría afectar ciertas áreas de producción de la compañía, lo que ocasionaría una posible disminución de sus ingresos, no obstante, la compañía con la finalidad de mitigar este riesgo, ha complementado ciertas áreas con otros productos.
- El ingreso al mercado de nuevos competidores o la repotenciación de los ya existentes en el área de tecnología, podrían disminuir la cuota de mercado de la cual actualmente goza la compañía con una consecuente afectación en el nivel de sus ingresos.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA

GERENTE GENERAL