

---

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO - PRODUCTORA CARTONERA S.A.

---

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 291/2016, del 14 de noviembre de 2016  
Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2016

Analista: Ing. Andrea Salazar  
[andrea.salazar@classrating.ec](mailto:andrea.salazar@classrating.ec)  
[www.classinternationalrating.com](http://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. 291/2016 del 14 de noviembre de 2016 decidió otorgar la calificación de **"AA" (Doble A)** a la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto de siete millones de dólares (USD 7.000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada a la 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.
- 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.
- PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una de las primeras empresas en el país que ha desarrollado y aplicado sistemas de gestión de calidad, mantiene las certificaciones ISO 9001:2008 y BASC (Business Alliance for

Secure Commerce); adicionalmente, y en miras de mantener procesos de mejora continua, la compañía se encuentra trabajando activamente para obtener las certificaciones TMP (Mantenimiento Productivo Total), Planeación Estratégica, BPM (Buenas Prácticas de Manufactura).

- 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.
- La compañía dispone de sistemas de información, además de una adecuada planificación en su organización, que le permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.
- Los ingresos de la compañía presentaron una tendencia creciente hasta el año 2014. No obstante, a partir del año 2015, los ingresos de la compañía disminuyen en un 6,86% frente a lo reportado en su similar periodo de 2014, lo que estuvo originado en el encarecimiento de productos exportables como consecuencia de la apreciación del dólar a tal punto que Ecuador dejó de ser el principal exportador de banano del mundo, pues fue relegado por países vecinos, como Colombia, además de 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. Al 30 de septiembre de 2016, los ingresos (USD 78,96 millones) reflejaron una disminución del 11,97% con respecto al similar periodo de 2015 (USD 89,70 millones), debido a la caída en ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero.
- Los ingresos alcanzados por PRODUCTORA CARTONERA S.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, por lo que la compañía pudo alcanzar un margen operativo positivo, sin embargo, su tendencia fue decreciente, pues pasó de 6,85% en el 2012 a 5,51% en el año 2014 y un 3,96% para diciembre de 2015, reducción que obedece al mayor peso de los costos y gastos para este último periodo. Para septiembre de 2016, el margen operacional se mantuvo en niveles similares, pues luego de haberse ubicado en un 4,57% sobre los ingresos en septiembre de 2015 pasó a un 4,52% en septiembre de 2016.
- Luego de descontar el rubro de gastos financieros, otros ingresos y egresos y el pago de impuestos, la compañía presentó un margen neto para los periodos 2012 y 2014 (3,48% y 0,73%), mientras que para los años 2013 y 2015, la compañía arrojó pérdidas netas, que representaron el -0,40% y el -0,02% de los ingresos, lo que obedece al incremento del impuesto a la renta, lo cual mermo su resultado final. En septiembre de 2016 la utilidad antes de impuestos representó el 1,07% de los ingresos ordinarios, porcentaje ligeramente inferior al 1,27% de septiembre de 2015, lo que obedece al registro de menores ingresos.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó el mismo comportamiento que la utilidad operacional; sin embargo, en su representación sobre los ingresos presentó variaciones que pasaron de un 9,26% en 2012 hasta un 6,04% en 2015 (6,55% en septiembre de 2016). A pesar de la tendencia general decreciente, se observa que la compañía posee una adecuada capacidad de generación de flujos para hacer frente a sus obligaciones.
- Los activos totales de la compañía presentaron una tendencia decreciente desde USD 149,92 millones en 2012 hasta USD 117,78 millones en 2014, debido principalmente a la desinversión en las acciones de SURPAPEL CORP S.A., y a la disminución en cuentas por cobrar a relacionadas. Para el año 2015 el nivel de activos se recuperó en 4,64%, frente a lo reportado en su similar periodo de 2014, producto del incremento en los activos corrientes, específicamente en inventarios y cuentas por cobrar. Al 30 de septiembre de 2016 el total de los activos decrece frente al de diciembre de 2015 (-8,37%), principalmente por la disminución en los activos corrientes, específicamente en Inventarios, Cuentas por Cobrar relacionadas y Activos por impuestos corrientes.

- Los pasivos totales de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron una tendencia decreciente que pasó de USD 115,40 millones (76,98% de los activos) en 2012 hasta USD 86,72 millones (73,63% de los activos) en 2014, básicamente por la disminución en el saldo de sus obligaciones bancarias así como en otras cuentas por pagar. Al cierre de 2015, la tendencia cambia, y el total de pasivos se incrementa a USD 92,32 millones (74,91% de los activos), básicamente por el incremento en los saldos de proveedores, obligaciones bancarias y cuentas por pagar a relacionadas. Al 30 de septiembre de 2016, los pasivos descendieron 12,09% en relación a diciembre de 2015, hasta ubicarse en USD 81,16 millones, básicamente por el decremento de la deuda financiera.
- En cuanto a la deuda financiera, se debe indicar que al 30 de septiembre de 2016, financió un 27,19% del total de activos (25,99% a diciembre de 2015), siendo la deuda de corto plazo la que lo hizo en mayor medida con el 17,66% (20,60% a diciembre de 2015). La deuda financiera, está constituida por créditos concedidos por instituciones bancarias y las emisiones vigentes en el Mercado de Valores. Las emisiones en el Mercado de Valores, al 30 de septiembre de 2016 representaron el 63,51% de la deuda financiera, los créditos bancarios el 36,49%.
- La compañía presenta un moderado respaldo por parte de su patrimonio, puesto que para diciembre de 2015 alcanzó un valor de USD 30,92 millones (financiando el 25,09% del total de activos), mientras que a septiembre de 2016 este fue de USD 31,76 millones (financiando el 28,13% del total de activos).
- El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en USD 27,56 millones, monto que al 30 de septiembre de 2016 financió un 24,41% de los activos (22,36% a diciembre de 2015).
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que privilegia el uso de fuentes externas, en tal virtud presentó un comportamiento relativamente estable a lo largo de los periodos analizados, al pasar de 3,34 veces en 2012 a 2,99 veces en 2015, lo que va atado a la tendencia demostrada tanto en el pasivo como en el patrimonio. Para septiembre de 2016 el apalancamiento de la compañía se situó en 2,56 veces.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, con excepción del año 2012, superan la unidad, ubicándose al 31 de diciembre de 2015 en 1,06 veces y al 30 de septiembre de 2016 en 1,12 veces, lo que demuestra un eficiente manejo del capital de trabajo y del flujo de efectivo, al mantener al mínimo recursos líquidos improductivos.
- El análisis de las cuentas por cobrar a clientes, sin tomar en cuenta las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera se ha deteriorado a lo largo del periodo analizado; es así que la cartera por vencer en 2014 representó el 50,15% de la cartera total, en 2015 bajó al 39,75% y en septiembre de 2016 significó el 41,56%, mientras que la cartera vencida más de 360 días, en 2014 representó el 11,77% de la cartera total, en 2015 subió al 17,12%, y en septiembre de 2016 alcanzó un 30,95%. Tendencias que sugieren la toma de acción inmediata por parte de la empresa para fortalecer la gestión de cobranza y mejorar la calidad de su cartera.

### Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PRODUCTORA CARTONERA S.A., reunida en Durán el 04 de octubre de 2016, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice una Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de hasta USD 7,00 millones.
- Con fecha 08 de noviembre de 2016, PRODUCTORA CARTONERA S.A. en calidad de Emisor y el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, ante la Notaria Segunda del Cantón Rumiñahui, suscribieron el Contrato de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- La Emisión de Obligaciones se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores (hoy junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), los mismo que se detallan a continuación:
  - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
    - 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 la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, vigente y aplicable sobre esta materia.
- 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 igual o menor a 3,20 veces para el ejercicio 2016, e igual o menor a 3,0 veces en adelante.
  - ✓ Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio menor al 10%.
- Al 30 de septiembre de 2016, PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 69,87 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 55,90 millones, presentando a su vez una cobertura de 7,99 veces sobre el monto de la emisión, lo que determina que el saldo de capital de la emisión (USD 7,00 millones) se encuentra dentro los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero del proceso, 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 numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera) también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- 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. En la actualidad los precios de los commodities se encuentran a la baja en respuesta a los precios del petróleo, 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 numeral 1.8 del Artículo 18, Subsección IV.ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), 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 clientes (sin provisión) e inventarios (materias primas) libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- Un riesgo que podría mermar la calidad de cuentas por cobrar clientes (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.
- El inventario (materias primas) que respalda la emisión, podría verse afectado por eventos externos, ajenos o fuera del control de la compañía, como por ejemplo robo, incendio, catástrofes naturales, atentados u otros similares, sin embargo, con el objetivo de disminuir el impacto de este tipo de riesgos la compañía protege sus inventarios con pólizas de seguros.
- Los inventarios (materias primas) de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de los proveedores tanto nacionales como internacionales.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los materiales y productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de 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,

y en lo que se refiere al inventario (materias primas), presenta un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender principalmente de que la empresa esté normalmente operando.

Según lo establecido en el numeral 1.9 del Artículo 18, Subsección IV.ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), 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 a cuentas por cobrar a vinculadas, sin embargo, la empresa registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a vinculadas por USD 0,48 millones, 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.

### Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la 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 04 de octubre de 2016.
- Escritura de Emisión de Obligaciones a Largo Plazo del 08 de noviembre de 2016.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2012, 2013, 2014 y 2015 de PRODUCTORA CARTONERA S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 30 de septiembre de 2015 y 30 de septiembre de 2016.
- 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 previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible 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 04 de octubre de 2016, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice una Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de hasta USD 7,00 millones.

Con fecha 08 de noviembre de 2016, PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, ante la Notaria Segunda del Cantón Rumiñahui, suscribieron el contrato de Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A., siendo sus características las siguientes:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN**

<b>EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO - PRODUCTORA CARTONERA S.A.</b>				
<b>Emisor</b>	PRODUCTORA CARTONERA S.A.			
<b>Capital a Emitir</b>	7'000.000,00			
<b>Unidad Monetaria</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.			
<b>Obligaciones</b>	Desmaterializadas, por lo cual podrán emitirse por cualquier valor nominal siempre que sea múltiplo de USD 1,00.			
<b>Clase, Monto , Plazo y Tasa</b>	<b>CLASE</b>	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA DE INTERÉS</b>
	A	USD 1.500.000,00	367 días	8,00% fija nominal
	B	USD 1.500.000,00	540 días	8,20% fija nominal
	C	USD 3.000.000,00	720 días	8,35% fija nominal
	D	USD 1.000.000,00	1080 días	8,60% fija nominal
<b>Pago de intereses Clase A</b>	Cada 30 días contados a partir de la fecha de emisión y se calcularán sobre saldos de capital.			
<b>Pago de intereses Clases B , C y D</b>	Cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión y se calcularán sobre saldos de capital.			
<b>Amortización de Capital Clase A y B</b>	Pagado al vencimiento.			
<b>Amortización de Capital Clases C y D</b>	Cada 180 días contados a partir de la fecha de emisión. En cada pago de la clase C se amortizará una cuarta parte del capital de las obligaciones y en cada pago en la clase D se amortizará una sexta parte del capital de las obligaciones.			
<b>Base de cálculo de intereses</b>	30/360, es decir se consideran años de 360 días, 12 meses, con duración de 30 días cada mes.			
<b>Fecha de la Emisión</b>	La fecha en que se realice la primera colocación de cada Clase de la emisión.			
<b>Contrato de Underwriting</b>	El emisor y Mercapital Casa de Valores S.A. suscribieron un contrato de underwriting, bajo la modalidad de mejor esfuerzo.			
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DVC-BCE).			
<b>Garantía</b>	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.			
<b>Tipo de Oferta</b>	Pública.			
<b>Destino de los recursos a captar</b>	50% aproximadamente a Capital de trabajo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos y en un aproximado del 50% a sustitución de pasivos concernientes a deudas mantenidas tanto con el sistema financiero, como con proveedores comerciales.			
<b>Rescates anticipados</b>	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 el artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).
<b>Representante de Obligacionistas</b>	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
<b>Sistema de colocación</b>	Mercado bursátil.
<b>Estructurador Financiero y Legal y Agente Colocador</b>	MERCAPITAL Casa de Valores S.A.
<b>Resguardos de la Emisión (establecidos en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera))</b>	<p>Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (hoy junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera) en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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"> <li>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</li> <li>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.</li> </ul> </li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).</li> </ul>
<b>Limitaciones de Endeudamiento</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio igual o menor a 3,20 veces para el ejercicio 2016, e igual o menor a 3,0 veces en adelante.</li> <li>Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio menor al 10%.</li> </ul>

