
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO - PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 276/2018, del 13 de diciembre de 2018
Información Financiera cortada al 31 de octubre de 2018

Analista: Ing. Andrea Salazar
andrea.salazar@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una compañía constituida en Guayaquil en 1965 con una duración de 90 años hasta marzo de 2055, primordialmente se dedica a actividades industriales en el ramo de elaboración de láminas de cartones para la venta o para con ellos fabricar cajas, que podrán ser empleadas en la movilización de productos y mercaderías en general. La compañía forma parte del Grupo SURPAPEL.

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 276/2018 del 13 de diciembre de 2018 decidió otorgar la calificación de **“AA” (Doble A)** a la Séptima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto de cinco millones de dólares (USD 5.000.000,00).

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 crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, 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 y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. 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 recibida 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 calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

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 Séptima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una compañía con más de 50 años de experiencia en la fabricación de empaques de cartón corrugado y a lo largo de los años se ha consolidado y posicionado como líder en el mercado local.
- En 1994 la multinacional DOLE adquirió la totalidad del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., con lo cual la empresa incrementó su volumen de ventas, alcanzando un nivel de producción de 113 mil toneladas métricas aproximadamente.
- Posteriormente, para el año 2009, DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias, en donde la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. (Holding) adquirió el 100% del paquete

- accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., proyectándose en el mercado como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.
- El fuerte compromiso de PRODUCTORA CARTONERA S.A. con el concepto de Gobierno Corporativo, le ha hecho acreedora del reconocimiento como una de las empresas con mejores prácticas en el Ecuador. La Junta Directiva constituye una fortaleza para la Gobernabilidad de la compañía, en la medida que se han definido reglas claras y políticas que orientan a un funcionamiento eficiente.
 - Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, determinando además que PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con una amplia trayectoria, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
 - Para diciembre de 2017, los ingresos de la compañía crecieron en un 16,79% con respecto al año anterior, alcanzando USD 120,39 millones (USD 103,07 millones en 2016), gracias a las negociaciones realizadas con sus clientes sobre los precios de sus dos líneas de negocio, además ha planteado estrategias que le permitan potencializar la línea Doméstica e Industrial. En los periodos interanuales se observó un crecimiento de 28,98% en los ingresos de la compañía, al pasar de USD 97,39 millones en octubre de 2017 a USD 125,56 millones en octubre de 2018, producto del incremento en ventas a su segmento DOLE; no obstante, las demás líneas también reflejaron un aumento, aunque en menor proporción
 - A pesar de la relativa estabilidad registrada en sus costos y gastos, su margen operativo evidenció ciertas fluctuaciones, pues luego de haberse ubicado en 5,51% de las ventas en diciembre de 2014 pasó a un 3,46% en 2016 y un 6,34% en diciembre de 2017 (6,30% de las ventas en octubre de 2018), comportamiento que obedece a los cambios registrados en su actividad comercial.
 - Para diciembre de 2017 la utilidad neta registró un valor de USD 2,39 millones (1,99% de los ingresos) rubro superior en 5,20% a lo arrojado en su similar de 2016 (USD 2,27 millones que representó el 2,20% de los ingresos), en parte gracias a las negociaciones mantenidas con sus clientes y las estrategias para potencializar sus principales líneas. Para octubre de 2018, se observó un incremento en términos monetarios del 24,18% en su utilidad antes de impuestos, al pasar de USD 2,63 millones en octubre de 2017 (2,70% de los ingresos) a USD 3,27 millones (2,60% de los ingresos) en octubre de 2018, lo que obedece al dinamismo de los ingresos.
 - El EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional de cada periodo, no obstante, se mantiene en un nivel aceptable sobre la participación de los ingresos, es así que para el año 2016 fue 6,20% y para diciembre de 2017 éste se recupera hasta significar el 9,90% de los ingresos. Esta situación se mantiene en los periodos interanuales, pues luego de representar el 8,90% de los ingresos en octubre de 2017, pasó a 9,01% en octubre de 2018, lo que evidencia la capacidad de generación de flujos propios, mismos que le permiten cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.
 - A partir del año 2014 los activos totales de la compañía presentaron una tendencia creciente, es así que pasaron de USD 117,78 millones en ese año a USD 145,43 millones en 2017 y USD 152,47 millones en octubre de 2018, producto del incremento de la propiedad planta y equipo, pues se revalorizaron varios activos, así como de sus inventarios, cuentas por cobrar clientes, inventario, inversiones en subsidiarias y efectivo y equivalentes de efectivo.
 - Al igual que los activos, los pasivos totales de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron una tendencia creciente a partir del año 2014, es así que pasaron de USD 86,72 millones (73,63% de los activos) en 2014 a USD 103,11 millones (70,90% de los activos) en diciembre de 2017 y USD 106,87 millones (70,10% de los activos) en octubre de 2018, debido al incremento registrado en las obligaciones bancarias y mercado de valores de corto y largo plazo, cuentas por pagar a relacionadas de corto plazo, beneficios sociales y otras cuentas por pagar corrientes.
 - La deuda financiera (corto y largo plazo) fue una de las cuentas más representativas dentro del financiamiento de los activos, pues a diciembre de 2017 fondeó el 20,59% de los activos, mientras que a octubre de 2018 lo hizo en un 30,38%, siendo la deuda de corto plazo la que lo hizo en mayor proporción. La deuda financiera, estuvo constituida por créditos concedidos por instituciones bancarias y financieras, emisiones vigentes en el Mercado de Valores, cartas de crédito, Facturas Comerciales negociables, sobregiros bancarios, entre otras.
 - La compañía presenta un moderado respaldo por parte de su patrimonio, puesto que en el periodo analizado (2014-2017) financió en promedio el 27,63% de los activos totales, alcanzando a diciembre de 2017 un valor de USD 42,33 millones (financiando el 29,10% del total de activos), mientras que a octubre de 2018 este ascendió a USD 45,59 millones (financiando el 29,90% del total de activos) producto del incremento de sus resultados acumulados y de su utilidad neta.

- Con respecto a su estructura, se debe indicar que históricamente los rubros más representativos fueron el capital social y los resultados acumulados, es así que a diciembre de 2017 financiaron el 18,95% y el 5,60% de los activos respectivamente (18,08% y el 6,91% en octubre de 2018). Cabe señalar, que el capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en USD 27,56 millones.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que durante el periodo 2014-2017 privilegió el financiamiento con fuentes externas, es así que de 2,79 veces registrado en 2014, pasó a 2,44 veces en diciembre de 2017 (2,34 veces en octubre de 2018).
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados son superiores o iguales uno, ubicándose al 31 de diciembre de 2017 en 1,00 vez, y en 1,01 veces al 31 de octubre de 2018, lo que evidencia que mantiene al mínimo recursos líquidos improductivos.
- El análisis de las cuentas por cobrar a clientes, sin considerar las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera se ha mantenido relativamente estable durante el periodo de análisis; es así que la cartera por vencer en 2016 representó el 45,23% de la cartera total, en 2017 aumentó al 52,68%, y se incrementó ligeramente a 55,09% en octubre de 2018; mientras que la cartera vencida fue de 44,91% para este último periodo, siendo la cartera vencida a más de 360 días la más representativa con el 20,73% de la cartera total. Cabe mencionar, que si bien se observa una leve recuperación en la cartera por vencer para este periodo, la toma de acción inmediata por la empresa es importante para fortalecer la gestión de cobranza y evitar un mayor riesgo de incobrabilidad.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 14 de noviembre de 2018, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PRODUCTORA CARTONERA S.A., resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice una Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de hasta USD 5,00 millones.
- Posteriormente, PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, con fecha 04 de diciembre de 2018, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- La Emisión de Obligaciones de Largo Plazo se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismos 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:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
- Limitaciones de Endeudamiento: La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros:
 - ✓ Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,0 veces.
 - ✓ Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia de la emisión igual o menor a 3,0 veces
 - ✓ Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio durante la vigencia de la emisión menor al 10%.
- La compañía se compromete a mantener los siguientes compromisos adicionales:
 - ✓ Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica.
 - ✓ Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores.

- Al 31 de octubre de 2018, PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 91,17 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 72,93 millones, presentando a su vez una cobertura de 14,59 veces sobre el monto por emitir de la Emisión, lo que determina que el saldo de capital de la emisión se encuentra dentro los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas, 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 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 literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Los principales riesgos previsibles a los que se expone la empresa, tienen relación a los precios las principales materias primas utilizadas por la compañía. A pesar de que éstas no han fluctuado mayormente, un incremento en los precios de las materias primas produciría un eventual aumento de sus precios y consecuentemente de los costos de la empresa, lo cual tendría un impacto negativo sobre los resultados financieros de la empresa. Sin embargo, el proveedor nacional mantiene un convenio con un importante molino de papel en Estados Unidos, con lo cual mermaría de alguna forma este riesgo. Con el objetivo de mitigar este riesgo (volatilidad de los precios del papel), el grupo decidió en el año 2012 montar y poner en marcha un molino de papel en el Ecuador, para lograr en el mediano plazo un abastecimiento dentro del mismo grupo.
- Debido a que la mayor parte de materia prima utilizada por la compañía es importada, otro riesgo al que se vería expuesta está relacionado con el incremento de impuestos y aranceles como el aumento al impuesto a la salida de divisas (ISD). Este riesgo se mitiga con los depósitos industriales, que permiten el no pago del ISD para la importación de materias primas que ingresan al país bajo este esquema.
- La demanda de cartón está ligada al desarrollo económico de los sectores productivos del país, por lo tanto, en un escenario de crisis económica que afecte los niveles de producción de sus principales clientes, la compañía tendría un efecto negativo en los ingresos por ventas que se prevé para los próximos años.
- La actividad de la compañía es dependiente del mercado de exportaciones, debido a que su producto final está destinado a los sectores bananero y florícola, entre otros; el evento de una disminución en esos mercados afectaría al nivel de producción y consecuentemente a los flujos de la empresa. No obstante, la suscripción del convenio de comercio entre Ecuador y la Unión Europea podría representar una importante oportunidad para el Mercado exportador, lo cual implicaría una externalidad positiva para PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- La imposición de medidas regulatorias relacionadas con la importación de la materia prima necesaria para la elaboración de los productos que fabrica la empresa, impactaría en los costos de producción y reduciría el margen bruto de la compañía. Sin embargo, el sector tiene capacidad de traslado de los incrementos en costos, al precio de sus productos.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar a su vez retrasos en la programación de la producción.
- La implementación de políticas gubernamentales restrictivas, ya sean comerciales, fiscales (mayores impuestos, mayores aranceles), u otras, representan un riesgo permanente que genera incertidumbre, no sólo para compañías como PRODUCTORA CARTONERA S.A. sino para todo tipo de compañías en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo. No obstante, la empresa considera que en el ámbito local es poco probable considerar

este riesgo, dado que los nuevos competidores necesitarían tener suficiente músculo financiero para apalancar la operación, altamente intensiva en el uso del capital.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A. son las cuentas por cobrar comerciales (sin provisión) libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de cuentas por cobrar comerciales (sin provisión) que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- La concentración de ventas en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar clientes (sin provisiones) que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Se debe indicar que, la administración de la compañía menciona que los activos que respaldan la emisión no contemplan cuentas por cobrar a vinculadas; sin embargo, la empresa registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a vinculadas por USD 1,24 millones a octubre de 2018, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Conforme certificado emitido por la compañía, dentro de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión, al 31 de octubre de 2018 no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Séptima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A., del 14 de noviembre de 2018.
- Escritura de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo del 04 de diciembre de 2018.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de PRODUCTORA CARTONERA S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de octubre de 2017 y 31 de octubre de 2018.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNACIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de PRODUCTORA CARTONERA S. A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PRODUCTORA CARTONERA S.A., conformada por el 100% de sus accionistas, reunida en Durán el 14 de noviembre de 2018, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice una Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de hasta USD 5,00 millones.

Con fecha 04 de diciembre de 2018, PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Séptima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A., siendo sus características las siguientes:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO - PRODUCTORA CARTONERA S.A.				
Emisor	PRODUCTORA CARTONERA S.A.			
Capital a Emitir	5'000.000,00			
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Obligaciones	Desmaterializadas, por lo cual podrán emitirse por cualquier valor nominal siempre que sea múltiplo de USD 1,00.			
Clase, Monto , Plazo y Tasa	CLASE	MONTO	PLAZO	TASA DE INTERÉS
	A	USD 2.500.000,00	1.080 días	8,50% fija nominal anual
	B	USD 2.500.000,00	1.080 días	8,50% fija nominal anual
Pago de intereses	Cada 90 días a partir de la fecha de emisión de cada clase.			
Amortización de Capital	Cada 180 días contados a partir de la fecha de emisión de cada clase.			
Base de cálculo de intereses	30/360, es decir se consideran años de 360 días, 12 meses, con duración de 30 días cada mes.			
Fecha de la Emisión	La fecha en que se realice la primera colocación de cada Clase de la emisión.			
Contrato de Underwriting	El EMISOR y MERCAPITAL Casa de Valores S.A., suscribieron un contrato de underwriting.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE).			
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Tipo de Oferta	Pública.			
Destino de los recursos a captar	En su totalidad a capital de trabajo, específicamente, al pago de proveedores de la compañía, dejando expresa constancia de que en ningún caso se cancelarán pasivos con relacionadas.			
Rescates anticipados	Las obligaciones podrán ser rescatadas anticipadamente mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice un tratamiento equitativo para todos los tenedores de las obligaciones, conforme lo resuelvan en forma unánime los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).			
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.			
Sistema de colocación	Bursátil.			
Estructurador y Agente Colocador	MERCAPITAL Casa de Valores S.A.			
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> ✓ 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, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. 			
Limitaciones de Endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> • Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,0 veces. 			

Compromisos Adicionales	<ul style="list-style-type: none"> Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia de la emisión igual o menor a 3,0 veces Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio durante la vigencia de la emisión menor al 10%. Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica. Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores.
--------------------------------	---

Fuente: Contrato de Emisión y Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realiza la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas:

CUADROS 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A						CLASE B					
Trim	Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Trim	Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
					2.500.000						2.500.000
1	90	-	53.125	53.125	2.500.000	1	90	-	53.125	53.125	2.500.000
2	180	416.667	53.125	469.792	2.083.333	2	180	416.667	53.125	469.792	2.083.333
3	270	-	44.271	44.271	2.083.333	3	270	-	44.271	44.271	2.083.333
4	360	416.667	44.271	460.938	1.666.667	4	360	416.667	44.271	460.938	1.666.667
5	450	-	35.417	35.417	1.666.667	5	450	-	35.417	35.417	1.666.667
6	540	416.667	35.417	452.083	1.250.000	6	540	416.667	35.417	452.083	1.250.000
7	630	-	26.563	26.563	1.250.000	7	630	-	26.563	26.563	1.250.000
8	720	416.667	26.563	443.229	833.333	8	720	416.667	26.563	443.229	833.333
9	810		17.708	17.708	833.333	9	810		17.708	17.708	833.333
10	900	416.667	17.708	434.375	416.667	10	900	416.667	17.708	434.375	416.667
11	990		8.854	8.854	416.667	11	990		8.854	8.854	416.667
12	1080	416.667	8.854	425.521	-	12	1080	416.667	8.854	425.521	-
		2.500.000	371.875	2.871.875				2.500.000	371.875	2.871.875	

Fuente: Estructuración financiera / Elaboración: Class International Rating

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren 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:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Limitaciones de Endeudamiento

El Gerente General y el Presidente, fijan las siguientes limitaciones de endeudamiento y en tal virtud, la compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros:

- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,0 veces.
- Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia de la emisión igual o menor a 3,0 veces
- Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio durante la vigencia de la emisión menor al 10%.

La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de los Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados.

Para la base de la verificación se tomarán los estados financieros **anuales** con corte al **31 de diciembre de cada año**.

El seguimiento de los índices financieros iniciará en el año 2019, respecto de las cifras correspondientes al ejercicio económico 2018.

Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un año determinado, se considerará como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos si así lo determina.

Compromisos Adicionales

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Gerente General y el Presidente determinan como medidas orientadas a preservar el cumplimiento de su objeto social o finalidad de las actividades de la compañía, tendiente a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas, la toma de todas aquellas decisiones y la realización de todas aquellas gestiones que permitan que la compañía pueda mantener su situación financiera actual, sin que dichas decisiones y o gestiones puedan ser enumeradas pues conlleva la participación conjunta de las distintas áreas de la compañía actuando conforme a la evolución del mercado en un momento determinado. Sin embargo se aclara que todas aquellas medidas permitirán que la compañía mantenga o incremente las operaciones propias de su giro ordinario, sin disminuir las mismas, a continuación se detallan las principales:

- Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica.
- Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores.

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones a Largo Plazo estará respaldada por una Garantía General otorgada por PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de octubre de 2018, PRODUCTORA CARTONERA S.A., estuvo conformada por un total de activos de USD 152,47 millones, de los cuales el 79,57% son activos libres de gravamen.

CUADRO 4: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN A OCTUBRE 2018 (USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	1.333.678	1,10%
Exigibles	30.162.331	24,86%
Realizables	25.735.560	21,21%
Propiedad Planta y Equipo	52.581.374	43,34%
Otros activos	11.501.036	9,48%
TOTAL	121.313.979	100,00%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de octubre de 2018, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias,

Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “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 Mercado de Valores; 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 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

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, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de octubre de 2018, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 91,17 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 72,93 millones, cifra que genera una cobertura de 14,59 veces sobre el monto de la emisión, lo que determina que el saldo de capital de la emisión se encuentra dentro los parámetros establecidos en la normativa.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN DE LA COMPAÑÍA A OCTUBRE DE 2018 (USD)

Descripción	USD
Total Activos	152.465.947
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	419.251
(-) Activos Gravados (USD)	31.151.968
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias (USD) ²	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	27.125.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan (USD) ³	-
(-) Derechos Fiduciarios (USD) ⁴	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras (USD) ⁵	2.600.999
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	91.168.729
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	72.934.983
Saldo de Capital Emisión de Obligaciones	5.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	18,23
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	14,59

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de octubre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,08 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

¹ “La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ En los que el emisor haya actuado como Originador

⁴ 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.

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

⁶ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor por emitir de la Séptima Emisión de Obligaciones de largo plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A, así como los valores que mantiene en circulación, representan el 35,23% del 200% del patrimonio al 31 de octubre de 2018 y el 70,46% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 6: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO A OCTUBRE 2018 (USD)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	45.593.945
200% del Patrimonio (USD)	91.187.890
Séptima Emisión de Obligaciones	5.000.000
Sexta Emisión de Obligaciones	5.000.000
Quinta Emisión de Obligaciones	5.875.000
Cuarta Emisión de Papel Comercial	15.000.000
Cuarta emisión de Obligaciones	1.250.000
Total Emisiones	32.125.000
Valores Emitidos y por Emitir / 200% del Patrimonio	35,23%
Valores Emitidos y por Emitir / Patrimonio	70,46%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Rubro	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas netas	141.417	143.037	144.821	146.762	148.766
Costo de ventas	119.472	120.879	122.477	124.122	125.798
Utilidad bruta	21.945	22.158	22.345	22.640	22.968
Gastos operativos (Administración, Ventas)	10.706	10.825	10.953	11.089	11.225
Participación a trabajadores	846	1.130	1.151	1.215	1.305
Utilidad operativa	10.393	10.203	10.241	10.336	10.438
Gastos financieros	5.598	3.796	3.718	3.448	3.045
Otros gastos o ingresos no operacionales	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos	4.795	6.406	6.522	6.888	7.393
Impuesto a la renta	1.055	1.409	1.435	1.515	1.627
Utilidad neta del ejercicio	3.740	4.997	5.087	5.373	5.767

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Conforme las proyecciones del estado de resultados, se considera que las ventas en 2018 crecerán un 17,47% en relación a los ingresos reales del 2017; mientras que para los años siguientes se mantendría una expectativa moderada con un crecimiento promedio (2019-2022) de 1,27%. El costo de ventas mantendría una participación promedio del 84,58% sobre los ingresos ordinarios durante el periodo proyectado, lo que generaría un margen bruto promedio de 15,46%.

El principal destino de las ventas de la compañía, es el sector bananero cuyas expectativas se basan en el establecimiento de acuerdos comerciales con la Unión Europea, que podría representar un escenario favorable para el sector exportador en general.

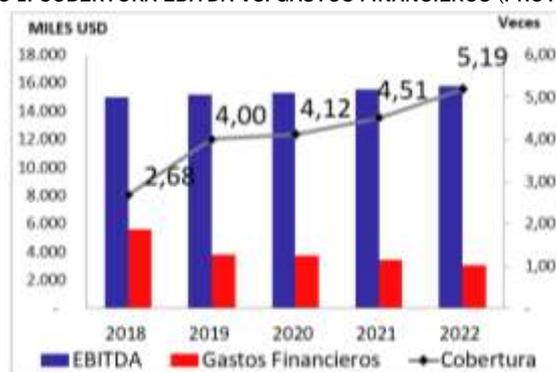
Por otro lado, la compañía ha podido renegociar los esquemas de precios al sector bananero y se plantea este esquema de precios para los siguientes años, con lo cual parte del crecimiento de las ventas estimado para este segmento, viene dado por este factor.

Por su parte, los gastos operacionales mantendrían una representación promedio del 8,48% sobre los ingresos ordinarios, lo que determinaría una utilidad operativa promedio de 7,12% de los ingresos, misma que pasaría en términos monetarios de USD 10,39 millones en el año 2018 a USD 10,44 millones en el año 2022. La tendencia decreciente del costo de ventas a causa de la estabilización de los precios internacionales de los commodities relacionados con las fibras elaboradas a base de papel y cartón, se ha mantenido por algo más de 2 años. Sin embargo, la proyección considera un criterio conservador de proyección de costos y gastos operativos.

La proyección además contempla gastos financieros derivados de los compromisos con el sistema financiero, emisiones vigentes y las que estima emitir, así como los respectivos impuestos. Después de descontar dichos rubros, la compañía alcanzaría una utilidad neta de USD 3,74 millones en 2018 e incrementaría a USD 5,77 millones en 2022, cuya participación sobre los ingresos pasaría de 2,64% a 3,88% en el mismo orden.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva y creciente, la cual pasaría de 2,68 veces en el año 2018 a 5,19 veces en 2022, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada de los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan de manera amplia a los gastos financieros que registraría.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, en lo que concierne al flujo de efectivo, la estructuración contempla la actividad operativa, las inversiones en propiedad, planta y equipo, y las actividades de financiamiento.

La proyección indica que la compañía gozaría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer. Así, en el año 2018 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos antes de pagos financieros frente al pago de capital tanto de obligaciones financieras como emisión de obligaciones de 1,14 veces y de 1,09 veces en 2022.