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, 3, 4 y 5: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)**

CLASE A				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
				1.500.000,00
1	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
2	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
3	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
4	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
5	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
6	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
7	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
8	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
9	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
10	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
11	-	10.000,00	10.000,00	1.500.000,00
12	1.500.000,00	10.000,00	1.510.000,00	-
	<b>1.500.000,00</b>	<b>120.000,00</b>	<b>1.620.000,00</b>	

CLASE B				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
				1.500.000,00
1	-	30.750,00	30.750,00	1.500.000,00
2	-	30.750,00	30.750,00	1.500.000,00
3	-	30.750,00	30.750,00	1.500.000,00
4	-	30.750,00	30.750,00	1.500.000,00
5	-	30.750,00	30.750,00	1.500.000,00
6	1.500.000,00	30.750,00	1.530.750,00	-
	<b>1.500.000,00</b>	<b>184.500,00</b>	<b>1.684.500,00</b>	

CLASE C				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
				3.000.000,00
1	-	62.625,00	62.625,00	3.000.000,00
2	750.000,00	62.625,00	812.625,00	2.250.000,00
3	-	46.968,75	46.968,75	2.250.000,00
4	750.000,00	46.968,75	796.968,75	1.500.000,00
5	-	31.312,50	31.312,50	1.500.000,00
6	750.000,00	31.312,50	781.312,50	750.000,00
7	-	15.656,25	15.656,25	750.000,00
8	750.000,00	15.656,25	765.656,25	-
	<b>3.000.000,00</b>	<b>313.125,00</b>	<b>3.313.125,00</b>	

CLASE D				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
				1.000.000,00
1	-	21.500,00	21.500,00	1.000.000,00
2	166.666,67	21.500,00	188.166,67	833.333,33
3	-	17.916,67	17.916,67	833.333,33
4	166.666,67	17.916,67	184.583,33	666.666,67
5	-	14.333,33	14.333,33	666.666,67
6	166.666,67	14.333,33	181.000,00	500.000,00
7	-	10.750,00	10.750,00	500.000,00
8	166.666,67	10.750,00	177.416,67	333.333,33
9	-	7.166,67	7.166,67	333.333,33
10	166.666,67	7.166,67	173.833,33	166.666,67
11	-	3.583,33	3.583,33	166.666,67

12	166.666,67	3.583,33	170.250,00	-
	1.000.000,00	150.500,00	1.150.500,00	

Fuente: PROCARSA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera) en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, 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, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera)

De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.

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, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).

## 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 igual o menor a 3,20 veces para el ejercicio 2016, e igual o menor a 3,0 veces en adelante.
- Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio 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 **semestrales** correspondientes a **junio 30 y diciembre 31 de cada año**.

El seguimiento de los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez que los valores estén en circulación. Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Pasado este tiempo y en caso de persistir dicho desfase el Representante de los Obligacionistas convocará a Asamblea para que sea este órgano quien resuelva respecto de la medidas a tomar, pudiendo dicha resolución ser el rescate anticipado.

## Compromisos Adicionales

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Gerente General y el Vicepresidente 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.
- Mantener una relación entre el endeudamiento financiero y la generación de flujo propio que le permita continuidad y crecimiento al negocio.

## 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 30 de septiembre de 2016, PRODUCTORA CARTONERA S.A., estuvo conformada por un total de activos de USD 112,92 millones, de los cuales el 80,30% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

**CUADRO 6: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (SEPTIEMBRE 2016)**

Activos	Libres	%
Disponibles	1.603.416	1,77%
Exigibles	34.886.312	38,48%
Realizables	31.824.730	35,10%
Propiedad Planta y Equipo	16.085.714	17,74%
Otros activos	6.271.415	6,92%
<b>TOTAL</b>	<b>90.671.586</b>	<b>100,00%</b>

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 30 de septiembre de 2016, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13 de la Sección I, del Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el C.N.V., 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 registro especial para valores no inscritos – REVNI; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados

regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias<sup>1</sup>.

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 de la Sección I, del Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el C.N.V.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre de 2016, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 69,87 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 55,90 millones determinando que el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

**CUADRO 7: CÁLCULO DEL 80% ACTIVOS LIBRES DE TODO GRAVAMEN LA COMPAÑÍA (Septiembre 2016)**

Descripción	USD
Total Activos	112.922.714
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	-
(-) Activos Gravados (USD)	22.251.128
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>2</sup> (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	19.501.083
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan <sup>3</sup> (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios <sup>4</sup> (USD)	-
(-) Saldo de REVNI (USD)	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>5</sup> (USD)	1.300.000
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)</b>	<b>69.870.503</b>
<b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>	<b>55.896.402</b>
Capital Cuarta Emisión de Papel Comercial	7.000.000
<b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>9,98</b>
<b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>7,99</b>

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto total de los activos deducidos ofrecen una cobertura de 1,02 veces sobre los pasivos totales u otras obligaciones<sup>6</sup> de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Subtítulo I del Título III, de la Codificación de la Resolución del C.N.V., "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 Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A., así como de los demás valores que

<sup>1</sup> "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."

<sup>2</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

<sup>3</sup> En los que el Emisor haya actuado como Originador.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

<sup>6</sup> (Activos menos deducciones – saldo emisión) / (Pasivos - obligaciones emitidas)

mantiene en circulación, representan el 41,72% del 200% del patrimonio al 30 de septiembre de 2016 y el 83,43% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

**CUADRO 8: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO (Septiembre 2016)**

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	31.762.708
<b>200% del Patrimonio (USD)</b>	<b>63.525.416</b>
Primera Emisión de Obligaciones	1.018.750
Segunda Emisión de Obligaciones	1.100.000
Tercera Emisión de Obligaciones	4.083.333
Cuarta emisión de Obligaciones (nueva)	7.000.000
Segunda Emisión de Papel Comercial	3.299.000
Tercera Emisión de Papel Comercial	10.000.000
<b>Total Emisiones</b>	<b>26.501.083</b>
<b>Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio</b>	<b>41,72%</b>
<b>Valores emitidos y por emitir / Patrimonio</b>	<b>83,43%</b>

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

## Proyecciones del Emisor

Según la estructuración, las proyecciones arrojan las cifras contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2019, PRODUCTORA CARTONERA S.A. reflejaría una utilidad neta igual a USD 1,22 millones.

**CUADRO 9: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)**

Rubro	2016	2017	2018	2019
Ventas netas	106.062	108.723	111.960	114.657
Costo de ventas	91.516	93.710	96.447	98.849
<b>Utilidad bruta</b>	<b>14.545</b>	<b>15.013</b>	<b>15.513</b>	<b>15.808</b>
Gastos administrativos y ventas	10.141	10.198	10.467	10.692
<b>Utilidad operativa</b>	<b>4.404</b>	<b>4.815</b>	<b>5.045</b>	<b>5.116</b>
Gastos financieros	2.457	2.694	2.716	2.700
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>1.947</b>	<b>2.121</b>	<b>2.329</b>	<b>2.416</b>
Impuestos	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)
<b>Utilidad neta</b>	<b>747</b>	<b>921</b>	<b>1.129</b>	<b>1.216</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El estado de resultados proyectado, considera un decremento en los ingresos del -10,43% para el 2016, esto respecto a lo arrojado en diciembre de 2015 y un incremento del 2,51%, 2,98% y 2,41% para los años 2017,2018 y 2019 respectivamente. El costo de ventas mantendría una representación promedio del 86,21% sobre los ingresos ordinarios durante el periodo proyectado (2016-2019), lo que generaría un margen bruto promedio de 13,79%.

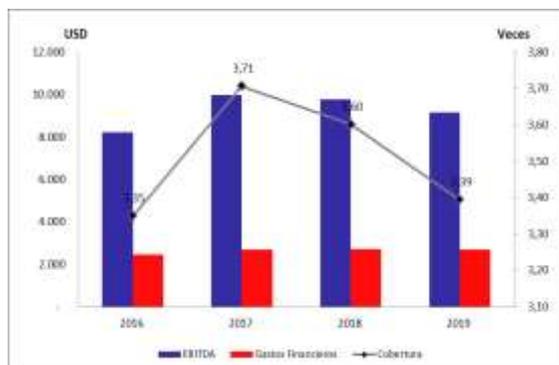
Por su parte los gastos operacionales mantendrían una representación promedio del 9,40% sobre los ingresos ordinarios, lo que determinaría una utilidad operativa promedio de 4,39%, mismas que pasaría en términos monetarios de USD 4,40 millones en el año 2016 a USD 5,12 millones en el año 2019.

La proyección además contempla gastos financieros derivados de los compromisos con el sistema financiero, emisiones vigentes y la que estima emitir, así como el impuesto a la renta, y después de descontar dichos rubros la compañía alcanzaría una utilidad neta de USD 0,75 millones en 2016 e incrementaría a USD 1,22 millones en 2019, cuya participación sobre los ingresos pasaría de 0,70% a 1,06% 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, la misma que pasaría de 3,35 veces en el año 2016 a 3,39 veces en 2019, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada y aceptable de los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan e a los gastos financieros que registraría.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBIT 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.

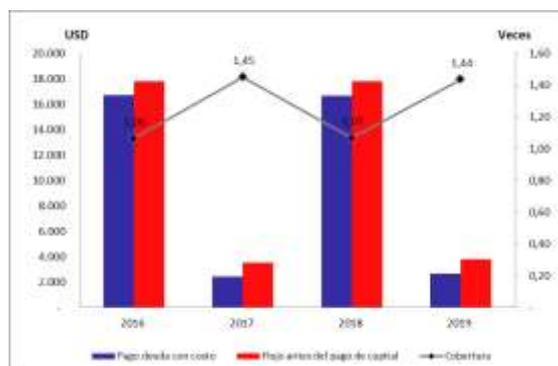
La proyección indica que la compañía posee el suficiente flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, incluyendo las relacionadas con los procesos vigentes que PRODUCTORA CARTONERA S.A. posee en el Mercado de Valores. Con lo dicho, en el año 2016 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos frente al pago de capital de la emisión, de 1,06 veces y en 2019 de 1,44 veces.

CUADRO 10: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

Descripción	2016	2017	2018	2019
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>				
Utilidad Neta	747	921	1.129	1.216
Depreciación	2.336	3.263	3.538	3.583
Provisiones	1.197	1.589	806	103
Variación en cuentas del activo	28.858	(3.407)	(685)	(2.859)
Variación en cuentas del pasivo	(4.152)	(1.190)	1.391	1.267
<b>Flujo de efectivo producto de actividades de operación</b>	<b>28.987</b>	<b>1.176</b>	<b>6.179</b>	<b>3.309</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>				
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(25.812)	(5.100)	(400)	(400)
<b>Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión</b>	<b>(25.812)</b>	<b>(5.350)</b>	<b>(650)</b>	<b>(650)</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>				
Obligaciones Financieras de Corto plazo	(16.731)	(2.407)	11.177	(2.299)
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	3.418	2.941	(3.340)	-
III Programa de Papel Comercial	10.000	-	(10.000)	-
IV programa de Emisión de Obligaciones	-	3.667	(3.333)	(333)
Movimientos Patrimoniales	(1)	-	-	-
<b>Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento</b>	<b>(3.314)</b>	<b>4.200</b>	<b>(5.496)</b>	<b>(2.632)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO NETO</b>				
<b>Variación neta en efectivo y equivalentes de efectivo</b>	<b>(139)</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>27</b>
Saldo inicial de caja	1.200	1.061	1.088	1.120
<b>SALDOS AL FIN DEL AÑO</b>	<b>1.061</b>	<b>1.088</b>	<b>1.120</b>	<b>1.147</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS<sup>7</sup> VS. PAGO DE CAPITAL DE LA DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un estrés a dicho modelo afectando a una de las variables del modelo: Costo de Ventas, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que las proyecciones se han realizado bajo supuestos moderados ya que la mayor afectación que soporta el modelo, correspondió al supuesto que la participación de los costos de ventas sobre los ingresos aumente a un máximo de 86,46% de los porcentajes de participación originales para cada año. Con estos condicionamientos se evidenció que la compañía continuaría generando resultados económicos positivos y flujos de efectivo suficientes para honrar la deuda derivada de la emisión evaluada en este informe, aunque con ello el flujo de efectivo positivo llegaría hasta su límite.

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 financiera, 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 de la 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 numerales 1.1, 1.2, y 1.4 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

## Riesgo de la Economía

### Sector Real

Según publicaciones realizadas por la Comisión Económica y el Fondo Monetario Internacional para América Latina y el Caribe se mantendrá su crecimiento negativo por segundo año consecutivo al contraerse medio punto porcentual en el 2016<sup>8</sup>, después de un retroceso promedio del 0,5% presentado en el año 2015. Esta proyección da cuenta de un entorno global difícil en el cual se mantiene el bajo crecimiento de los países desarrollados, una importante desaceleración en las economías emergentes, en particular China, una creciente volatilidad y costos en los mercados financieros, y bajos precios de las materias primas, en particular hidrocarburos y minerales. Además, se aprecia una mayor debilidad de la demanda interna de los países de la región, en la cual la caída en la inversión doméstica está siendo acompañada por una desaceleración del consumo<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> (\*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

<sup>8</sup> <http://www.eluniverso.com/noticias/2016/04/12/nota/5520138/economia-ecuador-caera-45-este-2016-segun-fmi>

<sup>9</sup> <http://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-contraera-06-2016>

El Fondo Monetario Internacional (FMI), señaló el bajo precio del petróleo como factor principal de las perspectivas a la baja en el crecimiento de Ecuador, y pronostica que el PIB caerá un 4,5% en 2016 y en un 4,3% en 2017, sin embargo, destaca que estas previsiones tienen un gran componente de incertidumbre, ya que dependen de la disponibilidad de financiación externa.<sup>10</sup>

Así mismo señalan que este año la economía sufriría una severa recesión (-1,7%), lo que está dado por la fuerte contracción de las importaciones, cayendo así la oferta global en un -6,0% y con la pronunciada caída de la inversión pública, la demanda interna se contraería en un -5,4%.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados al cierre de agosto de 2016 o los más próximos disponibles a dicha fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (miles USD 2007) 2016 Previsión	69.154.704	Inflación anual (X/2016)	1,31%
Deuda Externa Pública como % PIB (VIII/2016)	24,6%	Inflación mensual (X/2016)	-0,08%
Balanza Comercial (millones USD VIII/2016)	963,8	Inflación acumulada (X/2016)	1,11%
RI (millones USD X/2016)	4.274,63	Remesas (millones USD) (VI/2016)	1.264,2
Riesgo país (EMBI al 31 de octubre de 2016)	743,00	Índice de Precios al consumidor (IX/2016)	105,28
Precio Promedio Barril Petróleo WTI (USD al 31-oct-16)	46,86	Desempleo (IX/2016)	6,68%

Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

El **Producto Interno Bruto (PIB)**, de acuerdo a las cifras reportadas por el Banco Central del Ecuador, evidencian que, durante el año 2014 el crecimiento de la economía sufrió una desaceleración, ya que el PIB presentó un crecimiento de 3,7%, no obstante, este valor fue superior al comparado con el crecimiento de América Latina que fue de 1,1%, sin embargo, es inferior al crecimiento de los años previos, ubicándose de esta manera como el octavo país de mayor crecimiento de la región. Para el año 2015, el Gobierno Nacional estimó inicialmente un crecimiento del 4%, sin embargo, la caída en el precio del petróleo y la apreciación del dólar hizo que la economía crezca en 0,3%, porcentaje que es claramente inferior al de años previos y la más baja desde 1999 cuando fue 4,7%. Como ya se había mencionado anteriormente las perspectivas del FMI para Ecuador no son alentadoras.

**Exportaciones totales.**- La cifra de las exportaciones petroleras en valor FOB entre enero y diciembre de 2015, al ser comparada con la alcanzada en el mismo periodo de 2014, muestran una disminución de 49,7% pasando de USD 13,30 mil millones a USD 6,70 mil millones respectivamente, mientras que las exportaciones no petroleras registradas durante el año 2015, totalizaron un valor FOB de USD 11,67 mil millones, monto inferior en 6,1% con respecto al mismo periodo en el año anterior, que fue de USD 12,43 mil millones. Dentro de las exportaciones no petroleras, los productos que mayor participación porcentual tuvieron durante el año 2015 fueron: banano y plátano, camarón y productos del mar entre los principales. Para los periodos comprendidos entre enero y septiembre de 2016 el valor FOB de las exportaciones totales fue de USD 12.160,3 millones, es decir 14,62% inferiores a las registradas durante el mismo periodo del 2015 que fueron de USD 14.242,5 millones. En valor FOB las ventas externas petroleras experimentaron una disminución de 29,9%, pasando de USD 5.505,5 millones en septiembre de 2015 a USD 3.858,1 millones en septiembre de 2016. Las exportaciones no petroleras registradas en los meses de enero y septiembre de 2016, fueron de USD 8.301,9 millones, cifra que fue inferior en 5,0% con respecto del mismo periodo del año 2015 (USD 8.737,1 millones).

La producción diaria de crudo<sup>11</sup> en nuestro país en agosto de 2016, en lo concerniente a Empresas Públicas alcanzó un promedio diario de 430,9 mil barriles, de los cuales el 100% perteneció a Petroamazonas EP; la producción de Operadora Río Napo la asumió Petroamazonas EP, mientras que la producción promedio diaria de crudo de las empresas privadas ascendieron a 117,5 mil barriles. El **precio promedio del barril de petróleo WTI** de acuerdo a cifras del BCE, a octubre de 2016 alcanzó un valor promedio de USD 46,86 por barril,

<sup>10</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/economia-ecuador-disminuir-2016-fmi.html>

<sup>11</sup> Información disponible más reciente en el BCE

mostrando un aumento del 1,21% en su precio en relación al cierre de octubre del 2015<sup>12</sup>. De acuerdo a cifras de Indexmundi, el precio promedio a septiembre de 2016 se ubicó en USD 45,17 por barril, mientras que entre enero y septiembre de 2016 fue de USD 41,24 por barril en promedio.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Indexmundi / Elaboración: Class International Rating

Cabe destacar que la actividad económica del país fue impulsada en gran medida por la alta disponibilidad de fondos que ha tenido el Gobierno ecuatoriano, recursos que a su vez vieron favorecidos por un alto precio promedio del barril de petróleo, sin embargo, la tendencia internacional inestable de dichos precios, ha llamado la atención del Gobierno ecuatoriano, pues la caída por debajo del precio presupuestado, pondría en problema la caja fiscal y generaría un déficit de fondos para la economía del país, determinando además que para el Ecuador el efecto de una caída de precios del crudo es directo ya que el gasto público se financia básicamente con los recursos petroleros. El precio del barril del petróleo en octubre de 2016 fue de USD 46,86, ubicando en un precio en niveles que no se veían en más de diez años, además que el crudo ecuatoriano al ser más pesado, se lo compra a un menor precio (alrededor de USD 10,00 menos), por lo que en ciertos casos, el precio no cubriría ni los costos de producción<sup>13</sup>.

Al 31 de diciembre de 2015 las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20,46 mil millones, inferiores en 22,6% a las compras externas realizadas en similar periodo del año 2014. De acuerdo a la Clasificación Económica de los Productos por Uso o Destino Económico (CUODE) y hasta diciembre de 2015<sup>14</sup>, en valor FOB, los grupos de productos que crecieron fueron: Productos Diversos, mientras que los que disminuyeron fueron los Combustibles y Lubricantes, Bienes de Capital, Bienes de Consumo y Materias Primas. El Gobierno Nacional entre sus políticas económicas fundamentales para los próximos años, se ha planteado la sustitución de productos y servicios importados, con el fin de mejorar la balanza comercial y desarrollar la industria nacional. Al finalizar el mes de septiembre de 2016, las importaciones totales en valor FOB fueron de USD 11.183,6 millones, cifra que es inferior a las compras externas realizadas durante el mismo periodo del 2015 (15.955,5 millones).

La **recaudación de impuestos** durante el año 2015 alcanzó un valor de USD 13,95 mil millones, manteniendo la tendencia creciente de los ejercicios anteriores, siendo así, esta cifra presentó un crecimiento del 2,45% frente a los USD 13,62 mil millones del año 2014 (USD 12,76 mil millones en el 2013). Al 30 de septiembre de 2016 la recaudación de impuestos registró un monto de USD 10.170,84 millones, inferior a lo alcanzado en similar periodo de su año previo. Entre los impuestos con mayor aporte a septiembre de 2016 se destacan: El IVA con USD 4.193,65 millones, seguido de IR (Impuesto a la Renta) (USD 3.181,06 millones), así como el ISD (Impuesto a la salida de divisas) (USD 716,60 millones), el ICE (Impuesto a los Consumos Especiales) (USD 573,63 millones).

<sup>12</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/776>

<sup>13</sup> <http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=8809035&idcat=38229&tipo=2>

<sup>14</sup> Información disponible más reciente en los boletines del BCE

La **inflación** en el país a partir de la circulación del dólar de los Estados Unidos como moneda oficial del Ecuador, ha logrado mantener la variación del crecimiento de precios estable, en cifras próximas e incluso menores al 3% anual. Para el año 2014 Ecuador registró una inflación anual 3,67%, mientras que para diciembre de 2015 la inflación anual fue de 3,38%, porcentaje inferior a la de su periodo precedente. Al 31 de octubre del 2016 la inflación anual fue de 1,31%, porcentaje inferior con respecto de octubre del 2015, cuando la inflación se ubicó en 3,48%.

En referencia al **salario mínimo vital nominal promedio**, se aprecia que al cierre de agosto de 2016, este alcanzó un monto de USD 426,92, mientras que el **salario unificado nominal**, fue fijado en USD 366,00, el mismo que incrementó en un 3,39% frente al salario unificado nominal del año 2015 (USD 354,00), éste incremento es el más reducido de los últimos nueve años. El aumento en el salario unificado nominal va de acuerdo a una reforma laboral impuesta por el Gobierno ecuatoriano, cuyo objetivo es que los salarios progresivamente se equiparen con el costo de la canasta básica familiar, la misma que al mes de septiembre de 2016, se ubicó en USD 691,38<sup>15</sup>, mientras que los ingresos mensuales familiares, para el mismo mes, alcanzaron USD 683,20, lo cual indica que existe una cobertura del 98,82% de la canasta familiar básica.

Al referirnos a la **tasa urbana de empleo adecuado** se debe mencionar que la última encuesta de indicadores laborales, publicada por el INEC, revela que la tasa de empleo nacional adecuado a septiembre de 2016 alcanzó el 47,5%, 6,9 puntos porcentuales inferior que con respecto al mismo mes del año 2015 (54,4%). Por otro lado, la **tasa de pobreza** (septiembre 2016) de la población nacional urbana del Ecuador se situó en 14,5%, presentando una tasa inferior en frente a su similar período del año 2015 (15,0%). El nivel de **desempleo/desocupados**<sup>16</sup> (tasa de desocupación total) a septiembre de 2016, llegó a 6,7%.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés**, no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial fue de 5,75% para octubre de 2016, mientras que la tasa activa referencial de 8,71% existiendo un spread de tasas activas y pasivas referenciales para el mes de octubre de 2016 de 2,96%. El volumen del crédito otorgado por el sistema financiero nacional tuvo una variación importante, es así que a septiembre del 2016, el volumen de crédito entregado fue de USD 2.045,4 millones, mientras que al mismo mes del 2015 llegó a USD 1.496,7 millones.