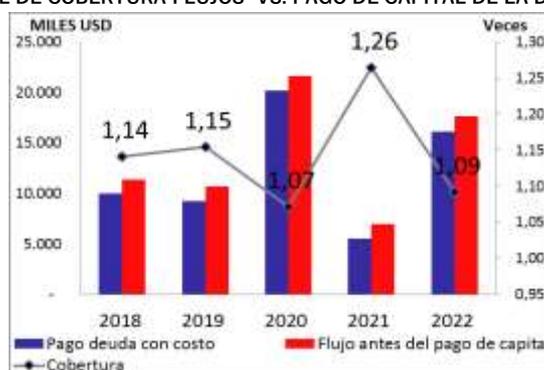
CUADRO 8: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

Descripción	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad Neta	3.740	4.997	5.087	5.373	5.767
Depreciación	3.789	3.858	3.927	3.996	4.065
Provisiones	(120)	200	200	200	200
Variación en cuentas del activo	(2.429)	(791)	(882)	(939)	(964)
Variación en cuentas del pasivo	(24.540)	(1.939)	(1.890)	(1.866)	(447)
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	(19.560)	6.325	6.443	6.764	8.621
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Propiedad, Planta y Equipo, Neto	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(2.200)
Inversiones en subsidiarias	(1.300)	0	0	0	0
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	(2.500)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(2.200)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Obligaciones Financieras de Corto plazo	3.584	(3.650)	(16)	(2.212)	9.765

Obligaciones Financieras de Largo Plazo	2.976	0	0	0	0
III Programa de Papel Comercial	(10.000)	0	0	0	0
IV Programa de Papel Comercial	15.000	0	(15.000)	0	0
Revolencia IV Programa de Papel Comercial	0	0	15.000	0	(15.000)
IV Emisión de Obligaciones	1.250	(1.083)	(167)	0	0
V Emisión de Obligaciones	5.875	(2.625)	(1.958)	(1.083)	(208)
VI Emisión de Obligaciones	4.042	(1.917)	(1.417)	(583)	(125)
VII Emisión de Obligaciones	0	4.167	(1.667)	(1.667)	(833)
Movimientos Patrimoniales	1	0	0	0	0
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	22.728	(5.109)	(5.225)	(5.545)	(6.401)
FLUJO DE EFECTIVO NETO					
Variación neta en efectivo y equivalentes de efectivo	668	16	18	19	20
Saldo inicial de caja	746	1.414	1.431	1.448	1.468
SALDOS AL FIN DEL AÑO	1.414	1.431	1.448	1.468	1.488

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS⁷ VS. PAGO DE CAPITAL DE LA DEUDA CON COSTO



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la Calificadora realizó un análisis de sensibilidad del modelo, en el cual se afectó a una de las variables de mayor peso, siendo este el costo de ventas, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. La afectación realizada consistió en el aumento del porcentaje de los costos de ventas respecto de los ingresos ordinarios. En promedio se consideró una participación del 84,74% de los ingresos, lo que muestra que el modelo se ha realizado bajo supuestos conservadores, pues su margen de variación máxima resultó estrecha. El ajuste mencionado, provocó una disminución en la utilidad neta y una significativa reducción en el saldo final de efectivo proyectado. Lo anterior ocurriría sin que la proyección arroje flujos negativos, y siga generando utilidades netas anuales, lo que indica que aún tendría la capacidad de generar recursos propios para hacer frente a las obligaciones que se generarían con el presente proceso. Es relevante mencionar que las afectaciones realizadas, serían lo máximo que soportaría el modelo para generar flujos de efectivos positivos que cubran el pago del capital de los procesos que la compañía va a emitir y los que mantiene vigentes.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

⁷ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de obligaciones financieras y de emisión de obligaciones vigentes y nueva.

Riesgo de la Economía

Sector Real

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas⁸.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019⁹.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE)¹⁰, el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019¹¹. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019¹². De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹³. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹⁴.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a noviembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) II trimestre 2018	17.848,71	Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2018	0,92%
Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2018)	31,86%	Inflación mensual (octubre - 2018)	-0,05%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - sep 2018	-8,28	Inflación anual (octubre - 2018)	0,33%
RI (millones USD al 23 de noviembre - 2018)	2.758,72	Inflación acumulada (octubre - 2018)	0,42%
Riesgo país (28 - noviembre - 2018)	760,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2018	767,31
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 28 - nov- 2018)	50,29	Tasa de Desempleo Urbano (III trimestre 2018)	5,20%

Fuente: Banco Central del Ecuador - Ministerio de Finanzas - Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las

⁸ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf

⁹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁰ El crecimiento estimado del 2% obedece a las estadísticas iniciales que publicó el Banco Central. Cabe señalar, que a la fecha el Banco Central no ha actualizado su previsión de crecimiento, pues advirtió que ante el envío de la Ley de Fomento Productivo a la Asamblea Nacional se proyectarían cambios en sus estimaciones iniciales.

¹¹ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

¹² <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹³ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹⁴ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

exportaciones¹⁵. Al segundo trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 17.848,71 millones y reflejó una variación anual de 0,9% y un crecimiento trimestral de 0,4%, donde el gasto de consumo de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia¹⁶.

Durante enero a septiembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 16.275,24 millones, siendo superior en 18,05% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 13.787,17 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (36%), bienes de consumo (18%), bienes de capital (15,6%), materias primas (11,3%) y productos diversos (41,8%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero y septiembre de 2018 alcanzaron USD 16.266,96 millones, siendo superiores en 15,84% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 14.042,95 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,4%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 35,7%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 42,6 durante enero-septiembre 2017 a USD 60,6 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-septiembre de 2018 crecieron en 4,93% frente al 2017, alcanzando USD 9.511,41 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁷. Otro de los factores que benefició este sector fue el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁸. A septiembre 2018 del total de crudo producido, un 22,35% corresponde a producción de empresas privada. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁹. En cuanto a la producción promedio diaria a septiembre de 2018, esta alcanzó los 518,5 miles de barriles, siendo un 1,97% inferior a la producción registrada en septiembre de 2017²⁰.

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento menos volátil en lo que va del 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, mientras que en octubre de 2018 llegó a USD 70,75 por barril, no obstante cae a USD 57,02 en promedio hasta el 29 de noviembre 2018.

¹⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

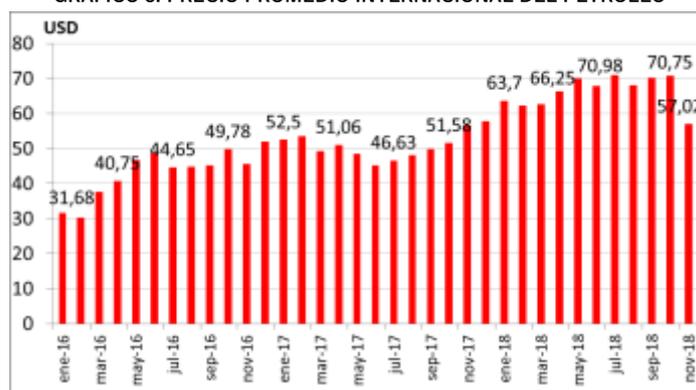
¹⁷ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁸ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁹ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/indice.htm>

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)²¹ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta octubre de 2018 sumó USD 12.038,34 millones, siendo un 8,29% superior a lo registrado entre enero-octubre 2017 (USD 11.116,62 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 5.558,70 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.975,39 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 987,45 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 833,34 millones²².

La **inflación** anual en octubre de 2018 fue de 0,33%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en -0,05%, lo que se debe, principalmente a la disminución en los precios de los segmentos de comunicaciones; muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar; y, prendas de vestir y calzado.

En referencia al **salario nominal promedio**, en octubre de 2018, alcanzó USD 450,26²³; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00; reflejando un incremento frente a los rubros del año 2017 (USD 437,44 y USD 375,00 respectivamente). En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 106,92 para este mes²⁴. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a octubre de 2018, ésta se ubicó en USD 714,31²⁵, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,87% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a septiembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 68,1% se encuentra económicamente activa (8,27 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,4% (66,0% a septiembre de 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,0% (4,1% a septiembre de 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 39,6%, inferior en 0,8% al registrado en septiembre de 2017 (40,4%)²⁶. De manera técnica, las variaciones en las cifras laborales no son estadísticamente significativas, es decir, que los indicadores se mantienen estables en relación a agosto de 2017²⁷. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²⁸.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 24,5% a junio de 2018; el resultado anterior presentó un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 9,0% a junio de 2018, reflejando un incremento de 0,6% en relación a junio de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (14,1%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (4,6%),

²¹ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

²² <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201810.pdf>

²⁴ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²⁵ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Octubre-2018/Boletin_tecnico_10-2018-IPC.pdf

²⁶ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018_Mercado%20Laboral.pdf

²⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/16/nota/7002953/ecuador-cifras-empleo-desempleo-empleo-adecuado-se-mantienen>

²⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

mientras que Cuenca es la que presenta menor tasa de pobreza (2,8%) y menor pobreza extrema (0,2%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde este indicador triplica al obtenido en las ciudades²⁹. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Cabe señalar que, para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en el mes de junio de 2018 se ubicaron en USD 84,72 y USD 47,74 mensuales por persona respectivamente³⁰.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,32% para noviembre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,47%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,15%³¹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda³².

El flujo de **remesas** que ingresó al país el II trimestre de 2018 totalizó USD 767,31 millones, cifra superior en 7,31% con respecto al I trimestre de este año y mayor en 9,79% en relación al II trimestre del 2017. El incremento se atribuye de manera especial al crecimiento y dinamismo de la economía estadounidense y por la acentuación de su política migratoria, que presionó a los migrantes a remitir más recursos. Al II trimestre de 2018, el 90,74% del total de remesas recibidas provinieron de Estados Unidos (USD 438,24 millones), España (USD 196,90 millones), Italia (USD 39,08 millones) y México (USD 22,04 millones). Guayas, Azuay y Pichincha concentraron el 64,90% del total de remesas (USD 497,96 millones)³³.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2018 fueron de USD 205,01 millones; monto superior en 8,58% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 188,81 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, transporte, almacenamiento y comunicaciones, industria manufacturera y servicios prestados a empresas. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de México, España, Canadá, Chile, China, Uruguay, Estados Unidos, Francia, y otros³⁴.

Al mes de octubre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.192,7 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,79% superior con respecto a octubre de 2017 (USD 31.205,7 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta septiembre 2018 fue de USD 8.013,3 millones, que equivale al 7,32% del PIB³⁵, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,8% del PIB³⁶, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁷.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 23 de noviembre de 2018 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.758,72 millones.

²⁹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

³⁰ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³² <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³⁵ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.453,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/11/Bolet%C3%A9n-Deuda-P%C3%BAblica-Octubre-2018.pdf>

³⁷ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁸.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la Ley de Fomento Productivo, es el de incentivos tributarios; entre ellos, la exoneración por 15 años del impuesto a la renta a las nuevas inversiones en industrias básicas³⁹. El déficit del presupuesto del Estado entre enero y septiembre de 2018 se redujo en USD 1.664 millones, es decir un 57% en relación al mismo periodo del 2017, lo cual significa que las necesidades de financiamiento del presupuesto general del Estado se reducen. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, se estima alcanzar un déficit global del 4,1% del PIB y un déficit primario del 1,2% para finales del 2018⁴⁰. Además, entre las medidas del Plan de Prosperidad 2018-2021, se cuentan la reducción del subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial⁴¹.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

PRODUCTORA CARTONERA S.A. se constituyó como compañía anónima, mediante Escritura Pública otorgada el 19 de marzo de 1965, ante el Notario Público Cuarto del cantón Guayaquil e inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 24 de marzo de 1965. El plazo de vigencia de la compañía es de 90 años.

El objeto social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. es dedicarse a actividades industriales en el ramo de elaboración de láminas de cartones para la venta o para con ellos fabricar cajas que podrán ser empleadas en la movilización de productos y mercaderías en general. Principalmente, fabrica cajas de cartón corrugado para productos de exportación, como el banano y las flores.

En 1980 la compañía inició su participación como parte de Standard Fruit Company, con la producción de cajas para exportación de banano bajo la marca DOLE, que es la más grande compañía a nivel mundial en la producción y comercialización de frutas y vegetales frescos. En 1994 la multinacional DOLE adquiere la totalidad del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., con lo cual la empresa incrementó su volumen de ventas.