El flujo de **remesas**<sup>17</sup> familiares que ingresó al país durante el 2015 sumó USD 2.377,80 millones, cifra que fue inferior en un 3,4% con respecto de lo reportado en el 2014, esta disminución se atribuye a la coyuntura económica de los principales países donde residen los emigrantes ecuatorianos (Estados Unidos de América, España e Italia, entre otros), así como la depreciación del euro con respecto al dólar en 19,6% en el periodo 2015. Al 30 de junio de 2016, las remesas alcanzaron una suma de USD 1.264,20 millones, monto superior en 12,30% a lo obtenido en similar periodo del año 2015 (USD 1.125,8 millones). El flujo de remesas procedentes de los Estados Unidos de América ascendió a USD 705,9 millones (55,8% del monto total recibido) que, comparado con el flujo compilado en el primer semestre del año 2015 (USD 622,30 millones), registro un aumento de 13,4%. El flujo de remesas provenientes de España totalizó USD 308,3 millones (24,4% del monto total recibido), valor superior en un 5,5% con respecto al primer semestre de 2015 cuando fue de USD 292,2 millones<sup>18</sup>.

El Ecuador recibió USD 772,94 millones por concepto de **inversión extranjera directa (IED)** en el año 2014, según el último informe del Banco Central (BCE), presentando un incremento frente a la IED recibida en el año 2013 que sumó un monto total de USD 726,81 millones. Al 31 de diciembre de 2015, la IED arrojó un valor de USD 1.060,06 millones, evidenciando la tendencia creciente registrada históricamente. El monto por IED mencionado responde principalmente al impulso dado en el país a actividades económicas de Explotación de Minas y Canteras, Comercio, Industria Manufacturera, Servicios prestados a las empresas, entre las más importantes. Para el segundo trimestre del año 2016 la inversión extranjera directa ascendió a un total de USD 206,11 millones.

<sup>15</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), Reporte de Inflación septiembre de 2016. (<http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ingreso-familiar-supera-costode.html>)  
<http://www.ecuadorencifras.gob.ec/canasta/>.

<sup>16</sup> Información disponible más reciente en el BCE.

<sup>17</sup> <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201505.pdf>, última información registrada.

<sup>18</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/755>

Para el mes de septiembre de 2016, de acuerdo a información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 24.582,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses, ésta cifra presentó un incremento con respecto a diciembre de 2015 (USD 20.225,2 millones), mientras que el **saldo de deuda externa privada** hasta septiembre de 2016 fue de USD 12.403,5 millones, evidenciando un incremento frente a lo registrado a diciembre de 2015 (USD 12.546,0 millones). Asimismo, un punto importante a ser mencionado en este ámbito es que el gobierno nacional todavía tiene espacio para contratar deuda de acuerdo a la norma legal vigente considerando que según lo establece la normativa respectiva, el límite legal para la **relación deuda pública total/PIB** es del 40%, la misma que según el BCE y el Ministerio de Finanzas del Ecuador a septiembre de 2016, se encuentra en 25,5%.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años se ha presentado variables, puesto que el 2013 las reservas (RI) se incrementaron a USD 4.360,5 millones, producto de mayores depósitos de algunas entidades del sector público, mientras que las reservas al final del 2014 se redujeron hasta registrar un saldo de USD 3.949,1 millones, situación similar se evidenció al cierre de 2015, pues las RI, registraron USD 2.496,0 millones, determinando que 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 31 de octubre de 2016 las reservas internacionales registraron un saldo USD 4.274,63 millones.

La calificación crediticia del país en mercados internacionales, para finales del año 2015, la firma Standard & Poor's redujo la calificación que había otorgado al Ecuador, llevándola de **"B+ (Positivo) a "B"**, debido a un deterioro de las cuentas fiscales y externas, producto de la caída en los precios del petróleo, así como una mayor tensión entre el gobierno y la sociedad<sup>19</sup>. Por otro lado en el mes de diciembre de 2014, la agencia calificadora Moody's Investors Service subió la calificación del país a **"B3" (estable)**, manteniendo su perspectiva estable<sup>20</sup>. En este punto resulta importante mencionar que la calificación crediticia que posee Ecuador ha ocasionado un importante incremento en el riesgo país, lo cual dificulta el conseguir financiamiento en el mercado internacional, manteniendo únicamente la fuente de financiamiento proveniente de China, la misma que en ciertos casos es desfavorable debido a las altas tasas de interés o por la venta futura de petróleo.

En términos generales, en el mediano plazo la creciente participación y regulación de la actividad económica por parte del Gobierno ecuatoriano genera cierta incertidumbre en su sostenibilidad ya que esta depende en gran medida de sus ingresos petroleros y estos, a su vez presentan una tendencia a la baja, con lo cual la caída del precio del crudo genera incertidumbre, en especial respecto a la inversión y gasto público, lo que obliga a moderar las expectativas de crecimiento.

En relación a lo sucedido con la disminución en el precio del petróleo, se debe mencionar el alza que viene presentando el dólar en comparación de las principales monedas del mundo, es así que el dólar ha presentado una apreciación importante en los últimos meses<sup>21</sup>. El efecto de este incremento estaría reflejado en las exportaciones de los países dolarizados que serán más caras y menos competitivas, mientras que las importaciones se abaratarán. Quienes ganan con esta alza son los consumidores, que tendrán acceso a productos importados a menores precios, sin embargo, los que pierden podrían ser las empresas que se dedican a la producción, por las dificultades de exportación y por la competencia interna<sup>22</sup>. Se debe mencionar que por la apreciación del dólar, mucha gente ha visto la oportunidad de sacar capitales y realizar compras en los países fronterizos debido a que sus monedas han sido devaluadas.

Como consecuencia de la baja del precio del petróleo y la apreciación del dólar el panorama externo ha modificado las previsiones relacionadas con la balanza de pagos del país, por lo que el gobierno nacional se ha visto en la necesidad de aplicar medidas para regular el nivel general de las importaciones y así equilibrar la balanza comercial. Una de las medidas adoptadas que afectó de manera directa a varias industrias que se

<sup>19</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/finanzas-ecuador-riesgocrediticio-economia.html>

<sup>20</sup> <http://www.eluniverso.com/noticias/2014/12/19/nota/4360636/calificacion-crediticia-ecuador-sube-b3-segun-moodys>; <http://www.datosmacro.com/ratings/ecuador>

<sup>21</sup> <http://www.finanzas.com/noticias/mercados/bolsas/20150313/paridad-euro-dolar-pero-2892376.html>

<sup>22</sup> <http://dinero.univision.com/prosperidad/articulo/2014-10-02/cinco-maneras-en-que-el-alza-al-dolar-nos-afecta>

desenvuelven el mercado bursátil es la aplicación de salvaguardias de hasta un 45% a las importaciones, la mencionada disposición afecta a 2.800 productos con una sobretasa del 5% para bienes de capital y materias primas no esenciales, un 15% para bienes de sensibilidad media, un 25% a neumáticos, cerámica, ckd de televisores y ckd de motos y finalmente una sobretasa de 45% para bienes de consumo final, entre los que se incluyen televisores y motocicletas. Inicialmente, las salvaguardias tenían una vigencia de 15 meses a partir del 11 de marzo de 2015, tiempo en el cual se realizaron evaluaciones periódicas y una vez concluido el plazo se haría un cronograma de desgravación<sup>23</sup>. Cabe indicar que en el mes de noviembre de 2015 Ecuador envió a la Organización Mundial de Comercio un cronograma de dismantelamiento progresivo de las salvaguardias a realizarse durante el año 2016<sup>24</sup>, sin embargo con lo sucedido en las ciudades costeras a causa del terremoto ocurrido en el mes de abril del mismo año y debido a la persistencia en las dificultades externas que determinaron la adopción de estas salvaguardias, el Comité de Comercio Exterior (COMEX) decidió diferir por un año más el cronograma de dismantelamiento de las salvaguardias<sup>25</sup>, no obstante el Gobierno suavizó las salvaguardias, determinando que la tarifa más elevada de 40% se reduzca al 35% y la 25% al 15%.

Con fecha 11 de noviembre de 2016 Ecuador y la Unión Europea (UE) firmaron su acuerdo comercial multipartes<sup>26</sup>. El mecanismo comercial permitirá el acceso de la oferta nacional exportable sin aranceles y el acceso a un mercado de 614 millones de personas, se prevé entre en vigencia el 01 de enero de 2017, siempre y cuando se cumpla la ratificación en los legislativos de las partes.

## **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.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una compañía con más de 50 años de experiencia en la fabricación de empaques de cartón corrugado. A lo largo de los años se ha consolidado y posicionado como líder en el mercado local. En el año de su constitución, la compañía realizó la primera entrega de cartones corrugados para la exportación de banano a la Compañía Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A. (UBESA).

En 1980 la compañía inició su participación como parte de Standard Fruit Company, con la producción de cajas para la 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, alcanzando un nivel de producción de 113 mil toneladas métricas.

En 2009 DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias. 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

<sup>23</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios-salvaguardias-productos-comercio-exterior.html>

<sup>24</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-cronograma-salvaguardias-pagos-balanza.html>

<sup>25</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-salvaguardias-comex-equilibrar-balanza.html>

<sup>26</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-firma-acuerdo-unioneeuropea-exportaciones.html>. Si está pensando en hacer uso del mismo, por favor, cite la fuente y haga un enlace hacia la nota original de donde usted ha tomado este contenido. ElComercio.com

PRODUCTORA CARTONERA S.A. pertenece al Grupo SURPAPEL el cual está integrado, además, por las 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, sus ventas están segmentadas para el mercado bananero y doméstico, según el siguiente detalle:

**CUADRO 12: SEGMENTOS DE MERCADO**

Mercado	Segmento
Bananero	OTROS BANANEROS
	DOLE
Doméstico	ACEITE/JABON
	ALIMENTOS
	ATUN/PESCA/CAMARON
	CONVERTIDORES
	FLORICULTOR
	VIARIOS

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La capacidad instalada de SURPAPEL CORP S.A. es de 120.000 toneladas métricas, de las cuales el 50% están destinadas a PRODUCTORA CARTONERA S.A.

### Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A., al 30 de septiembre de 2016, asciende a USD 27,56 millones, monto que está constituido por 13.779.483 acciones con un valor nominal de USD 2,00 cada una.

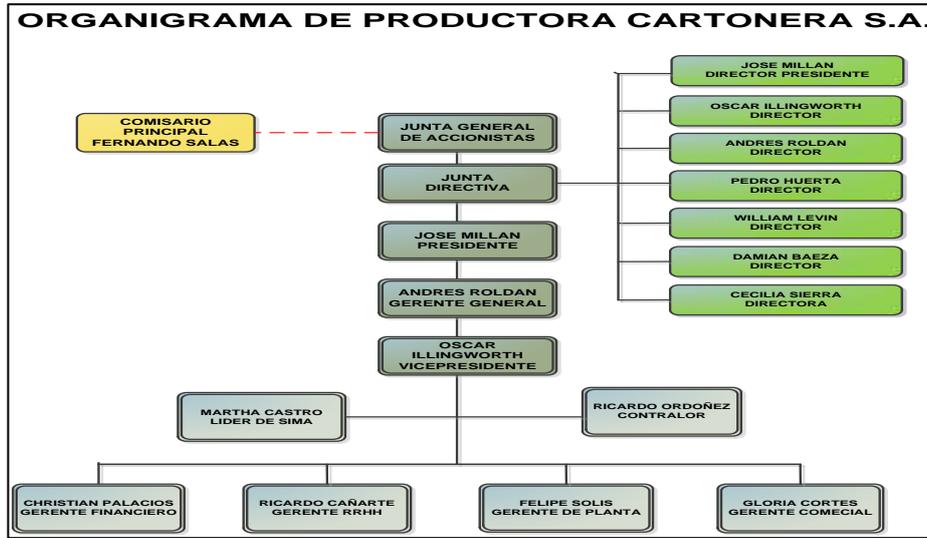
**CUADRO 13: ACCIONISTAS**

Nombre	Capital (USD)	Participación
COMERCIALIZADORA DE PAPELES Y CARTONES SURPAPEL S.A.	26.174.432,00	94,98%
ILLINGWORTH GUERRERO OSCAR	1.384.534,00	5,02%
<b>Total</b>	<b>27.558.966,00</b>	<b>100,00%</b>

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:



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:

CUADROS 14 y 15: PRINCIPALES EJECUTIVOS

**JUNTA DIRECTIVA**

Nombre	Cargo
José Anuar Millán Abadía	Director - Presidente
Oscar Antonio Illingworth Guerrero	Director - Vicepresidente
Andrés Roldán Zuluaga	Director
Pedro Antonio Huerta Barros	Director
Damián Baeza García	Director
William Levin	Director
Cecilia Sierra Morán	Directora

**PLANA GERENCIAL**

Nombre	Cargo
José Anuar Millán Abadía	Presidente
Oscar Illingworth Guerrero	Vicepresidente
Andrés Roldán Zuluaga	Gerente General
Martha Castro Game	Líder de SIMA
Ricardo Cañarte Jaramillo	Gerente de RR.HH.
Christian Palacios Manzano	Gerente Financiero
Ricardo Ordóñez Prado	Contralor
Felipe de Jesús Solís	Gerente de Planta
Gloria Cortes Gallego	Gerente Comercial

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

**Empleados**

Al 30 de septiembre de 2016, PRODUCTORA CARTONERA S.A. empleó 484 personas, distribuidas de la siguiente manera en las diferentes áreas de su organización, donde se aprecia el mayor aporte de personal en la Planta con el 71,69%, seguido de lejos por Administración con el 12,60%.