En 2009 DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias. La empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. adquirió el 100% del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., proyectándose como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. pertenece al Grupo SURPAPEL, el cual está integrado, además, por las compañías: Comercializadora de Papeles y Cartones SURPAPEL S.A., INCARPALM Industria Cartonera Palmar S.A., SURPAPEL CORP S.A., Soluciones de Empaques SDE S.A. y REPAPERS Reciclaje del Ecuador S.A.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. se ha consolidado como una de las principales firmas cartoneras en el mercado local abasteciendo a importantes compañías exportadoras del país.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. produce cajas de cartón corrugado para la protección y embalaje de productos. La compañía es líder a nivel nacional en este mercado, y sus productos están destinados principalmente a los segmentos presentados a continuación, de los cuales a octubre 2018 un 56,94% de los ingresos se concentraron en la línea de exportación, un 37,03% en la línea Doméstico o Industria y el restante 6,04% en otros ingresos:

CUADRO 10: SEGMENTOS DE MERCADO

Mercado	Segmento
Exportador	BANANERO
	DOLE
Doméstico	ACEITE/JABON

³⁸ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

⁴⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/deficit-fiscal-baja-enero-septiembre.html>

⁴¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

	ALIMENTOS
	ATÚN/PESCA/CAMARÓN
	CONVERTIDORES
	FLORICULTOR
	VIARIOS
Otras	DKL (desperdicios)
	PLANCHAS / LÁMINAS

Fuente: POP / Elaboración: Class International Rating

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A., al 31 de octubre de 2018, ascendió a USD 27,56 millones, monto que está constituido por 13.779.483 acciones con un valor nominal de USD 2,00 cada una.

CUADRO 11: ACCIONISTAS

Nombre	Participación	Nacionalidad
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	74,98%	Ecuatoriana
International Packaging Systems (Procarsa) B.V.	20,00%	Holandesa
Illingworth Guerrero Oscar	5,02%	Ecuatoriana
Total	100%	

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a su administración y de acuerdo al organigrama, PRODUCTORA CARTONERA S.A. está encabezada por la Junta de Accionistas, seguida por la Junta Directiva, el Presidente, el Gerente General y el Vicepresidente, más las diferentes áreas conforme se aprecia a continuación:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA



Fuente / Elaboración: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

La trayectoria y el reconocimiento de PRODUCTORA CARTONERA S.A. en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan a continuación:

CUADRO 12: JUNTA DIRECTIVA

Nombre	Cargo
Oscar Antonio Illingworth Guerrero	Director
Cecilia Sierra Morán	Director – Vicepresidente

CUADRO 13: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Christian Andrés Palacios Manzano	Presidente
Cecilia Sierra Morán	Vicepresidente

Damián Baeza García	Director – Secretario
Christian Palacios Manzano	Director – Presidente
Pedro Antonio Huerta Barros	Director
José Anuar Millán Abadía	Director

Damián Baeza García	Gerente General
Martha Castro Game	Líder de SIMA
Nelly Solís	Gerente de RR.HH.
Christian Palacios Manzano	Gerente Financiero
Carlos Condo	Contralor
Luis Jijón	Gerente de Planta
N.N	Gerente Comercial

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

El fuerte compromiso de PRODUCTORA CARTONERA S.A. con el concepto de Gobierno Corporativo, le ha hecho acreedora del reconocimiento como una de las empresas con mejores prácticas en el Ecuador. La Junta Directiva constituye una fortaleza para la Gobernabilidad de la compañía, en la medida que se han definido reglas claras y políticas que orientan a un funcionamiento eficiente.

Las políticas de Buen Gobierno Corporativo se centran, principalmente en la toma de decisiones, además de distintas políticas tales como organizacionales, tecnológicas, comerciales, financieras, administrativas, de auditoría, entre otras, mismas que son establecidas en base a lo determinado por el Grupo SURPAPEL.

La iniciativa de identificar y establecer políticas, tiene además la finalidad de permitir a sus integrantes, ejecutivos y trabajadores, encausar sus aspiraciones y fomentar el trabajo en equipo, de tal forma, que se integren y coordinen los esfuerzos de todas las áreas de las compañías que conforman el Grupo en una misma dirección, dentro de un marco de confianza, que es fundamental para cumplir los objetivos de la administración. Los sistemas organizativos modernos y el mejoramiento de los procesos internos son extremadamente importantes para que la empresa incremente sus niveles de productividad, eficiencia y eficacia en su gestión.

Dentro de las principales políticas del Grupo se pueden mencionar las siguientes: Política de Regulación Interna, de Plan de Carrera Empresarial, de Relaciones Públicas, Políticas Tecnológicas, de Seguridad de Información, Comerciales, Política de Atención y Servicio al Cliente, Política de Mercadeo, Política Regulatoria, entre otras.

Empleados

Al 31 de octubre de 2018, PRODUCTORA CARTONERA S.A. empleó 526 personas (489 en agosto de 2018), donde se aprecia el mayor aporte de personal en la sección Planta, seguido de lejos por Administración. El 82,13% de los empleados tienen contrato a plazo fijo y el restante 17,87% corresponde a contratos a menos de un año.

Es relevante indicar que los empleados de la compañía no han conformado Sindicato o Comité de empresa alguno, que pudieran afectar sus operaciones normales.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 14: VINCULADAS POR ADMINISTRACIÓN

Nombre	Cargo en PROCARSA	Empresa Vinculada por Administración	
		Empresa	Cargo
Damián Baeza García	Gerente General	Giece S.A.	Representante Legal
José Anuar Millán Abadía	Director	Recicladores Industriales del Ecuador Recindor S.A.	Representante Legal
		In Car Palm Industria Cartonera Palmar S.A.	Representante Legal
		Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	Representante Legal
		Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Representante Legal
		Centro de Acopio Acoprodu S.A.	Representante Legal

		Stup S.A.	Representante Legal
		Selap S.A.	Representante Legal
		Surgalare S.A.	Representante Legal
		Atavico S.A.	Representante Legal
		Costablue S.A.	Representante Legal
		Serialcorp S.A.	Representante Legal
		Ameriwork (Estado: Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM)	Representante Legal
		Tradelysa S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM)	Representante Legal
Cecilia Sierra Morán	Vicepresidenta	Gelna S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM)	Representante Legal
		Tilbry S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM)	Representante Legal
		Fornace S.A.	Representante Legal
Oscar Illingworth	Director	Lojoa S.A	Representante Legal
		Lunisol S.A	Representante Legal
		Ilcresa S.A	Representante Legal
		Soluciones de Empaque S.A.	SRL
		Gossenfilm S.A.	SRL

Fuente: PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 15: VINCULADAS POR PROPIEDAD

Nombre	Empresa Vinculada	Capital Invertido	Capital Total de la Cia	Valor Nominal
Oscar Illingworth	Compañía Técnica Nacional TECNAC S.A.	20.000	200.000	100
	Geonal S.A.	1.800	28.000	10
	Lojoa S.A.	7.500	30.000	7.500
	Ferrolsa S.A.	200	800	0,04
	Surpapelcorp S.A.	988.506	25.677.000	1
	Soluciones de Empaques SDE S.A.	160	800	1
José Millán	Stup S.A.	1	800	1
	Ataviaco S.A.	5.001	5.800	1
	Lamisurp S.A.	1	800	1
	Innovative Management S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac.)	400	800	1
Cecilia Sierra Morán	Fornance S.A.	392	800	1
	Gelna S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM)	799,96	800	0,04
	Tilbry S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM)	200	800	0,00
	Brisatel S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac. Oficio Insc. en RM)	800	800	0,00
	PTJ Pleitos Judiciales S.A. (Estado: Disoluc. Liquidac.)	100	200	0,04

Fuente: PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 16: PARTICIPACION EN EL CAPITAL EN OTRAS SOCIEDADES

Empresas	Sector	% Participación - Capital
ESCOBAR RUIZ CIA.LTDA.	Mercantil	45%
HIDROALTO GENERACION DE ENERGIA S.A.	Mercantil	0.0040%

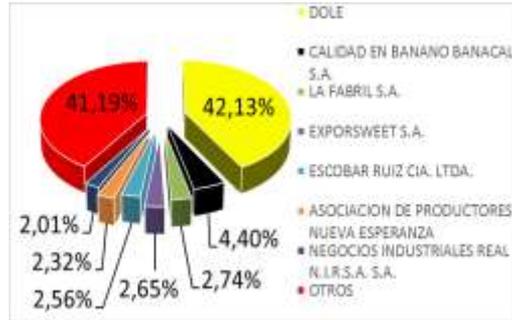
Fuente: PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA. / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

PRODUCTORA CARTONERA S.A. posee una gran variedad de clientes dentro de su portafolio, entre los cuales se encuentran bananeras, florícolas, marisqueras, entre otras; sin embargo, existe un cliente principal en el que se concentra cerca del 42,13% a octubre de 2018 (40,47% diciembre 2017) de los ingresos acumulados de la empresa (DOLE FOOD COMPANY, una corporación internacional, con la cual tiene un contrato hasta 2019). Sin embargo, tiene una cláusula de renovación opcional por un período adicional de 5 años.

GRÁFICOS 5: CLIENTES A OCTUBRE 2018



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

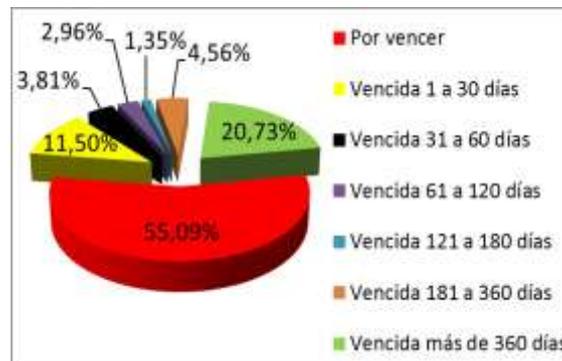
La política de crédito del grupo declara como su objetivo analizar la situación financiera y el riesgo de cada cliente, clasificándolos en el tipo de línea de crédito al que pueden acceder, los montos y plazos máximos de línea, las garantías a exigir, así como los resguardos y seguros a tomar para cubrir situaciones de riesgo. Estas atribuciones sólo caen en el comité de crédito que actuará en forma centralizada, asignando líneas a cada una de las filiales, las que podrán ser intercambiadas con la autorización de los respectivos gerentes.

El análisis de las cuentas por cobrar a clientes, sin considerar las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera se ha mantenido relativamente estable durante el periodo de análisis; es así que la cartera por vencer en 2016 representó el 45,23% de la cartera total, en 2017 aumentó al 52,68%, y se incrementó ligeramente a 55,09% en octubre de 2018; mientras que la cartera vencida fue de 44,91% para este último periodo, siendo la cartera vencida a más de 360 días la más representativa con el 20,73% de la cartera total. Cabe mencionar que, si bien se observa una leve recuperación en la cartera por vencer para este periodo, la toma de acción inmediata por la empresa es importante para fortalecer la gestión de cobranza y evitar un mayor riesgo de incobrabilidad.

En función de lo anterior, se debe indicar que la Administración de la compañía restructuró el área de cobranzas con miras a agilizar su proceso de cobranza, no obstante, considerando que la probabilidad de no pago es alta, especialmente para la cartera vencida más de 360 días, PRODUCTORA CARTONERA S.A., incrementó el rubro de provisiones de USD 5,00 millones (USD 5,34 millones a octubre de 2018).

Finalmente, dentro de las estrategias de la compañía para mejorar los resultados de su cartera se encuentra, el potenciar la línea Doméstica, lo cual impactaría de manera positiva sobre las ventas y sobre la cartera comercial, pues las condiciones de cobro a este sector son menos flexibles que las del mercado bananero, pues sus plazos máximos de pago no excederían los 90 días.

GRÁFICO 6: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA A OCTUBRE DE 2018



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

PRODUCTORA CARTONERA S.A. trabaja con una diversidad de empresas, tanto locales como del exterior, las mismas que le suministran los elementos requeridos para el normal desarrollo del negocio, principalmente en el abastecimiento de materias primas como papel, tintas, almidón, resinas, químicos, goma, entre otros.

La principal materia prima que utiliza la empresa en sus procesos es el papel, para cuyo abastecimiento cuenta con varios proveedores. Durante el año 2017 la empresa registró varios proveedores de papel, tanto nacionales como extranjeros (Estados Unidos, Suecia, Chile, Alemania, entre otros), lo que demuestra claramente que un eventual riesgo de desabastecimiento estaría cubierto.

La compañía maneja una política de pago a sus proveedores que bordea plazos entre 80 y 130 días, lo que le permite mitigar un posible descalce en los plazos de cobro clientes versus pago a proveedores.

El mayor proveedor es la empresa aliada SURPAPEL S.A., que durante el año 2017 abasteció a la empresa con el 34,30% de sus necesidades de materia prima (45,05% a octubre de 2018), en segundo lugar, se ubicó DOLE FRESH FRUIT COMPANY con 32,95% (28,50% a octubre de 2018) de las necesidades de materia prima y en tercer lugar BARNETT CORPORATION con el 24,78% (9,18% a octubre de 2018).



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

La empresa tiene muy buena aceptación con sus proveedores tanto nacionales como del exterior. La política de pagos del grupo establece los parámetros que aseguren el cumplimiento oportuno de las obligaciones económicas contraídas por la empresa a los diferentes proveedores de bienes y servicios.

La política de pagos a proveedores del Grupo SURPAPEL establece que toda contratación que conlleve la adquisición de bienes y/o servicios que utilicen dos o más compañías que conforman el Grupo, deberá ser instrumentada a través de un contrato marco mediante el cual se establezcan los productos y/o servicios así como el valor y forma de pago, en condiciones más favorables que las que se hubieren obtenido en una contratación individual por cada compañía, contrato marco que deberá ser aprobado por el Directorio de cada compañía.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Política de Precios

Las políticas comerciales del Grupo SURPAPEL establecen que, con el objeto de mantener competitivo al Grupo frente a la competencia, la Administración presentará para aprobación del Directorio los precios y porcentaje de descuentos para los distintos segmentos de mercado que ofrece la compañía en función del mercado, siempre y cuando se asegure una adecuada rentabilidad para el Grupo.

Política de Financiamiento

La política de endeudamiento del Grupo SURPAPEL establece las limitaciones que tienen los Representantes Legales y/o administradores de cada compañía del Grupo para contraer obligaciones de crédito y otorgar las

garantías reales que fueren requeridas, sin perjuicio de lo establecido en esta materia por el Estatuto Social de cada compañía y la Ley de Compañías vigente.

Esta política establece principalmente que el endeudamiento de cada compañía para capital de trabajo no puede superar el 30% de sus activos, y el endeudamiento para proyectos de inversión o sustitución de pasivos de corto plazo, siempre será de largo plazo.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. históricamente (2014–2017) ha fondeado sus actividades principalmente con recursos de terceros, con un promedio del 72,37% de participación sobre el financiamiento de activos, determinando además que dentro de los pasivos, la deuda financiera y las cuentas por pagar a proveedores tienen la mayor relevancia.

Al 31 de octubre de 2018, la deuda financiera fondeó el 30,38% de los activos, determinando que un 21,03% de los activos fue financiado mediante deuda con costo de corto plazo y el restante 9,36% al largo plazo.

La deuda financiera, estuvo constituida por créditos con instituciones bancarias y financieras, Emisiones vigentes en el Mercado de Valores, Cartas de Crédito, Facturas Electrónicas Comercial Negociables y Sobregiros Bancarios. Cabe mencionar que las facturas comerciales que mantiene la empresa son con SPC e INDUGEM.

GRÁFICO 8: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA A OCTUBRE DE 2018



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones

La Administración de PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha centrado sus políticas de inversión en el mejoramiento continuo de los procesos que intervienen en la planta industrial, por lo que la compañía cuenta con un plan de inversión anual que se encuentra sustentado en los siguientes aspectos:

- Reestructuración del proceso productivo de todas sus líneas de productos, reducción de tiempos, mejoramiento continuo de las capacidades y programación de producción, lo que le ha permitido incrementar su producción y atender a mayor número de clientes.
- Enfoque a productos de valor agregado con mayores márgenes de rentabilidad, mejorando calidad y servicio
- Investigaciones de mercado enfocadas en nichos comerciales en donde la compañía podría incurrir.
- Inversiones que potencien el nivel de ventas de los productos existentes o aumenten la capacidad de producción, con el fin de atender la demanda e impulsar el desarrollo de su línea Industrial o doméstica.

Adicionalmente, dentro de las políticas financieras del Grupo SURPAPEL se establece que las inversiones deben estar priorizadas de la siguiente manera:

- Inversiones que no pueden ser diferidas y que son necesarias, por seguridad, medio ambiente y para mantener la operación de la empresa.
- Inversiones en proyectos en ejecución.
- Inversiones que incrementan la eficiencia de las instalaciones ya existentes y disminuyen los costos.
- Inversiones para la expansión o adquisición de nuevas líneas de valor agregado.
- Inversiones dirigidas a la reducción real de gastos.

Responsabilidad Social y Ambiental

La Fundación Benéfica Acción Solidaria desarrolla el proyecto de responsabilidad social de las empresas SURPAPEL CORP S.A. y PRODUCTORA CARTONERA S.A. en la ciudadela "Brisas de Procarsa", ubicada en el Km. 6,5 de la vía Durán -Tambo. El proyecto realizó una prolífica que incluyó los siguientes programas y actividades:

- Programa de integración y participación comunitaria.
- Programa de vacaciones útiles para niños y jóvenes de la comunidad.
- Escuela de Fútbol "Brisas de Procarsa".
- Celebración del Día de la Madre.
- Programa de Organización y Liderazgo Comunitario.
- Mantenimiento del Centro Comunitario.
- Programa de Asesoría Legal al Comité Provisional para nueva Vida Jurídica de la "Asociación de Moradores Brisas de Procarsa".
- Trabajo coordinado con la Alcaldía de Durán y el Defensor del Pueblo sobre la vía alterna al tráfico pesado que circula en las comunidades, para descongestionar las calles de las ciudadelas y disminuir significativamente los cimbrones que afectan las estructuras de las casas.
- Programa de medio ambiente y áreas recreativas.
- Campaña de jornada médica para adultos mayores de la Cooperativa "Brisas de Procarsa".
- Entre otros.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Agricultura, el Ministerio de Salud Pública, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual e incluso la Defensoría del Pueblo, entre otras.

Por otro lado, se debe añadir que PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con certificaciones de calidad, siendo una de las primeras empresas del Ecuador en obtener Certificación ISO, contando actualmente con la recertificación ISO 9001:2008. Adicionalmente, PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con Certificación BASC (Business Alliance for Secure Commerce); y se encuentra realizando procesos como TPM (Mantenimiento Productivo Total), Planeación Estratégica y BPM (Buenas Prácticas de Manufactura).

Riesgo Legal

Según información remitida por PRODUCTORA CARTONERA S.A., la empresa mantiene un proceso judicial en su contra por una cuantía aproximada de USD 3.717,36, por indemnización laboral. El proceso se encuentra declarado sin lugar por prescripción de la acción.

Liquidez de los títulos

Al ser una calificación inicial de la Séptima Emisión de Obligaciones de PRODUCTORA CARTONERA S.A., todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, la que será analizada en las siguientes revisiones.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con varios procesos autorizados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, los mismos que se detallan a continuación:

CUADRO 17: EMISIONES REALIZADAS POR PRODUCTORA CARTONERA S.A. A OCTUBRE DE 2018 (USD)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
VI Obligación a largo plazo	2018	SCVS.INMV.DNAR.2018.00005091	5.000.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00
IV Obligación de papel comercial	2018	SCVS.INMV.DNAR.2018.00005092	15.000.000,00	15.000.000,00	15.000.000,00
V Obligación a largo plazo	2017	SCVS-INMV-DNAR-2017-00024848	7.000.000,00	7.000.000,00	5.875.000,00

IV Obligación a largo plazo	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0006411	7.000.000,00	7.000.000,00	1.250.000,00
III Obligación de papel comercial	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0003862	10.000.000,00	10.000.000,00	CANCELADA
II Obligación de papel comercial	2014	SCV.INMV.DNAR.14.29326	10.000.000,00	10.000.000,00	CANCELADA
III Obligación a largo plazo	2013	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.13.5902	10.000.000,00	10.000.000,00	CANCELADA
II Obligación a largo plazo	2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.5820	5.000.000,00	5.000.000,00	CANCELADA
I Obligación de papel comercial	2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.5823	10.000.000,00	10.000.000,00	CANCELADA
I Obligación a largo plazo	2010	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.10.6384	25.000.000,00	25.000.000,00	CANCELADA

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Sin embargo, al ser esta una calificación inicial de la presente emisión, todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la presencia bursátil de los títulos, por lo que será analizado en la siguiente revisión.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

Mediante Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de fecha 31 de octubre del 2018 se resolvió, designar como Gerente General de la compañía, por el periodo estatutario de 5 años a Damián Baeza García.

Situación del Sector

El sector de papel y cartonero ha aumentado su nivel tanto de exportaciones como de importaciones a nivel mundial en los últimos años. A escala global, la fabricación de pasta, papel y derivados del papel alcanza cifras que sitúan a esta industria entre las más grandes del mundo. Según Trademap - ITC, los principales países exportadores de estos productos son: Alemania con el 12,6%, China con 11,1% y EE.UU. con 9,8%.

En el proceso de transformación del embalaje, la industria papelera está viendo la manera en que su materia prima se está introduciendo en productos que hasta hace muy poco tiempo eran de dominio exclusivo de los derivados del plástico. Por ejemplo, son cada vez más numerosos los supermercados en el mundo que vienen sustituyendo las tradicionales bolsas de plástico de la compra por otras de papel que presentan como principal característica que son 100% biodegradables y que además son reciclables. La mayor conciencia ecológica de la sociedad está propiciando una creciente demanda del uso de productos biodegradables y reciclables.

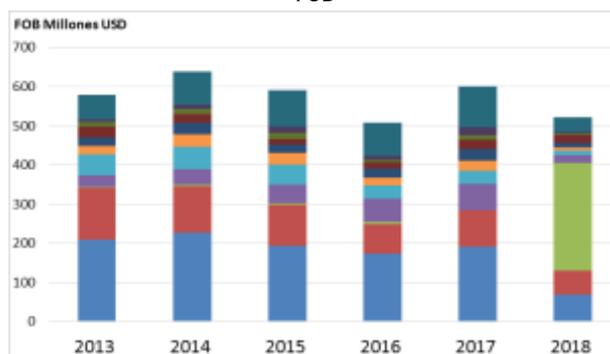
El sector papelero y cartonero ha sufrido una caída en estos últimos 10 años. Esto se debe a que la tecnología y el cuidado al medio ambiente han ganado terreno, afectando así a países que se dedicaban a esta actividad. Además, cada vez las instituciones públicas y privadas prefieren los medios electrónicos antes que el papel para la realización de trámites. No obstante su importancia sigue presente en distintas áreas. Por ejemplo, el auge del comercio en línea, que requiere gran cantidad de papel y cartón para el envío, y la gran presión ecologista de reemplazar o disminuir el consumo del plástico de un solo uso, han permitido que esta materia prima se introduzca en el mercado que estaba dominado por la industria plástica. Esto se debe a que el papel y el cartón son reciclables y completamente biodegradables⁴².

⁴² <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=11191>

Una de las grandes ventajas del papel, como se ha comentado anteriormente, es que es un material que se puede reciclar y este reciclaje alcanza cuotas bastante elevadas en países como Alemania, Francia o España en donde se recicla aproximadamente el 70% del papel que se consume.⁴³

La industria de papel y cartón es protagonista en la economía ecuatoriana, sus derivados tienen gran participación en la vida diaria de la población y su encadenamiento es vital para actividades por la variedad de productos que ofrece. Además, según datos de ENEMDU generó alrededor de 13.064 plazas de trabajo en 2017. Las importaciones de Ecuador provienen de Colombia, Chile, Brasil entre otros, a continuación un detalle:

GRÁFICO 9: IMPORTACIONES PAPEL Y CARTÓN; MANUFACTURAS DE PASTA DE CELULOSA, DE PAPEL O CARTÓN - MENSUAL FOB



Fuente: COMEX/ Elaboración: Class International Rating.