CUADRO 16: DISTRIBUCIÓN DE EMPLEADOS

Área	No. empleados
Gerencia Comercial	33
Gerencia Administración	61
Gerencia de Operaciones	14
Gerencia Técnica	29
Planta	347
<b>TOTAL EMPLEADOS</b>	<b>484</b>

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

Del cuadro descrito, sobre el total de trabajadores, el 79,34% de los empleados tienen contrato a plazo fijo y el restante 20,66% 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.

### Empresas vinculadas o relacionadas

Según lo reportado por la empresa, PRODUCTORA CARTONERA S.A. posee una participación de tipo accionarial en ESCOBAR RUIZ C.L. con el 45,00%. Y dos de sus ejecutivos mantienen una vinculación de tipo administrativa y accionarial con las siguientes compañías:

CUADRO 17: VINCULADAS POR ADMINISTRACIÓN

Nombre	Cargo en PROCARSA	Empresa Vinculada por Administración y Accionarial	
		Empresa	Cargo
Oscar Antonio Illingworth Guerrero	Vicepresidente	COMPAÑÍA TÉCNICA NACIONAL TECNAC S.A.	Accionista (10% de participación)
		INMOBILIARIA GEONAL S.A.	Accionista (6,429% de participación)
		LOJOA S.A.	Gerente / Accionista (25% de participación)
		ILCRESA S.A.	Presidente / Accionista (99,96% de participación)
		FERROLSA S.A.	Accionista (0,040% de participación)
		SOLUCIONES DE EMPAQUES SDE S.A.	Presidente / Accionista (20% de participación)
		SURPAPEL CORP S.A.	Accionista (3,879% de participación)
José Anuar Millán Abadía	Presidente	LUNISOL S.A.	Presidente
		STUP S.A.	Gerente General / Accionista (0,125% de participación)
		INNOVATIVE MANAGEMENT S.A. IN.VA.MA.	Accionista (50% de participación)
		ATAVICO S.A.	Gerente General / Accionista (86,224% de participación)
		LAMISURP S.A.	Accionista (0,125% de participación)
		RECICLADORES INDUSTRIALES DEL ECUADOR RECINDOR S.A.	Presidente
		IN CAR PALM INDUSTRIA CARTONERA PALMAR S.A.	Gerente General
		REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.	Presidente
		COMERCIALIZADORA DE PAPELES Y CARTONERS SURPAPEL S.A.	Gerente General
		CENTRO DE ACOPIO ACOPRODU S.A.	Gerente General
SELAP S.A.	Gerente General		
COSTABLU S.A.	Presidente		

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, el mismo que es fundamental para cumplir con 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, Política de Plan de Carrera Empresarial, Política de Relaciones Públicas, Políticas Tecnológicas, Política

de Seguridad de Información, Políticas Comerciales, Política de Atención y Servicio al Cliente, Política de Mercadeo, Política Regulatoria, entre otras.

**Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa**

**Clientes**

PRODUCTORA CARTONERA S.A. posee 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 43% de los ingresos anuales de la empresa (DOLE, una corporación internacional, con la cual tiene un contrato hasta 2019).

A continuación se presenta la estructura de los principales clientes al 31 de diciembre de 2015 y al 30 de septiembre de 2016, en donde el cliente con mayor representación (DOLE), posee la mayor participación sobre los ingresos de la compañía en ambos periodos (37,51% a diciembre 2015 y 44,79% a septiembre 2016), además para septiembre de 2016 los otros 7 clientes más importantes con representaciones de 6% hasta 2%, representaron en conjunto el 17,70%, y el resto de clientes con representaciones de 1% o menores, sumaron el 26,86%:

GRÁFICO 5: CLIENTES Diciembre 2015

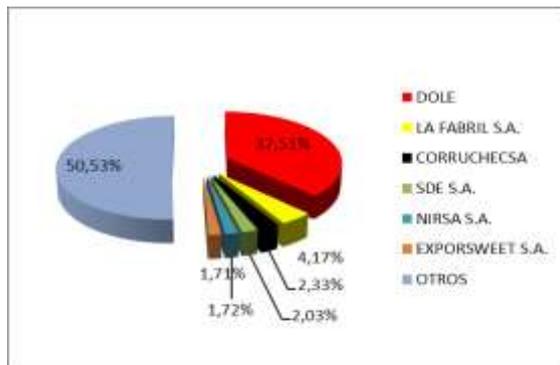
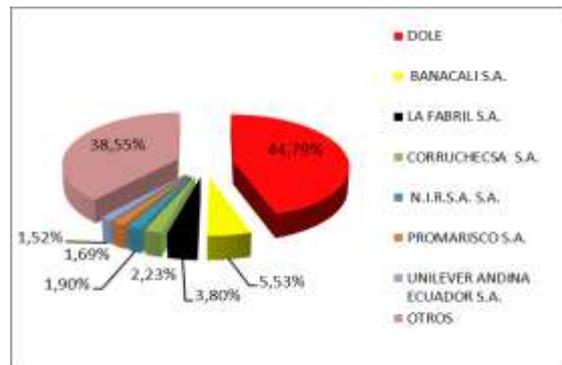


GRÁFICO 6: CLIENTES Septiembre 2016



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 solo 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 tomar en cuenta las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera se ha deteriorado a lo largo del periodo analizado; es así que la cartera por vencer en 2014 representó el 50,15% de la cartera total, en 2015 bajó al 39,75% y en septiembre de 2016 significó el 41,56%, mientras que la cartera vencida más de 360 días, en 2014 representó el 11,77% de la cartera total, en 2015 subió al 17,12%, y en septiembre de 2016 alcanzó un 30,95%. Tendencias que sugieren la toma de acción inmediata por parte de la empresa para fortalecer la gestión de cobranza y mejorar la calidad de su cartera.

GRÁFICO 7: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA (Septiembre 2016)



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

Se debe acotar que las provisiones de cuentas incobrables crecieron entre diciembre de 2015 (USD 0,85 millones) y septiembre de 2016 (USD 2,05 millones) debido a varios factores: i) Los precios bajos de las materias primas (celulosa y pulpa de papel), generó una presión por parte de los clientes por la baja del precio sobre el producto final, ocasionando que PRODUCTORA CARTONERA S.A. se vea en la necesidad de flexibilizar sus políticas de cobro, ii) la actividad exportadora del Ecuador se vio deteriorada (pérdida de competitividad, apreciación del dólar, etc.), lo que influyó sobre el desempeño de sus clientes, determinando que la cartera comercial por cobrar haya sufrido ciertos cambios, incrementando así su nivel de provisiones.

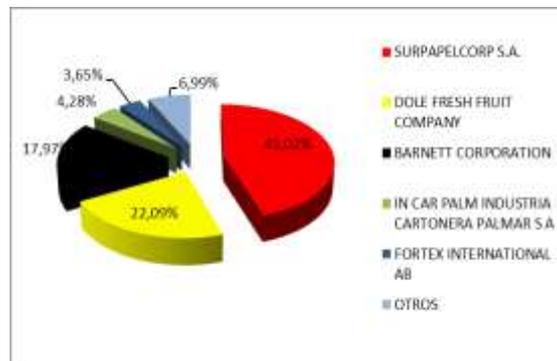
## Proveedores

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 2015 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.

El mayor proveedor es la empresa aliada SURPAPEL CORP S.A., que durante el año 2015 abasteció a la empresa con el 53,18% de sus necesidades de materia prima, en segundo lugar se ubicó Dole Fresh Fruit Company (EEUU) con el 18,27% y en tercer lugar BARNETT CORPORATION (EEUU) con el 16,27%.

GRÁFICO 8: PROVEEDORES (SEPTIEMBRE 2016)



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

Al 30 de septiembre de 2016, la composición de los proveedores de PRODUCTORA CARTONERA S.A. es básicamente la misma, al menos en lo concerniente a los dos primeros, pues SURPAPEL S.A. representó el 45,02% de los costos y el 22,09% fue para Dole Fresh Fruit Company.

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.

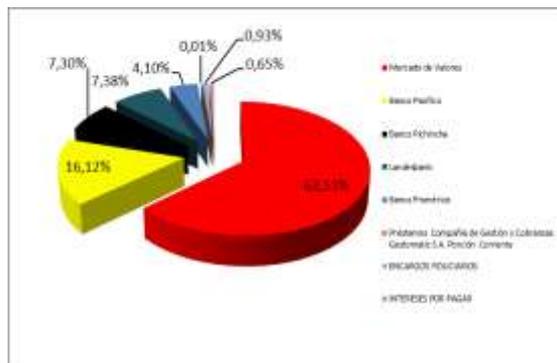
PRODUCTORA CARTONERA S.A. históricamente (2012–2015) ha fondeado sus actividades principalmente con recursos de terceros, con un promedio del 75,68% de participación sobre el financiamiento de activos, determinando además que dentro de los pasivos, las cuentas por pagar a proveedores y la deuda financiera tienen la mayor relevancia.

Desde el inicio del periodo analizado la empresa registra dentro de su deuda financiera, créditos otorgados por instituciones financieras así como compromisos adquiridos con el Mercado de Valores.

Al 30 de septiembre de 2016, la deuda financiera fondeó el 27,19% de los activos, determinando que el 64,94% de ésta correspondió al corto plazo y el restante 35,06% al largo plazo.

La deuda financiera de la empresa contempla principalmente deuda en el Mercado de Valores (63,51%) y en el sistema financiero nacional e internacional (36,49%). A continuación se presenta un resumen de la composición de la deuda financiera de la compañía.

GRÁFICO 9: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA (Septiembre 2016)



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

## Política de Inversiones

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.
- Inversiones que demuestren el incremento de ingresos marginales en forma cuantitativa por encima del ingreso presupuestado.
- Incremento de ingresos como producto de la búsqueda de mayor eficiencia en la operación del área o de la empresa y cuyo resultado se refleje en el incremento de ingresos presupuestado.

## Responsabilidad Social y Ambiental

La Fundación Benéfica Acción Solidaria desarrolla el proyecto de responsabilidad social de las empresas SURPAPEL 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 labor durante el año 2014, 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.
- Programa de recuperación de parques infantiles.
- Programa de Actividades Físicas y Recreativas.
- Programa de recuperación de la cancha de indorfútbol y ecua vollley.
- Programa de Salud Comunitaria, que incluyó la Jornada de Salud Visual, Jornada de Desparasitación.
- Celebración del aniversario de la comunidad, programa que entre otras actividades incluyó: Campeonato

de indor futbol, feria de Comida "los sabores de mi barrio, elección de la Reina de la comunidad, paseo e integración comunitaria.