El Grupo SURPAPEL desarrolla sus actividades principalmente atendiendo al mercado de cartón corrugado, y está integrada verticalmente en la producción de papel. El Grupo cuenta con las dos empresas locales más grandes productoras de cartón corrugado (PROCARSA e INCARPALM), lo que le permite cubrir el 40% de la cuota de mercado. Además, SURPAPELCORP S.A. constituye la planta industrial más moderna del país en fabricación de papel reciclado para corrugar, lo que le permite abastecer el mercado industrial nacional e internacional.

A nivel mundial, en los últimos años, el consumo de papel y cartón ha tenido un incremento lento y constante por los diferentes usos que tiene el material, al igual que por el bajo costo del mismo y el alto beneficio que provee. Los productores más significativos de cartón y papel son Estados Unidos, Guatemala, Panamá y Colombia; mientras que los consumidores más significativos se encuentran en Norte América y Europa Occidental. La industria alimenticia especialmente en el sector de alimentos y bebidas, son los mayores consumidores de los envases de cartón. El commodity de la celulosa no existe una bolsa de valores donde se transe el producto y se establezca un precio de mercado, por lo que la volatilidad y la naturaleza cíclica de los precios es una característica permanente de este insumo.

GRÁFICO 10: ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR PARA PULPA, PAPEL Y AFINES: PAPEL (índice 1982=100)



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED) / Elaboración: Class International Rating S.A.

En cuanto a las barreras de entrada que presenta la industria, se pueden identificar como las más representativas a las siguientes:

⁴³ <https://www.forbes.com.mx/el-resurgir-de-la-industria-papelera-en-el-mundo/>

- Economías de escala, los volúmenes de producción impactan en la eficiencia de una planta corrugadora.
- Alta inversión inicial, para instalar una planta corrugadora se requiere de un gran capital para operar eficientemente; altos costos para la adquisición de maquinarias (corrugador e imprentas).
- Acceso limitado a proveedores de papel local.
- Falta de experiencia en la industria.

Mientras que sus Barreras de Salida serían las siguientes:

- Activos altamente especializados poco liquidables.
- Gran cantidad de regulaciones laborales, que suponen un alto coste para la empresa (indemnizaciones).
- Compromisos de largo plazo con clientes o proveedores.

Expectativas

De forma general, el sector cartonero se ha mantenido estable y ha presentado una tendencia creciente, así como una constante evolución, situación que se espera continúe. Las empresas nacionales se favorecen, sobre todo por el impulso y apoyo que brinda el Gobierno a la producción nacional.

El cartón corrugado se presenta como el material del futuro en lo que a embalaje se refiere, dejando de lado a otros materiales. Los bajos costos del cartón combinados con su capacidad de reciclaje, peso ligero y fácil manejo, son los componentes que le permiten tener una buena expectativa al mercado.

Cabe mencionar que dos nuevos elementos la están revitalizando de forma inesperada el sector del papel y cartón a nivel mundial: i) El primero de ellos ha sido el auge del comercio online que ha multiplicado de forma notable el número de embalajes en papel y cartón a lo largo del planeta, ii) El segundo, ha sido la presión ecologista que incita a la sustitución de gran parte de los embalajes de plástico que la industria viene utilizando por otros más respetuosos con el medio ambiente.

Es importante mencionar que la continua expansión del mercado de compras electrónicas impulsará el requerimiento para cajas de cartón en el cumplimiento de sus ventas. La industria cartonera también se verá impulsada por el aumento en la demanda de comida y de bienes duraderos. El incremento del gasto en construcción estimulará la demanda de bienes y materiales (embalajes relacionados) que se utilizan en la construcción. Adicionalmente, se prevé oportunidades para el embalaje de caja de cartón corrugado por menor, dado que es exigido en mayor cantidad por minoristas como un medio de controlar los costos de mano de obra.

Posición Competitiva de la Empresa

Dentro del mercado ecuatoriano de cartoneras y papeleras existe un sin número de competencia. No obstante, existen ocho empresas que captan prácticamente el 100% del mercado ecuatoriano. En el siguiente cuadro se puede apreciar las empresas y sus porcentajes de participación de mercado tanto en productos de exportación como en productos de uso doméstico, observando además la condición de líder que mantiene el Grupo SURPAPEL con el 36,59% del mercado, posición obtenida principalmente por el mercado de exportación, donde se impone con el 43,51%.

CUADRO 18: PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO ECUATORIANO DE CARTONERAS Y PAPELERAS

CARTONERAS	% Exportación	% Doméstico	% Total
GRUPO SURPAPEL	43,51%	19,08%	36,59%
CARTONES NACIONALES S.A.I. CARTOPEL	21,51%	32,31%	24,56%
GRUPASA GRUPO PAPELERO S.A.	18,33%	18,52%	18,38%
PAPELERA NACIONAL S.A.	8,16%	9,11%	8,43%
INDUSTRIA CARTONERA ECUATORIANA S.A.	5,95%	2,34%	4,93%
CORRUGADORA NACIONAL CRANSA S.A.	1,65%	10,71%	4,21%
CARTORAMA C.A.	0,90%	5,85%	2,30%
INCASA	0,00%	2,09%	0,59%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

La empresa tiene fuertes ventajas competitivas que le permiten mantener su liderazgo en el sector cartonero, una de ellas es la calidad de su servicio, con entregas a tiempo de los pedidos que procesa para sus clientes.

Otra de sus ventajas ha sido la diferenciación del producto, pues a través de programas específicos se desarrollan modelos de cajas, que sirven de medio de empaque confiable a los nuevos productos que los clientes envían a los diferentes mercados. Además, se realizan estudios que permiten maximizar los beneficios en el manejo de estibas, buscando siempre la disminución de costos y optimización de carga en contenedores.

Sumado a esto, y pensando que el desempeño de sus cajas de cartón debe ser sinónimo de seguridad y confianza para sus clientes, PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha incorporado el servicio de Post-Venta, a cargo de un equipo de profesionales que ofrecen soporte técnico, así como la gestión de Ventas en general.

Actualmente una de las principales ventajas de la compañía es contar a nivel corporativo con un molino de papel (SURPAPEL CORP S.A.), el cual provee de bobinas de papel para corrugar, optimizando así sus costos.

Finalmente, por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de PRODUCTORA CARTONERA S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 19: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Cuenta con una máquina corrugadora BHS de tecnología alemana.	Precio de la materia prima volátil.
Servicio especializado y personalizado.	Concentración de ventas en un solo cliente grande.
Grupo de trabajo altamente calificado.	Concentración del 80% de las ventas en un solo sector, el agroindustrial.
Producto terminado de alta calidad.	
Contrato de exclusividad con multinacional DOLE	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Renovar alianzas con INCARPALM para tomar el mercado, al igual que cubrir la demanda nacional y bajar niveles de importación.	Nueva entrada de competidores en la industria.
La modernización tecnológica de los equipos permitirá ser el proveedor con más bajo costo del mercado y con la mejor calidad.	Aumento en los costos de materias primas
Mercado de cajas industriales sin desarrollar.	Aumento de las tarifas de electricidad y combustible.
Acuerdo con la Unión Europea	Contracción de la actividad económica del país

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, entre otros.

El principal riesgo operacional, ligado a las actividades de PRODUCTORA CARTONERA S.A., tiene que ver con los costos de la materia prima: Papel kraft y papel medium. Es por esto que son dos las consideraciones a tomar en cuenta: Alta dependencia de las importaciones y la consolidación de proveedores de papel para corrugar. Por lo mencionado, la compañía mitiga este riesgo a través de su principal proveedor de materias primas, SURPAPEL CORP S.A., empresa relacionada que forma parte del Grupo SURPAPEL, con la que la empresa tiene convenios de abastecimiento y políticas flexibles de pago.

La demanda de cartón corrugado está ligada al desarrollo económico de los sectores productivos del país. Por lo tanto, en un eventual escenario de crisis económica que afecte los niveles de producción de sus principales clientes, la compañía tendría un efecto negativo en los ingresos por ventas. No obstante, las medidas gubernamentales están enfocadas a incentivar las exportaciones no petroleras, como por ejemplo el Draw Back, lo que tendría como efecto el incremento en la demanda de cartón corrugado.

La alta dependencia en los sectores de exportación (empresas exportadoras de banano, camarón, pescado, flores, entre otras), es mitigada mediante acuerdos de exclusividad y contratos anuales con importantes empresas del país, además de poseer una significativa diversificación de clientes en el mercado doméstico y estar trabajando en la diversificación (sector no bananero) y creación de valor de sus productos. Además, las reformas

gubernamentales enfocadas al incentivo de producción nacional orientadas a la sustitución de importaciones, resultan en incremento de la demanda de cartón corrugado.

En cuanto a una posible eventualidad que contemple la pérdida de información electrónica que mantiene la compañía, se debe mencionar que PRODUCTORA CARTONERA S.A. con la finalidad de mitigar este riesgo se maneja conforme dictan las políticas del Grupo SURPAPEL, específicamente en lo relacionado con el Proceso de Gestión de Backups & Restore, que es el proceso que documenta las actividades a realizar por el área de Helpdesk, en lo referente al resguardo y recuperación de la información y que permiten entregar el servicio comprometido con cada unidad de negocio en tiempo y en forma eficiente. Los principales objetivos del proceso son mantener la disponibilidad de la información para el Grupo, y establecer un modelo reusable y escalable para la creación de soluciones de Backup y Restore, independiente del entorno técnico o de consideraciones de las herramientas a utilizar.

De igual manera y para asegurarse ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha suscrito varias pólizas de seguro, entre las que se encuentran incendio todo riesgo, que incluye además rotura de maquinaria, sabotaje, terrorismo y lucro cesante; Responsabilidad civil; Robo; y Transporte interno. Actualmente, las coberturas de las pólizas se encuentran en proceso de renovación; no obstante, mantienen una cobertura extendida hasta el 25 de diciembre de 2018.

PRODUCTORA CARTONERA S.A., contempla el manejo de material inflamable como es el caso del papel, es por esto que sus planes y equipamientos para contingencias se orientan fundamentalmente a la prevención, detección y control de incendios. Adicionalmente, dicho sistema fue ampliado y complementado con equipos y personal adicional, adecuados según las características del molino.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **PRODUCTORA CARTONERA S.A.**, se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, cortados al 31 de octubre de 2017 y 31 de octubre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de la compañía presentaron un comportamiento decreciente hasta el año 2016, puesto que pasaron de USD 127,13 millones en 2014 a USD 103,07 millones en 2016, en parte debido a la caída del consumo interno que afectó directamente las ventas, además del encarecimiento de los productos exportables como consecuencia de la apreciación del dólar, a tal punto que Ecuador dejó de ser el principal exportador de banano del mundo, siendo relegado por países vecinos, como Colombia.

Otros factores que influyeron de manera negativa sobre el comportamiento de los ingresos fue la reducción del precio promedio de sus productos por respuesta a una presión comercial no solo de su principal cliente "DOLE" sino del resto de clientes, quienes en conocimiento de que las materias primas están en niveles bajos, han presionado para que el cartón final reduzca su precio y al ser un mercado competitivo, PRODUCTORA CARTONERA S.A. tuvo que ajustar sus precios para no perder participación de mercado.

Para diciembre 2017, los ingresos de la compañía crecieron en 16,79% con respecto al año anterior, alcanzando USD 120,39 millones, gracias a las negociaciones realizadas con sus clientes sobre los precios de sus dos líneas de negocio, además ha planteado estrategias que le permitan potencializar la línea Doméstica / Industrial.

En los periodos interanuales se observó un crecimiento de 28,98% en los ingresos de la compañía, al pasar de USD 97,39 millones en octubre de 2017 a USD 125,56 millones en octubre de 2018, producto del incremento en ventas a su segmento DOLE; no obstante, las demás líneas también reflejaron un aumento, aunque en menor proporción.

Los costos de ventas presentaron un comportamiento relativamente estable con ligeras fluctuaciones a lo largo del tiempo, ya que pasaron de representar un 86,49% de los ingresos ordinarios en 2014 hasta un 85,15% en 2017 (87,74% en 2016), mismos que incluyen el costo de adquisición de pulpas de papel y sus derivados que constituyen el insumo principal en la elaboración de cartón corrugado. Dicho comportamiento obedece a la estabilidad del precio internacional de los commodities mencionados, además de la integración comercial que mantiene con SURPAPEL CORP S.A. (empresa relacionada).

Por lo mencionado, el margen bruto tuvo una tendencia ligeramente decreciente durante el periodo 2014-2016, pasando de un 13,51% sobre los ingresos a un 12,26%; sin embargo, debido al aumento de las ventas y a la ligera caída en la participación del costo de ventas, para diciembre de 2017 el margen bruto se recupera levemente a 14,85% de las ventas, lo que demuestra una vez más los esfuerzos de la compañía por volver a captar mercado y mantener estables sus costos.

Para octubre de 2018 los costos de ventas representaron el 85,99% de las ventas totales, porcentaje similar al presentado en octubre de 2017 (85,55% de las ventas), lo que a su vez dio lugar a una leve contracción en su margen bruto, pues pasó de 14,45% de los ingresos en octubre de 2017 a un 14,01% de los ingresos en octubre de 2018.

Se debe indicar que los costos de ventas para los periodos interanuales crecieron en términos monetarios debido al alza de los precios de papel a nivel internacional. Según la administración de la compañía, esto será mitigado durante los últimos 3 meses del año aprovechando las temporadas altas de banano y mango, lo cual permitirá absorber el costo fijo.

En cuanto a los gastos operacionales⁴⁴ se debe indicar que mantuvieron poca variabilidad durante el periodo analizado, significando en promedio (2014 - 2017) el 8,37% de los ingresos (7,71% en octubre 2018). No obstante, a pesar de dicha estabilidad, su margen operativo evidenció ciertas fluctuaciones, pues luego de haberse ubicado en 5,51% de las ventas en diciembre de 2014 pasó a un 3,46% en 2016 y un 6,34% en diciembre de 2017 (6,30% en octubre de 2018), comportamiento que obedece a los cambios registrados en su actividad comercial.



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

La representación de los gastos financieros sobre los ingresos, registró un comportamiento relativamente conservador durante el periodo analizado, promediando (2014 – 2017) un 2,90% de los ingresos (3,60% en octubre de 2018).

Luego de descontar el rubro de otros ingresos y egresos (que representaron generalmente menos del 1%), y el pago de impuestos, la compañía generó una utilidad neta en todos los años con excepción del 2015 (pérdida neta por USD 25.000). No obstante, para el año 2016, la utilidad neta de la compañía se recupera, arrojando resultados positivos (2,20% de los ingresos), gracias al incremento de otros ingresos que representaron el 2,44% de los ingresos, mismos que se originaron de la venta de una máquina pre-printer flexográfica a su compañía relacionada Surpapelcorp S.A. Para diciembre de 2017 la utilidad neta registró un valor de USD 2,39 millones (1,99% de los ingresos) rubro superior en 5,20% a lo arrojado en su similar de 2016, en parte gracias a las negociaciones mantenidas con sus clientes y las estrategias para potencializar sus principales líneas.

⁴⁴ Dentro de los gastos operativos se contabiliza la participación de trabajadores en utilidades, por efecto de NIIF.

Para octubre de 2018, se observó un incremento en términos monetarios del 24,18% en su utilidad antes de impuestos, al pasar de USD 2,63 millones en octubre de 2017 (2,70% de los ingresos) a USD 3,27 millones (2,60% de los ingresos) en octubre de 2018, lo que obedece al dinamismo de los ingresos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) presentan un comportamiento variable, debido a los cambios que se produjeron en la utilidad neta. Tal es el caso que, para el año 2015, la compañía no registró rentabilidad alguna, debido a las pérdidas arrojadas para dicho periodo. No obstante, para los años 2016-2017 y los periodos interanuales, la compañía arroja resultados positivos.

CUADRO 20, GRÁFICO 12: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	0,79%	-0,02%	1,69%	1,64%
ROE	2,98%	-0,08%	5,64%	5,65%

Ítem	oct-17	oct-18
ROA	1,79%	2,14%
ROE	6,13%	7,17%



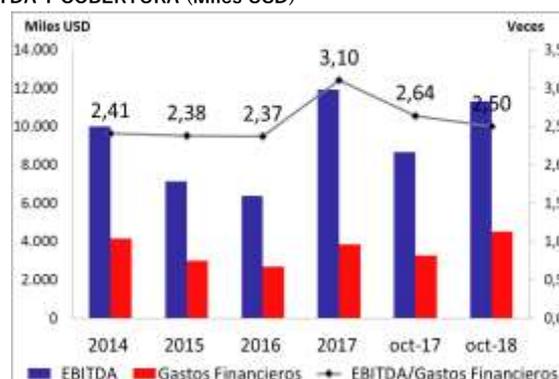
Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional de cada periodo; no obstante, se mantiene en un nivel aceptable sobre la participación de los ingresos, es así que para el año 2014 este rubro significó el 7,86% de los ingresos, mientras que para diciembre de 2016 fue 6,20% y para diciembre de 2017 éste se recupera hasta significar el 9,90% de los ingresos. Esta situación se mantiene en los periodos interanuales, pues luego de representar el 8,90% de los ingresos en octubre de 2017, pasó a 9,01% en octubre de 2018, lo que evidencia la capacidad de generación de flujos propios, mismos que le permiten cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.

CUADRO 21, GRÁFICO 13: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA	9.987	7.151	6.390	11.918
Gastos Financieros	4.145	3.007	2.700	3.845
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,41	2,38	2,37	3,10

Ítem	oct-17	oct-18
EBITDA	8.664	11.308
Gastos Financieros	3.282	4.519
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,64	2,50



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

A partir del año 2014 los activos totales de la compañía presentaron una tendencia creciente, es así que pasaron de USD 117,78 millones en ese año a USD 145,43 millones en 2017 y USD 152,47 millones en octubre de 2018, producto del incremento de la propiedad planta y equipo, pues se revalorizaron varios activos, así como de sus

inventarios, cuentas por cobrar clientes, inventario, inversiones en subsidiarias y efectivo y equivalentes de efectivo.

La estructura de los activos determina una mayor presencia de aquellos de tipo corriente hasta el año 2015, con un promedio anual del 67,23% sobre el total de activos, siendo su principal rubro los inventarios⁴⁵ con el 28,10% en promedio (14,81% en 2017 y 18,72% en octubre de 2018) y las cuentas por cobrar clientes con el 23,02% (20,97% en diciembre de 2017 y 21,21% en octubre de 2018).

A partir del año 2016, cambia su estructura, pues los activos de largo plazo toman relevancia, representando en dicho año el 56,34% del total de activos y el 58,20% a diciembre de 2017 (55,11% a octubre 2018), destacándose la propiedad planta y equipo con el 55,11% sobre el total de activos y el 56,84% a diciembre de 2017 (53,08% a octubre de 2018), producto de la revalorización de activos realizada en 2016, lo cual ratifica el carácter industrial de la compañía.

Dentro de los activos no corrientes se contabilizan las inversiones en subsidiarias, cuyo saldo corresponde a participaciones en acciones que mantiene PRODUCTORA CARTONERA S.A., en ESCOBAR RUIZ CÍA. LTDA., estableciendo entre ambas partes la compraventa de las acciones en USD 1,30 millones. También registra inversiones en Asociadas SPC e Inversiones Locales en Hidroalto Generación de Energía por USD 1,30 millones.

Los activos corrientes incluyen la cuenta Documentos por cobrar, cuyos saldos corresponden principalmente a un préstamo que genera intereses y está garantizado con pagarés, otorgado para capital de trabajo a Cartonera Asociada S.A., cuyo vencimiento fue en diciembre de 2016. Así también mantiene cuentas por cobrar a relacionadas que presentan una clara tendencia decreciente entre los años 2014 al 2017 pasando de 7,23% de los activos en 2014 a 3,05% de los activos en 2017 y 0,81% en octubre de 2018.

La compañía cuenta con un seguro de cartera para precautelar sus cuentas por cobrar, es así que con fecha 04 de junio de 2015, PRODUCTORA CARTONERA S.A. suscribió un convenio con la Compañía Francesa de Seguros para Comercio Exterior COFACE Sucursal Ecuador S.A., para la cobertura de seguro de crédito mediante la suscripción de póliza de seguros donde provee de cobertura de seguro de crédito (hasta 120 días) y de servicios conexos al Asegurado. Esta Póliza es aplicable a las ventas realizadas por la compañía, concernientes a la naturaleza de las actividades mercantiles cubiertas y efectuadas a compradores domiciliados en los países como Ecuador, Colombia, Panamá, con diferentes porcentajes de cobertura según lo estipulado en el convenio. Es importante recalcar que, según información reportada por la compañía, existe una extensión de la cobertura del seguro de COFACE, con vigencia 2018-2019.

Pasivos

Al igual que los activos, los pasivos totales de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron una tendencia creciente a partir del año 2014, es así que pasaron de USD 86,72 millones (73,63% de los activos) en 2014 a USD 103,11 millones (70,90% de los activos) en diciembre de 2017 y USD 106,87 millones (70,10% de los activos) en octubre de 2018, debido al incremento registrado en las obligaciones bancarias y mercado de valores de corto y largo plazo, cuentas por pagar a relacionadas de corto plazo, beneficios sociales y otras cuentas por pagar corrientes.

Se debe acotar que a partir de diciembre de 2016 se evidenció una reestructuración de parte de los pasivos de corto plazo a largo plazo, específicamente en cuentas por pagar a relacionadas y socios; es así que la cuenta pasó de USD 15,37 millones en diciembre de 2015 a USD 0,84 millones en diciembre de 2016 (USD 1,26 millones a diciembre de 2017), generando a cambio un pasivo de largo plazo por USD 12,33 millones en diciembre de 2016 (USD 3,76 millones a diciembre de 2017), es importante mencionar que estos saldos no tienen vencimientos establecidos y no generan intereses.

En su estructura, los pasivos estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, con un promedio anual entre 2014 - 2017 del 50,06% sobre el total de activos (41,75% a diciembre de 2017 y 44,65% a

⁴⁵ Dentro de los inventarios, los valores más altos se registran en materia prima, principalmente papel.

octubre de 2018), siendo el rubro más representativo las obligaciones con costo, que financiaron el 18,86% en diciembre de 2017 (21,03% en octubre de 2018), a ésta le sigue la cuenta por pagar a proveedores, que a diciembre de 2017 financió el 16,26% de los activos (15,04% a octubre de 2018).

Los principales proveedores son aquellos que abastecen a la compañía de su principal materia prima que es papel, de los cuales PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con una cartera interesante constituida por varias empresas nacionales y extranjeras.

Por su parte, los pasivos no corrientes financiaron el 29,15% de los activos a diciembre de 2017 (25,45% en octubre de 2018), el cual estuvo representado en mayor medida por las obligaciones bancarias y mercado de valores, además de sus cuentas y documentos por pagar a proveedores.

Como ya se mencionó la deuda financiera (corto y largo plazo) fue una de las cuentas más representativas dentro del financiamiento de los activos, pues a diciembre de 2017 fondeó el 20,59% de los activos, mientras que a octubre de 2018 lo hizo en un 30,38%, siendo la deuda de corto plazo la que lo hizo en mayor proporción.