- Elaboración del plan de trabajo comunitario para el año 2015, por parte de la Directiva.
- Jornada Navideña con los niños de la Comunidad.
- Diagnóstico Comunitario. Evaluación de Impacto del Proyecto de Responsabilidad Social Comunitaria Brisas de Procarsa".
- Evaluación de impacto de la gestión del proyecto, según la cual el 97% de la comunidad calificó al proyecto social que promueven en la comunidad las empresas PRODUCTORA CARTONERA S.A. y SURPAPEL CORP S.A. como una buena iniciativa.

## 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, el 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 ISO 9001:2008 misma que está vigente hasta el año 2017.

Adicionalmente, PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con Certificación BASC, vigente hasta Junio de 2016; 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 algunos procesos judiciales en su contra, principalmente de haberes e indemnizaciones laborales. Los procesos se encuentran debidamente atendidos por la compañía y en términos generales no representarían una amenaza o contingencia que comprometa su normal operación.

## Presencia Bursátil

PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con varios procesos autorizados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, de los cuales uno se encuentra redimido en su totalidad. A continuación se puede apreciar un detalle:

CUADRO 18: EMISIONES REALIZADAS POR PRODUCTORA CARTONERA S.A. (Septiembre 2016)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
III Papel comercial	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0003862	10.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00
II Papel comercial	2014	SCV.INMV.DNAR.14.29326	10.000.000,00	10.000.000,00	3.299.000,00
III Obligación a largo plazo	2013	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.13.5902	10.000.000,00	10.000.000,00	4.083.333,33
II Obligación a largo plazo	2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.5820	5.000.000,00	5.000.000,00	1.100.000,00
I 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	1.018.750,00

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

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 Originador, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la

conformación accionaria y presencia bursátil. Por lo señalado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha dado cumplimiento con lo estipulado en los numerales 1.5 y 1.6 del Artículo 18, de la Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).

### Eventos Importantes

- En el país se observa una situación de déficit en torno a la producción de papel y cartón, por lo cual el nivel de importaciones se ha incrementado para suplir la demanda interna.
- En cuanto a las resoluciones 51 y 49, impuestas por el Gobierno Ecuatoriano y que se refieren a las modificaciones arancelarias para artículos importados (incremento entre el 5%, 15% y 45%), se debe indicar que las partidas arancelarias correspondientes a los productos que importa PRODUCTORA CARTONERA S.A. no se vieron afectadas por estas salvaguardias.
- El 2015 fue un año de incertidumbre económica, que afectó el desenvolvimiento normal de las operaciones de diferentes sectores de la economía, entre ellos, aquel al que PRODUCTORA CARTONERA S.A. pertenece. Esta incertidumbre generó atraso en la venta y recuperación de cartera.
- En torno a los últimos eventos sísmicos registrados en territorio ecuatoriano, la empresa informa que no se ha visto afectada, puesto que las plantaciones de sus principales clientes en el sector bananero, no fueron afectadas, lo cual ha permitido que las ventas a este sector se desarrollen con normalidad. En el sector industrial, alrededor de 12 clientes se encuentran en el sector de Manta, de los cuales 5 sufrieron afectaciones en las estructuras de sus plantas industriales y en su mano de obra; sin embargo, sus actividades industriales estuvieron paralizadas máximo una semana, actualmente se encuentran trabajando con normalidad y sus volúmenes de compras se mantienen.

### 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. De acuerdo con la Secretaría de Integración Económica Centroamericana (SIECA), desde 2010 tanto importaciones como exportaciones de materia prima de papel y cartón han aumentado en un 516% a nivel centroamericano. De igual manera países europeos presentan un importante desarrollo de la industria<sup>27</sup>. La región de Asia Pacífico será la salida de cajas de cartón corrugado más grande y de mayor crecimiento hasta 2017.

Se tiene previsto que la demanda de cajas de cartón corrugado tenga un importante incremento hasta un 4% anual llegando hasta los 226 millones de metros cuadrados en 2017; principalmente proveniente de Ecuador, Chile, Bolivia y Venezuela.

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.

En un mundo más globalizado, en donde el intercambio de productos juega un papel importante en la economía global, la industria cartonera se ve obligada a mejorar el desarrollo de las cajas de cartón, para de esta forma mantener los productos lo más frescos y seguros posible. Esto ha obligado a la industria a mostrar una tendencia hacia papeles de embalaje reducidos en peso, con incremento de especificaciones físicas, que permiten una reducción en costos de fletes y mayor rendimiento en el proceso de fabricación.

<sup>27</sup> <http://pdf.corrugando.com/CORRUGANDO-44.pdf>

La industria cartonera ecuatoriana destina su producción para cubrir el 70% del mercado de banano, 10% para otras frutas y 20% industrial. Ecuador es uno de los mayores consumidores de cartón corrugado en América del Sur debido al volumen de banano exportado. Las exportaciones de banano a junio de 2015 registraron un total de 163 millones de cajas<sup>28</sup>.

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.

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA PULPA DE CELULOSA A NIVEL MUNDIAL (EN USD POR TM)



Fuente y Elaboración: IndexMundi

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

- 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 han visto favorecidas por las políticas económicas adoptadas por el Gobierno, sobre todo por el impulso y apoyo que

<sup>28</sup> [http://www.aebe.com.ec/data/files/PDF\\_2015/1erSemestre/ExportMen\\_Jun15.pdf](http://www.aebe.com.ec/data/files/PDF_2015/1erSemestre/ExportMen_Jun15.pdf)

está brindando a la producción nacional. El cambio en la matriz productiva representa un foco de oportunidades para la industria en mención.

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.

En vista de que la industria del cartón tiene correlación con los sectores bananero, florícola y camaronero, las expectativas en estas industrias impactan la industria del cartón. En el año 2015 de acuerdo al informe presentado por el Director Ejecutivo de la Asociación de Exportadores de Banano del Ecuador (AEBE), las exportaciones de banano alcanzaron un nuevo record con una media de 6 millones de cajas por semana. A pesar de una baja en mercados como el de Medio Oriente, el Ruso y el de Europa del Este; el mercado bananero ha visto un incremento en este último año. La AEBE en el 2016 comunicó que Rusia, un consumidor significativo del banano por primera vez se ha retrasado en sus pagos debido a la devaluación de su moneda frente al dólar; sin embargo, los pagos han llegado y se encuentran en proceso de fortalecer y mantener relaciones. LA AEBE está a la espera de que el Ecuador llegue a finalizar tratados con la UE, Colombia, Perú y Estados Unidos.

De igual forma la industria camaronera en el Ecuador vive un proceso de expansión. Según el informe de prensa realizado por la Cámara Nacional de Acuicultura al inicio de 2016, en China los productores locales de camarón no logran abastecer la demanda local, situación que ha favorecido al Ecuador y de la cual se toma ventaja.

Con respecto al sector florícola, de acuerdo al último informe presentado por la Asociación de Productores y Exportadores de Flores (EXPOFLORES), Ecuador ha pasado de tener a Colombia como país complementario de producción a directo competidor, debido a sus bajos costos de producción. En el año 2014 se registró decrecimiento del 1,2% con respecto a los ingresos de 2013, mientras que en 2015 existió un incremento del 2,7% con respecto a 2014 y 1,5% con respecto a 2013. De acuerdo con EXPOFLORES los productores florícolas se encuentran en una etapa de transición en la cual el mercado de las rosas, que toma el 74% del mercado total de flores, no representa las ganancias de años atrás. Los floricultores buscan que los costos especialmente a nivel capital humano no siga afectando el valor de la producción, para competir en el mercado internacional, Ecuador se basa en la calidad de su producto más que en el precio.

GRÁFICO 11: ECUADOR: EXPORTACIONES TOTALES DE FLORES



Fuente: BCE / Elaboración: Class International Rating.

Con fecha 11 de noviembre de 2016 Ecuador y la Unión Europea (UE) firmaron un acuerdo comercial multipartes. El mencionado convenio permitirá el acceso de la oferta nacional exportable sin aranceles y el acceso a un mercado de 614 millones de personas, se prevé entre en vigencia el 01 de enero del 2017, siempre

y cuando se cumpla la ratificación en los legislativos de las partes<sup>29</sup>, lo mencionado generaría una oportunidad de crecimiento a todas las empresas exportadoras, incluyendo a PRODUCTORA CARTONERA S.A.

### 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 19: 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%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

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

La empresa tiene fuertes ventajas competitivas que le han permitido 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, 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 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 20: 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

<sup>29</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-firma-acuerdo-union europea-exportaciones.html>

Producto terminado de alta calidad.	agroindustrial.
<b>OPORTUNIDADES</b>	<b>AMENAZAS</b>
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	

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 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 importante 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.

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 adicionales, 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 2012, 2013, 2014 y 2015 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, cortados al 30 de septiembre de 2015 y 30 de septiembre de 2016.

### **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos de la compañía presentaron una tendencia creciente que pasó de USD 102,57 millones en 2012 a USD 127,13 millones en 2014, gracias en parte a que el sector doméstico tuvo un repunte importante.

Para diciembre de 2015, los ingresos de la compañía disminuyen en un 6,86% (USD 118,41 millones) frente a lo reportado en su similar periodo de 2014, lo que tuvo su origen en el encarecimiento de productos exportables como consecuencia de la apreciación del dólar a tal punto que Ecuador dejó de ser el principal exportador de banano del mundo, pues fue 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.

Al 30 de septiembre de 2016, los ingresos (USD 78,96 millones) reflejaron una disminución del 11,97% con respecto al similar periodo de 2015 (USD 89,70 millones), debido a la caída en ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero.

Los costos de ventas presentaron una tendencia creciente que pasó de un 83,44% de los ingresos ordinarios en 2012 hasta un 87,87% en 2015, lo que obedece en parte al comportamiento de la materia prima utilizada, ya que está supeditada al precio internacional, sobre el cual la compañía no tiene control. Como consecuencia de lo mencionado, el margen bruto tuvo una tendencia decreciente, desde un 16,56% en 2012 hasta un 12,13% en 2015.

Se debe aclarar que, si bien los costos de consumo de materias primas se han mantenido estables, los costos de ventas han ido incrementando en razón de los contratos de proveeduría suscritos con su principal abastecedor de papel (SURPAPEL CORP S.A., empresa que forma parte del grupo).

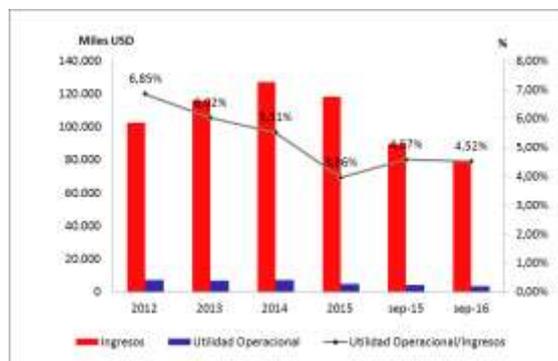
Al 30 de septiembre de 2016, los costos de ventas demostraron una leve tendencia a la baja, pues luego de haber significado el 87,57% de los ingresos en septiembre de 2015, pasó a un 86,01% en septiembre de 2016, lo que va de la mano con el comportamiento de las ventas. Por lo indicado, el margen bruto, demostró una ligera disminución al pasar de 12,43% sobre los ingresos en septiembre de 2015 a 13,99% en septiembre de 2016.

Los gastos operacionales presentaron una tendencia levemente creciente a partir del año 2013, es así que pasaron de significar el 7,69% de los ingresos ordinarios en ese año a un 8,17% en el año 2015, lo que determinó un margen operacional decreciente que pasó de 6,85% en 2012 hasta un 3,96% en 2015.

Para el 30 de septiembre de 2016, los gastos operacionales significaron el 9,47% de los ingresos, porcentaje superior a lo evidenciado en agosto de 2015 (7,86% de los ingresos), debido a un incremento en sus gastos de ventas. A pesar de lo mencionado, el margen operacional se mantuvo en niveles similares, pues luego de

haberse ubicado en un 4,57% sobre los ingresos en septiembre de 2015 pasó a un 4,52% en septiembre de 2016.

GRÁFICO 12: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

La representación de los gastos financieros se registró descendente a medida que la deuda financiera se fue amortizando, es así que a diciembre de 2013 representó el 4,16% de los ingresos, mientras que a diciembre de 2015 lo hizo con un 2,54%.

Para septiembre de 2016, continua la tendencia a la baja, sin embargo ésta es casi imperceptible, pues pasó de 2,74% de los ingresos en septiembre de 2015 a 2,57% en septiembre de 2016, lo que obedece a la reducción de sus obligaciones con costo.

Luego de descontar el rubro de otros ingresos y egresos (que representaron generalmente menos del 1%), y el pago de impuestos, la compañía presentó un margen neto para los periodos 2012 y 2014 (3,48% y 0,73%), mientras que para los años 2013 y 2015, la compañía arrojó pérdidas netas, que representaron el -0,40% y el -0,02% de los ingresos.

En septiembre de 2016, la utilidad antes de impuestos representó el 1,07% de los ingresos ordinarios, porcentaje ligeramente inferior al 1,27% de septiembre de 2015, lo que obedece al registro de menores y el incremento de sus gastos operacionales.

### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

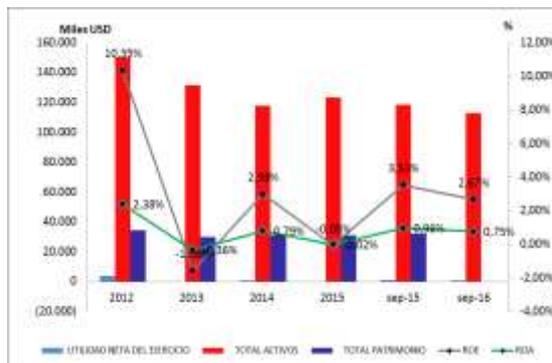
Los indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) presentan un comportamiento variable, debido a los cambios que se produjeron en la utilidad neta. Tal es el caso que, para los años 2013 y 2015, la compañía no registró rentabilidad alguna, debido a las pérdidas arrojadas para dichos periodos.

Para septiembre de 2016, la rentabilidad de la compañía fue inferior a la presentada en su similar periodo de 2015, debido a la disminución de su utilidad antes de impuestos.

CUADRO 21, GRÁFICO 13: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2012	2013	2014	2015
ROA	2,38%	-0,36%	0,79%	-0,02%
ROE	10,35%	-1,56%	2,98%	-0,08%

Ítem	sep-15	sep-16
ROA	0,96%	0,75%
ROE	3,53%	2,67%



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

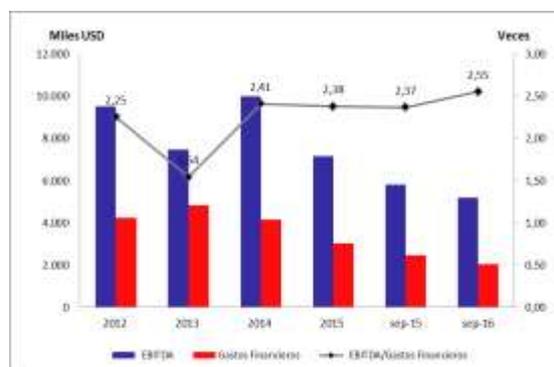
En lo que respecta al EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. se puede observar que mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional en cada periodo, no obstante, se mantiene en un nivel interesante sobre la participación de los ingresos, es así que para el año 2012 este rubro se ubicó en USD 9,50 millones, (9,26% de los ingresos), mientras que para diciembre de 2015 fue de USD 7,15 millones (6,04% de los ingresos). A pesar de la tendencia decreciente, se observa que la compañía posee una adecuada capacidad de generación de flujos para hacer frente a sus obligaciones.

Para septiembre de 2016 el EBITDA (acumulado) presentó un descenso de 11,03% con respecto a septiembre de 2015, pues el EBITDA (acumulado) se ubicó en USD 5,17 millones (6,55% de los ingresos), luego de haber registrado una suma de USD 5,81 millones en septiembre de 2015 (6,48% de los ingresos), debido a la disminución demostrada en su utilidad operacional.

CUADRO 22, GRÁFICO 14: EBITDA Y COBERTURA

Ítem	2012	2013	2014	2015
EBITDA	9.503	7.450	9.987	7.151
Gastos Financieros	4.218	4.831	4.145	3.007
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,25	1,54	2,41	2,38

Ítem	sep-15	sep-16
EBITDA	5.812	5.171
Gastos Financieros	2.454	2.026
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,37	2,55



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

Por otro lado, la cobertura del EBITDA (acumulado) sobre Gastos Financieros presenta un comportamiento ligeramente estable, pues, luego de ubicarse en 2,25 veces al cierre de 2012 pasó a 2,38 veces a diciembre de 2015, mientras que para septiembre de 2016, este llegó a 2,55 veces, indicativo de que la compañía generó los recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones.

## Capital Adecuado Activos

Los activos totales de la compañía presentaron una tendencia decreciente desde USD 149,92 millones en 2012 hasta USD 117,78 millones en 2014, debido principalmente a la desinversión en las acciones de SURPAPEL CORP S.A., y a la disminución en cuentas por cobrar a relacionadas.

Para el año 2015 el nivel de activos se recuperó en 4,64%, frente a lo reportado en su similar periodo de 2014, producto del incremento en los activos corrientes, específicamente en inventarios y cuentas por cobrar.

Al 30 de septiembre de 2016 el total de los activos decrece frente a diciembre de 2015 (-8,37%), principalmente por el decrecimiento en los activos corrientes, específicamente en Inventarios, Cuentas por Cobrar relacionadas y Activos por impuestos corrientes.

La estructura de los activos determina una mayor presencia de aquellos de tipo corriente a lo largo de todo el periodo analizado, con un promedio anual del 64,38%. El principal rubro de los activos corrientes son los Inventarios, que a diciembre de 2015 representaron el 29,98% de los activos y a septiembre de 2016 el 28,18%. Dentro de los inventarios, los valores más altos se registran en materia prima, principalmente papel. El siguiente rubro en importancia dentro de los activos corrientes son las Cuentas por cobrar clientes, que a diciembre de 2015 representaron el 24,25% de los activos y a septiembre de 2016 el 24,32%.

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. (misma que se encontraba en proceso de renovación hasta octubre de 2016), 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.

Los activos corrientes incluyen la cuenta Documentos por cobrar, cuyos saldos corresponden principalmente a un préstamo que genera intereses, otorgado para capital de trabajo a Cartonera Asociada S.A., cuyo vencimiento es en diciembre de 2016. Así también mantiene cuentas por cobrar a relacionadas que presentan una clara tendencia decreciente, desde USD 30,93 millones (20,63% de los activos) en 2012 hasta un USD 3,41 millones (2,77% de los activos) en 2015, mientras que para septiembre de 2016 caen a USD 0,48 millones (0,43% de los activos), lo que evidencia un manejo conservador sobre el endeudamiento con sus relacionadas.

El rubro más importante de los activos es propiedad, planta y equipo con una representación del 33,95% al 30 de septiembre de 2016 (29,67% a diciembre de 2015), lo cual ratifica el carácter industrial de la compañía; en segundo lugar se ubican los inventarios con el 28,18%, seguido por cuentas por cobrar clientes con el 24,32%.

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.

## **Pasivos**

Los pasivos totales de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron una tendencia decreciente que pasó de USD 115,40 millones en 2012 hasta USD 86,72 millones en 2014, básicamente por la disminución en el saldo de sus obligaciones bancarias así como en otras cuentas por pagar.

Al cierre de 2015, la tendencia cambia, y el total de pasivos se incrementa a USD 92,32 millones, básicamente por el incremento en los saldos de proveedores, obligaciones bancarias y cuentas por pagar a relacionadas.

Al 30 de septiembre de 2016, los pasivos descendieron en 12,09% frente a diciembre de 2015, hasta ubicarse en USD 81,16 millones, básicamente por el decremento de su deuda financiera.

En cuanto al financiamiento de activos por parte de los pasivos, a lo largo del periodo analizado presentó un promedio del 75,68%, 74,91% al 31 de diciembre de 2015 y 71,87% al 30 de septiembre de 2016. En su estructura, los pasivos estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, con un

promedio anual del 56,49% del total de los pasivos (65,43% a diciembre de 2015 y 57,66% al 30 de septiembre de 2016).

El rubro más representativo de los pasivos es proveedores, que a diciembre de 2015 financió el 29,56% de los activos y al 30 de septiembre de 2016 lo hizo en un 28,51%. Los principales proveedores son aquellos que abastecen a la compañía de su principal materia prima, papel, de los cuales PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con una cartera interesante constituida por varias compañías entre nacionales y extranjeras.

El segundo rubro más importante de los pasivos es la deuda financiera, que al 30 de septiembre de 2016 financió un 27,19% del total de activos (25,99% a diciembre de 2015), siendo la deuda de corto plazo la que lo hizo en mayor medida con el 17,66% (20,60% a diciembre de 2015).

La deuda financiera, está constituida por créditos concedidos por instituciones bancarias y las emisiones vigentes en el Mercado de Valores y un rubro pequeño de Encargos Fiduciarios (letras de cambio), que corresponde a documentos negociados en el mercado extrabursátil con descuento. Las emisiones en el Mercado de Valores, al 30 de septiembre de 2016 representaron el 63,51% de la deuda financiera, los créditos bancarios el 36,49%.

### Patrimonio

La compañía presenta un moderado respaldo por parte de su patrimonio, puesto que en el periodo analizado (2012-2015) financió en promedio el 24,32% de los activos totales, alcanzando a diciembre de 2015 un valor de USD 30,92 millones (financiando el 25,09% del total de activos), mientras que a septiembre de 2016 este fue de USD 31,76 millones (financiando el 28,13% del total de activos).

Con respecto a su estructura, se debe indicar que históricamente los rubros más representativos fueron el capital social y las reservas. Las utilidades del ejercicio, se presentaron en los años 2012 y 2014, mientras que en 2013 y 2015 hubo pérdidas. Tanto las reservas como los resultados del ejercicio y los resultados acumulados no llegaron a representar más del 2% de los activos, salvo por la utilidad neta de 2012 que representó el 2,38%.

El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en USD 27,56 millones, monto que al 30 de septiembre de 2016 financió un 24,41% de los activos (22,36% a diciembre de 2015).

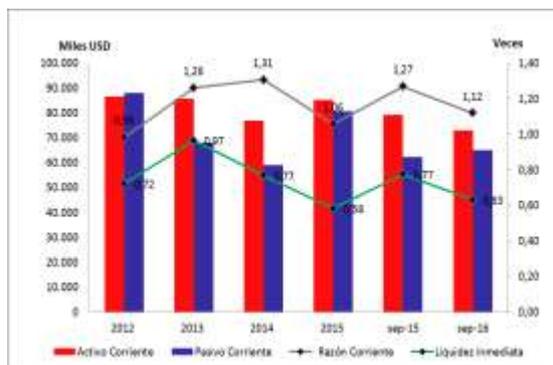
### Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, con excepción del año 2012, superan la unidad, ubicándose al 31 de diciembre de 2015 en 1,06 veces y al 30 de septiembre de 2016 en 1,12 veces, lo que demuestra un eficiente manejo del capital de trabajo y del flujo de efectivo, al mantener al mínimo recursos líquidos improductivos.

CUADRO 23, GRÁFICO 15: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2012	2013	2014	2015
Activo Corriente	86.549	85.782	76.925	85.203
Pasivo Corriente	88.012	68.018	58.900	80.630
Razón Circulante	0,98	1,26	1,31	1,06
Liquidez Inmediata	0,72	0,97	0,77	0,58

Ítem	sep-15	sep-16
Activo Corriente	79.115	72.846
Pasivo Corriente	62.329	65.110
Razón Circulante	1,27	1,12
Liquidez Inmediata	0,77	0,63



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

Tras la deducción de inventarios y gastos pagados por anticipado del total de activos corrientes, se obtiene una liquidez inmediata de 0,58 veces al 31 de diciembre de 2015 y de 0,63 veces al 30 de septiembre de 2016.

### Indicadores de Eficiencia

PRODUCTORA CARTONERA S.A. a partir del año 2014 presentó un periodo de cobros que fluctuó entre los 96 días a los 100 días para el año siguiente, y 90 días al 30 de septiembre de 2016, 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 comparado con los años 2012 y 2013, cuando se registraron periodos de cobros de 170 y 159 días respectivamente.

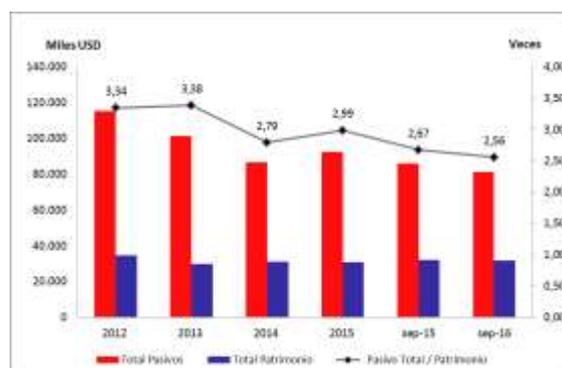
Por otro lado, al referirnos al indicador “Plazo de Proveedores” (periodo de pago a proveedores), se pudo evidenciar que la compañía pagó a sus proveedores en 128 días a diciembre de 2015 (130 días a septiembre de 2016), determinando que existe un calce entre el tiempo de cobranza de sus facturas y el pago a sus proveedores, de 28 días a diciembre de 2015 y de 40 días a septiembre de 2016.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantiene sus existencias en bodega por un plazo de 130 días a diciembre de 2015 (128 días a septiembre de 2016), determinando que existe un desfase al restar al plazo de proveedores, el periodo de cobros y la duración de existencias, de 102 días a diciembre de 2015 y de 88 días a septiembre de 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 privilegia el uso de fuentes externas, en tal virtud presentó un comportamiento relativamente estable a lo largo de los periodos analizados, al pasar de 3,34 veces en 2012 a 2,99 veces en 2015, lo que va atado a la tendencia demostrada tanto en el pasivo como en el patrimonio. Para septiembre de 2016 el apalancamiento de la compañía se situó en 2,56 veces.

GRÁFICO 16: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

Entre tanto, el indicador que relaciona los pasivos totales con el capital social de la compañía, muestra una tendencia decreciente, que pasó de 4,19 veces en 2012 hasta 3,15 veces en 2014; para diciembre de 2015 sube levemente a 3,35 veces, mientras que a septiembre de 2016 decae a 2,94 veces, lo que evidencia que el capital social se ha mantenido sin variaciones frente a las transiciones demostradas en los pasivos a lo largo de los periodos analizados.

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 2015 registró 12,91 veces, evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones. Al 30 de septiembre de 2016, esta relación se redujo levemente a 12,47 años.

Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 4,48 años a diciembre de 2015 (4,29 años a diciembre de 2014). Para septiembre de 2016, esta relación aumentó a 4,72 años.

Finalmente, el indicador de solidez que relaciona el patrimonio total/activo total, presentó un comportamiento variable al pasar de 23,02% en 2012 a 25,09% en 2015 (26,37% a diciembre de 2014), debido a las fluctuaciones presentadas tanto en el patrimonio como en el activo. Para septiembre de 2016 la solidez se ubicó en 28,13%. A pesar de las variaciones mencionadas, es evidente la participación que ha tenido el patrimonio de la empresa en el financiamiento de los activos de la empresa.

## **Contingentes**

PRODUCTORA CARTONERA S.A. registra varias operaciones en el sistema financiero como codeudor de una de sus relacionadas. Dichas operaciones representan el 24,41% del total de activos al 30 de septiembre de 2016, por lo que podrían generar un riesgo en caso de que el titular de la deuda no realice los pagos respectivos.

## **Liquidez de los instrumentos**

### **Situación del Mercado Bursátil<sup>30</sup>**

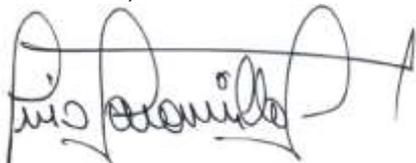
De enero a octubre de 2016, el Mercado de Valores autorizó 23 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 95,65% pertenecieron al sector mercantil y el 4,35% al sector financiero, lo que determinó que 8 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 15 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 205,80 millones, valor que representó 38,84% del monto total de emisiones autorizadas.

Las Titularizaciones representaron el 5,55%, las Emisiones de Papel Comercial el 53,88% y las acciones el 2,18% del total aprobado. Hasta el 31 de octubre de 2016, el Mercado de Valores autorizó procesos de oferta pública de acciones, titularizaciones, emisiones de obligaciones y papeles comerciales, por un monto total de USD 529,87 millones, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de comercio al por mayor y menor con el 42,46%, industrias y manufacturas con el 36,14%, mientras que el segmento de actividades financiera y de seguros contribuyó con el 5,66%.

## **Liquidez de los títulos**

Al ser la calificación inicial de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – **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 revisiones de la presente calificación.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**



Ing. Andrea Salazar  
**Analista**

<sup>30</sup> Tomado del Boletín Mensual de Mercado de Valores publicado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (última información disponible).  
<http://www.supercias.gob.ec>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)**

Cuenta	2012	2013	2014	sep-15	2015	sep-16
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.534	3.904	1.499	606	1.200	1.603
Cuentas por cobrar clientes neta de provisión	17.780	25.794	25.671	32.816	29.881	27.465
Provisión cuentas incobrables	(889)	(889)	(889)	(846)	(846)	(2.046)
Inventarios	23.028	19.705	30.874	30.834	36.948	31.825
Cuentas por cobrar relacionados	30.934	25.637	8.519	251	3.408	484
Otros Activos Corrientes	14.162	11.631	11.251	15.453	14.612	13.515
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>86.549</b>	<b>85.782</b>	<b>76.925</b>	<b>79.115</b>	<b>85.203</b>	<b>72.846</b>
Propiedad, planta y equipo neto	37.439	41.085	38.818	37.143	36.561	38.337
Otros Activos No Corrientes	25.927	4.436	2.032	1.971	1.476	1.739
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>63.366</b>	<b>45.521</b>	<b>40.850</b>	<b>39.114</b>	<b>38.037</b>	<b>40.076</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>149.915</b>	<b>131.303</b>	<b>117.775</b>	<b>118.229</b>	<b>123.240</b>	<b>112.923</b>
<b>PASIVOS</b>						
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	38.178	32.655	16.653	19.058	25.389	19.941
Proveedores locales y del exterior	37.091	22.313	29.730	29.476	36.434	32.189
Cuentas por pagar relacionadas	6.448	7.180	9.359	9.949	15.371	8.991
Otros Pasivos Corrientes	6.295	5.870	3.158	3.846	3.436	3.989
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>88.012</b>	<b>68.018</b>	<b>58.900</b>	<b>62.329</b>	<b>80.630</b>	<b>65.110</b>
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	25.578	31.227	26.224	16.653	6.641	10.766
Otros Pasivos No Corrientes	1.808	2.112	1.597	7.055	5.053	5.284
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>27.386</b>	<b>33.339</b>	<b>27.821</b>	<b>23.708</b>	<b>11.694</b>	<b>16.050</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>63.756</b>	<b>63.882</b>	<b>42.877</b>	<b>35.711</b>	<b>32.030</b>	<b>30.706</b>
Deuda Financiera C/P	38.178	32.655	16.653	19.058	25.389	19.941
Deuda Financiera L/P	25.578	31.227	26.224	16.653	6.641	10.766
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>115.398</b>	<b>101.357</b>	<b>86.721</b>	<b>86.037</b>	<b>92.324</b>	<b>81.160</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559
Reservas	1.299	1.743	1.743	1.743	1.836	1.835
Utilidad neta del ejercicio	3.574	-467	926	1.138	-25	847
Resultados acumulados	2.085	1.111	826	1.752	1.546	1.521
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>34.517</b>	<b>29.946</b>	<b>31.054</b>	<b>32.192</b>	<b>30.916</b>	<b>31.763</b>

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

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2012	2013	2014	sep-15	2015	sep-16
<b>Ventas</b>	<b>102.570</b>	<b>116.029</b>	<b>127.134</b>	<b>89.699</b>	<b>118.412</b>	<b>78.959</b>
Costo de ventas	85.588	100.121	109.953	78.551	104.048	67.916
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>16.982</b>	<b>15.908</b>	<b>17.181</b>	<b>11.147</b>	<b>14.364</b>	<b>11.043</b>
TOTAL GASTOS	9.960	8.918	10.178	7.048	9.674	7.477
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>7.022</b>	<b>6.990</b>	<b>7.003</b>	<b>4.099</b>	<b>4.690</b>	<b>3.566</b>
Gastos Financieros	4.218	4.831	4.145	2.454	3.007	2.026
Otros ingresos / egresos netos	36	(1.471)	(802)	(507)	(503)	(694)
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.</b>	<b>2.840</b>	<b>688</b>	<b>2.056</b>	<b>1.138</b>	<b>1.180</b>	<b>847</b>
Participaciones	0	0	0	0	0	0
Impuesto a la Renta (menos)	(734)	1.155	1.130	0	1.205	0
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>3.574</b>	<b>(467)</b>	<b>926</b>	<b>1.138</b>	<b>(25)</b>	<b>847</b>

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

**ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS**

Razón Financiera	2012	2013	2014	sep-15	2015	sep-16
Gastos Operacionales / Ingresos	9,71%	7,69%	8,01%	7,86%	8,17%	9,47%
Utilidad Operacional / Ingresos	6,85%	6,02%	5,51%	4,57%	3,96%	4,52%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	3,48%	-0,40%	0,73%	1,27%	-0,02%	1,07%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	196,47%	-1496,79%	756,26%	360,28%	-18760,00%	420,95%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	1,01%	314,99%	-86,61%	-44,58%	2012,00%	-81,87%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	118,02%	-1034,48%	447,62%	215,71%	-12028,00%	239,08%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	10,35%	-1,56%	2,98%	3,53%	-0,08%	2,67%
Rentabilidad sobre Activos	2,38%	-0,36%	0,79%	0,96%	-0,02%	0,75%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	0,98	1,26	1,31	1,27	1,06	1,12
Liquidez Inmediata	0,72	0,97	0,77	0,77	0,58	0,63
Capital de Trabajo	-1.463	17.764	18.025	16.786	4.573	7.736
Capital de Trabajo / Activos Totales	-0,98%	13,53%	15,30%	14,20%	3,71%	6,85%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	9.503	7.450	9.987	5.812	7.151	5.171
EBITDA anualizado	9.503	7.450	9.987	7.750	7.151	6.510
Ingresos	102.570	116.029	127.134	89.699	118.412	78.959
Gastos Financieros	4.218	4.831	4.145	2.454	3.007	2.026
EBITDA / Ingresos	9,26%	6,42%	7,86%	6,48%	6,04%	6,55%
EBITDA/Gastos Financieros	2,25	1,54	2,41	2,37	2,38	2,55
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,11	0,11	0,16	0,11	0,15	0,12
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	8,01	2,68	28,21	-0,58	24,49	2,77
Gastos de Capital / Depreciación	0,60	8,19	0,14	-7,74	0,13	1,46
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	3,34	3,38	2,79	2,67	2,99	2,56
Activo Total / Capital Social	5,44	4,76	4,27	4,29	4,47	4,10
Pasivo Total / Capital Social	4,19	3,68	3,15	3,12	3,35	2,94
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	6,71	8,57	4,29	4,61	4,48	4,72
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	12,14	13,60	8,68	11,10	12,91	12,47
Deuda Financiera / Pasivo	55,25%	63,03%	49,44%	41,51%	34,69%	37,83%
Deuda Financiera / Patrimonio	184,71%	213,32%	138,07%	110,93%	103,60%	96,67%
Pasivo Total / Activo Total	76,98%	77,19%	73,63%	72,77%	74,91%	71,87%
Capital Social / Activo Total	18,38%	20,99%	23,40%	23,31%	22,36%	24,41%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	23,02%	22,81%	26,37%	27,23%	25,09%	28,13%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	170	159	96	98	100	90
Duración de Existencias (días)	98	72	102	107	130	128
Plazo de Proveedores (días)	158	81	99	102	128	130

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