La deuda financiera, estuvo constituida por créditos concedidos por instituciones bancarias y financieras, emisiones vigentes en el Mercado de Valores, cartas de crédito, Facturas Comerciales negociables, sobregiros bancarios, entre otras.

Patrimonio

La compañía presenta un moderado respaldo por parte de su patrimonio, puesto que en el periodo analizado (2014-2017) financió en promedio el 27,63% de los activos totales, alcanzando a diciembre de 2017 un valor de USD 42,33 millones (financiando el 29,10% del total de activos), mientras que a octubre de 2018 este ascendió a USD 45,59 millones (financiando el 29,90% del total de activos), producto del incremento de sus resultados acumulados y de su utilidad neta.

Con respecto a su estructura, se debe indicar que históricamente los rubros más representativos fueron el capital social y los resultados acumulados, es así que a diciembre de 2017 financiaron el 18,95% y el 5,60% de los activos respectivamente (18,08% y el 6,91% en octubre de 2018). Cabe señalar, que el capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en USD 27,56 millones.

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados son superiores o iguales uno, ubicándose al 31 de diciembre de 2017 en 1,00 vez y en 1,01 veces al 31 de octubre de 2018, lo que evidencia que mantiene al mínimo recursos líquidos improductivos.

CUADRO 22, GRÁFICO 14: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	76.925	85.203	58.716	60.788
Pasivo Corriente	58.900	80.630	57.906	60.711
Razón Circulante (veces)	1,31	1,06	1,01	1,00
Liquidez Inmediata (veces)	0,77	0,58	0,66	0,65

Ítem	oct-17	oct-18
Activo Corriente	64.945	68.437
Pasivo Corriente	64.611	68.075
Razón Circulante (veces)	1,01	1,01
Liquidez Inmediata (veces)	0,63	0,59



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

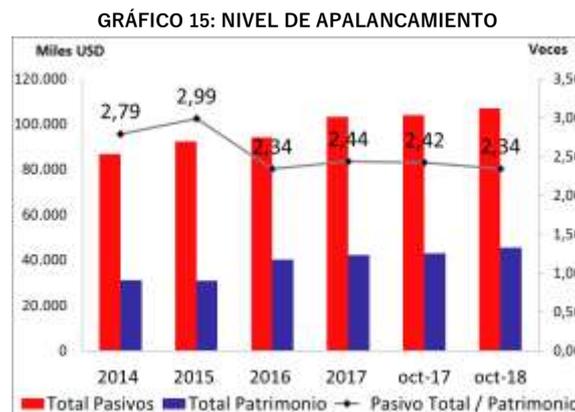
PRODUCTORA CARTONERA S.A. a partir del año 2015 presentó un periodo de cobros decreciente, que pasó de 100 días en ese año a 90 días al cierre de 2017, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en ese lapso de tiempo aproximadamente y constituye un aumento en la eficiencia de la cobranza.

Por otro lado, al referirnos al indicador “Plazo de Proveedores” (periodo de pago a proveedores), se pudo evidenciar que la compañía pagó a sus proveedores en 84 días a diciembre de 2017, determinando que existe un descalce entre el tiempo de cobranza de sus facturas y el pago a sus proveedores, de 6 días a diciembre de 2017.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantiene sus existencias en bodega por un plazo de 77 días a diciembre de 2017 (78 días en 2016), determinando que existe un desfase al restar al plazo de proveedores, el periodo de cobros y la duración de existencias, de 83 días a diciembre de 2017 (74 días en 2016), periodos para los cuales la empresa consiguió financiamiento diferente a proveedores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que durante el periodo 2014-2017 privilegió el financiamiento con fuentes externas, es así que de 2,79 veces registrado en 2014, pasó a 2,44 veces en diciembre de 2017 (2,34 veces en octubre de 2018).



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Entre tanto, el indicador que relaciona el pasivo total con el capital social de la compañía, muestra pequeñas fluctuaciones entre los periodos analizados, pues pasó de 3,15 veces en 2014 a 3,74 veces en diciembre 2017 (3,88 veces a octubre 2018), lo que refleja el movimiento del pasivo, pues el capital social se mantuvo invariable.

Los distintos comportamientos tanto del EBITDA (anualizado) como de los pasivos, determinan que la compañía presente un indicador fluctuante año tras año, pues a diciembre de 2017 registró un periodo de 8,65 años (14,74 años en el año 2016), evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones. Al 31 de octubre de 2018, esta relación se ubicó en 7,34 años.

Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) reflejó que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 2,51 años a diciembre de 2017 (6,01 años a diciembre de 2016). Para octubre de 2018, esta relación creció a 3,18 años.

Contingentes

PRODUCTORA CARTONERA S.A. registra varias operaciones en el sistema financiero como codeudor de una de sus relacionadas, por lo que, podrían generar un riesgo en caso de que el titular de la deuda no cancele sus obligaciones de manera oportuna. Según informa la empresa, todas las operaciones bancarias en las cuales la

empresa es codeudor están aseguradas con garantía reales. Además, SURPAPEL CORP S.A. es una empresa relacionada a PRODUCTORA CARTONERA S.A., por lo tanto, los flujos de pago se gestionan a nivel de grupo para evitar incumplimientos.

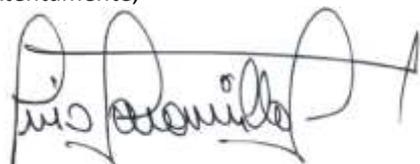
Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁴⁶

Hasta septiembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 47 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 16 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 31 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 279,70 millones, valor que representó 47,19% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,66%, acciones el 0,85% y las titularizaciones el 11,30% del total aprobado hasta el 30 de septiembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 592,82 millones hasta septiembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 52,53%, comercio al por mayor y al por menor reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 31,67%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Ing. Andrea Salazar
Analista

⁴⁶ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)

Cuenta	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.499	1.200	749	691	746	1.334
Cuentas por cobrar clientes	25.671	29.881	25.244	27.708	30.499	32.342
Provisión cuentas incobrables	(889)	(846)	(5.100)	(5.100)	(5.240)	(5.340)
Inventarios	30.874	36.948	19.357	24.371	21.545	28.536
Cuentas por cobrar relacionados	8.519	3.408	7.132	3.464	4.437	1.236
Otros Activos Corrientes	11.251	14.612	11.333	13.811	8.801	10.330
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	76.925	85.203	58.716	64.945	60.788	68.437
Propiedad, planta y equipo neto	38.818	36.561	74.104	80.269	82.667	80.933
Otros Activos No Corrientes	2.032	1.476	1.655	1.653	1.978	3.095
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	40.850	38.037	75.759	81.921	84.645	84.029
TOTAL ACTIVOS	117.775	123.240	134.475	146.866	145.432	152.466
PASIVOS						
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	16.653	25.389	23.204	21.943	27.425	32.059
Proveedores locales y del exterior	29.730	36.434	25.046	34.871	23.642	22.928
Cuentas por pagar relacionadas	9.359	15.371	835	2.205	1.260	4.172
Otros Pasivos Corrientes	3.158	3.436	8.822	5.592	8.384	8.916
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	58.900	80.630	57.906	64.611	60.711	68.075
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	26.224	6.641	5.415	11.497	2.524	14.264
Otros Pasivos No Corrientes	1.597	5.053	30.870	27.844	39.870	24.534
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	27.821	11.694	36.285	39.341	42.394	38.797
Deuda Financiera	42.877	32.030	38.422	37.946	29.949	46.322
Deuda Financiera C/P	16.653	25.389	23.204	26.448	27.425	32.059
Deuda Financiera L/P	26.224	6.641	15.218	11.497	2.524	14.264
TOTAL PASIVOS	86.721	92.324	94.191	103.952	103.105	106.872
PATRIMONIO						
Capital Social	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559
Reservas	1.743	1.836	2.063	4.107	4.232	4.232
Utilidad neta del ejercicio	926	-25	2.272	2.631	2.390	3.267
Resultados acumulados	826	1.546	8.390	8.617	8.146	10.537
TOTAL PATRIMONIO	31.054	30.916	40.284	42.914	42.327	45.594

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
Ventas	127.134	118.412	103.074	97.391	120.385	125.558
Costo de ventas	109.953	104.048	90.437	83.319	102.510	107.966
MARGEN BRUTO	17.181	14.364	12.637	14.072	17.875	17.591
TOTAL GASTOS	10.178	9.674	9.072	8.205	10.241	9.684
UTILIDAD OPERACIONAL	7.003	4.690	3.565	5.866	7.635	7.908
Gastos Financieros	4.145	3.007	2.700	3.282	3.845	4.519
Otros ingresos / egresos netos	(802)	(503)	2.514	46	(350)	(122)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	2.056	1.180	3.379	2.631	3.440	3.267
Impuesto a la Renta (menos)	1.130	1.205	1.107	0	1.049	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	926	(25)	2.272	2.631	2.390	3.267

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
Gastos Operacionales / Ingresos	8,01%	8,17%	8,80%	8,43%	8,51%	7,71%
Utilidad Operacional / Ingresos	5,51%	3,96%	3,46%	6,02%	6,34%	6,30%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,73%	-0,02%	2,20%	2,70%	1,99%	2,60%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	756,26%	-18760,00%	156,91%	222,99%	319,41%	242,06%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	-86,61%	2012,00%	110,65%	1,75%	-14,63%	-3,73%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	447,62%	-12028,00%	118,82%	124,74%	160,87%	138,33%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	2,98%	-0,08%	5,64%	6,13%	5,65%	7,17%
Rentabilidad sobre Activos	0,79%	-0,02%	1,69%	1,79%	1,64%	2,14%
Liquidez						
Razón Corriente	1,31	1,06	1,01	1,01	1,00	1,01
Liquidez Inmediata	0,77	0,58	0,66	0,63	0,65	0,59
Capital de Trabajo	18.025	4.573	809	334	76	363
Capital de Trabajo / Activos Totales	15,30%	3,71%	0,60%	0,23%	0,05%	0,24%
Cobertura						
EBITDA	9.987	7.151	6.390	8.664	11.918	11.308
EBITDA anualizado	9.987	7.151	6.390	8.388	11.918	14.562
Ingresos	127.134	118.412	103.074	97.391	120.385	125.558
Gastos Financieros	4.145	3.007	2.700	3.282	3.845	4.519
EBITDA / Ingresos	7,86%	6,04%	6,20%	8,90%	9,90%	9,01%
EBITDA/Gastos Financieros	2,41	2,38	2,37	2,64	3,10	2,50
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,16	0,15	0,09	0,15	0,25	0,17
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	28,21	24,49	1,32	0,35	0,59	7,80
Gastos de Capital / Depreciación	0,14	0,13	2,18	8,58	5,53	0,55
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,79	2,99	2,34	2,42	2,44	2,34
Activo Total / Capital Social	4,27	4,47	4,88	5,33	5,28	5,53
Pasivo Total / Capital Social	3,15	3,35	3,42	3,77	3,74	3,88
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	4,29	4,48	6,01	4,52	2,51	3,18
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	8,68	12,91	14,74	12,39	8,65	7,34
Deuda Financiera / Pasivo	49,44%	34,69%	40,79%	36,50%	29,05%	43,34%
Deuda Financiera / Patrimonio	138,07%	103,60%	95,38%	88,42%	70,76%	101,60%
Pasivo Total / Activo Total	73,63%	74,91%	70,04%	70,78%	70,90%	70,10%
Capital Social / Activo Total	23,40%	22,36%	20,49%	18,76%	18,95%	18,08%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	26,37%	25,09%	29,96%	29,22%	29,10%	29,90%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	96	100	97	81	90	68
Duración de Existencias (días)	102	130	78	89	77	80
Plazo de Proveedores (días)	99	128	101	127	84	65

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating