Class International Rating
CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

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

Quito - Ecuador
Sesión de Comité No. 143/2017, del 30 de junio de 2017
Información Financiera cortada al 30 de abril de 2017

Analista: Ing. Ivana Vizcaino
ivana.vizcaino@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

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

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 143/2017 del 30 de junio de 2017 decidió otorgar la calificación de **"AA" (Doble A)** a la Quinta 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 Quinta 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 accionarial de PRODUCTORA CARTONERA S.A., con lo cual la empresa incrementó su volumen de ventas, alcanzando un nivel de producción de 113 mil toneladas métricas aproximadamente.
- Posteriormente, para el año 2009, DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias, en donde la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. (Holding) adquirió el 100% del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., proyectándose en el mercado como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.
- 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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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, puesto que pasaron de USD 116,03 millones en 2013 a USD 127,13 millones en 2014, en parte gracias a que el sector doméstico tuvo un repunte importante. Para diciembre de 2016, los ingresos de la compañía disminuyen en un 12,95% (USD 103,07 millones) frente a lo reportado en su similar periodo de 2015 (USD 118,41 millones), lo que tuvo su origen entre otras cosas 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. Al 30 de abril de 2017, los ingresos (USD 36,74 millones) reflejaron una disminución del 2,46% con respecto al similar periodo de 2016 (USD 37,67 millones), debido a la caída en ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero y a que los precios son menores a los registrados en el año anterior.
- Los ingresos alcanzados por PRODUCTORA CARTONERA S.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, por lo que la compañía alanzó un margen operativo positivo para todos los periodos analizados, sin embargo, su tendencia fue decreciente, puesto pasó de 6,02% en el 2013 a 3,96% en el año 2015 y un 3,46% para diciembre de 2016, reducción que obedece al mayor peso de los gastos operacionales sobre sus ingresos como consecuencia de la disminución de los ingresos. Para abril de 2017, el margen operacional se ubicó en 5,51% de los ingresos, evidenciando una disminución frente a lo establecido en su similar periodo del año anterior (6,92%), debido al registro de menores ventas.
- Luego de descontar el rubro de otros ingresos y egresos (que representaron generalmente menos del 1%), y el pago de impuestos, la compañía generó una pérdida neta en los años 2013 y 2015 (-0,40% y -0,02% de los ingresos). No obstante, para el año 2016, la utilidad neta de la compañía se recupera, arrojando resultados positivos (2,20% de los ingresos), gracias al incremento de otros ingresos que representaron el 2,44% de los ingresos (-0,42% en diciembre de 2015), mismos que se originaron de la venta de una máquina pre-printer flexográfica a su compañía relacionada Surpapelcorp S.A. En abril de 2017, la utilidad antes de impuestos representó el 2,58% de los ingresos ordinarios, porcentaje inferior al 3,75% de abril 2016, lo que obedece a al crecimiento de sus gastos financieros.
- El EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional de cada periodo, no obstante, se mantiene en un nivel aceptable sobre la participación de los ingresos, es así que para el año 2014 significó el 7,86% de los ingresos, mientras que para diciembre de 2016 fue de 6,20% sobre los ingresos. A pesar de la tendencia decreciente, se observa que la compañía posee una aceptable capacidad de generación de flujos para hacer frente a sus obligaciones. Para abril de 2017 el EBITDA (acumulado) presentó un decrecimiento de 5,31% con respecto a abril de 2016, ubicándose en USD 3,15 millones (8,56% de los ingresos), luego de haber registrado una suma de USD 3,32 millones en abril de 2016 (8,82% de los ingresos), debido a la disminución presentada en su utilidad operacional.
- A partir del año 2014 los activos totales de la compañía presentaron una tendencia creciente, es así que pasaron de USD 117,78 millones en ese año a USD 134,48 millones en 2016, producto del incremento de la propiedad planta y equipo, pues se revalorizaron varios activos[1]. Al 30 de abril de 2017 el total de los activos

[1] Los activos totales decrecieron entre los años 2013 y 2014 debido principalmente a la desinversión en las acciones de SURPAPELCORP S.A., y a la disminución en cuentas por cobrar a relacionadas.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

crece a USD 138,42 millones, frente a lo registrado en abril de 2016 (USD 114,65 millones), principalmente por el crecimiento de los activos no corrientes, específicamente en propiedad planta y equipo.

- Al igual que los activos, los pasivos totales de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron una tendencia creciente a partir del año 2014, pues pasaron de financiar el 73,63% de los activos en 2014 a 70,04% de los activos a diciembre de 2016, determinando que para este último periodo se evidenció una restructuración de parte de los pasivos de corto plazo a largo plazo, específicamente en cuentas por pagar a relacionadas y socios. Al 30 de abril de 2017, los pasivos financiaron el 70,21% de los activos, evidenciando un incremento frente a su similar periodo del año anterior (USD 82,32 millones que financió el 71,80% de los activos), debido al registro de una mayor deuda con costo.
- Al 30 de abril de 2017, la deuda financiera fondeó el 32,41% de los activos, determinando que el 54,46% de ésta correspondió al corto plazo y el restante 45,54% al largo plazo. La deuda financiera de la empresa contempla principalmente deuda en el Mercado de Valores y en el sistema financiero nacional.
- La compañía presenta un moderado respaldo por parte de su patrimonio, puesto que en el periodo analizado (2013-2016) financió en promedio el 26,05% de los activos totales, alcanzando a diciembre de 2016 un valor de USD 40,28 millones (financiando el 29,96% del total de activos), mientras que a abril de 2017 este ascendió a USD 41,23 millones (financiando el 29,79% del total de activos), gracias al incremento de sus resultados acumulados.
- 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 abril de 2017 financió un 19,91% de los activos (20,49% a diciembre de 2016).
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que durante el periodo 2013-2016 privilegió el financiamiento con fuentes externas, no obstante, presentó un comportamiento decreciente a lo largo de los periodos analizados, al pasar de 3,38 veces en 2013 a 2,34 veces en 2016, lo que va atado a la tendencia demostrada tanto en el pasivo como en el patrimonio. Para abril de 2017 el apalancamiento de la compañía se situó en 2,36 veces.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados son superior a la unidad, ubicándose al 31 de diciembre de 2016 en 1,01 veces y al 30 de abril de 2017 en 1,13 veces, lo que demuestra un eficiente manejo del capital de trabajo y del flujo de efectivo, al mantener al mínimo recursos líquidos improductivos.
- La calidad de la cartera había venido deteriorándose 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%; para el año 2016 se recuperó, representando el 45,23%, sin embargo para abril de 2017 la cartera por vencer presenta un ligero deterioro reduciéndose a 44,83% sobre la cartera total; por otro lado, la cartera vencida más de 360 días, en 2014 representó el 11,77% de la cartera total, en 2015 subió al 17,12%, en el año 2016 29,03% y para abril de 2017 ascendió ligeramente a un 29,64%, el valor más alto registrado históricamente. Se observa un deterioro de la cartera vencida más de 360 días, lo que sugiere la toma de acción inmediata por parte de la empresa para fortalecer la gestión de cobranza y evitar un mayor riesgo de incobrabilidad.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PRODUCTORA CARTONERA S.A., reunida el 11 de abril de 2017, 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 21 de junio de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, ante la Notaria Pública Segunda del Cantón Rumiñahui, suscribieron el contrato de 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, 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;

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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).

- 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 3,00 veces
  - ✓ Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio menor al 10%.
    - ❖ Para la base de la verificación se tomarán los estados financieros **semestrales** correspondientes a **junio 30 y diciembre 31 de cada año.**
- Al 30 de abril de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 83,84 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 67,07 millones, presentando a su vez una cobertura de 9,58 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.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- 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 Quinta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A. son las cuentas por cobrar comerciales (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 comerciales (sin provisión) que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- La concentración de ventas en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- 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 comerciales (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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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.

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

Según lo establecido en el 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 7,55 millones a abril de 2017, 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 Quinta 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 11 de abril de 2017.
- Escritura de la Quinta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo del 21 de junio de 2017.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2013, 2014, 2015 y 2016 de PRODUCTORA CARTONERA S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 30 de abril de 2016 y 30 de abril de 2017.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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

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

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

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
INTRODUCCIÓN
Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PRODUCTORA CARTONERA S.A., conformada por el 100% de sus accionistas, reunida en Durán el 11 de abril de 2017, 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 21 de junio de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, ante la Notaria Pública 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

QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO - PRODUCTORA CARTONERA S.A.				
Emisor	PRODUCTORA CARTONERA S.A.			
Capital a Emitir	7'000.000,00			
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Obligaciones	Desmaterializadas, por lo cual podrán emitirse por cualquier valor nominal siempre que sea múltiplo de USD 1,00.			
Clase, Monto , Plazo y Tasa	**CLASE**	**MONTO**	**PLAZO**	**TASA DE INTERÉS**
	A	USD 500.000,00	390 días	7,50% fija nominal
	B	USD 1.000.000,00	720 días	7,80% fija nominal
	C	USD 3.000.000,00	1.080 días	8,00% fija nominal
	D	USD 2.500.000,00	1.440 días	8,50% fija nominal
Pago de intereses Clase A	Cada 30 días contados a partir de la fecha de emisión y se calcularán sobre saldos de capital.			
Pago de intereses Clases B , C y D	Cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión y se calcularán sobre saldos de capital.			
Amotización de Capital Clase A	Pagado al vencimiento.			
Amotización de Capital Clases B y C	Cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión, cada pago en la clase B se amortizará una octava parte del capital de las obligaciones, y en la clase C se amortizará una décimo segunda parte del capital de las obligaciones			
Amotización de Capital Clase D	Cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión con un año de gracia, una vez transcurrido el año de gracia; se amortizará una décimo segunda parte del capital de las obligaciones.			
Base de cálculo de intereses	30/360, es decir se consideran años de 360 días, 12 meses, con duración de 30 días cada mes.			
Fecha de la Emisión	La fecha en que se realice la primera colocación de cada Clase de la emisión.			
Contrato de Underwriting	El emisor y Mercapital Casa de Valores S.A. suscribieron un contrato de underwriting.			

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE).
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Tipo de Oferta	Pública.
Destino de los recursos a captar	En su totalidad a sustitución de pasivos de la compañía en general, siempre y cuando se trate de instituciones y/o empresas no relacionadas con la compañía
Rescates anticipados	No se establece un sistema de sorteos y rescates anticipados al respecto de la presente emisión. Sin embargo, las obligaciones podrán ser rescatadas anticipadamente mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los tenedores de las obligaciones, conforme lo resuelvan en forma unánime los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo 168 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Sistema de colocación	Bursátil.
Estructurador Financiero y Legal y Agente Colocador	MERCAPITAL Casa de Valores S.A.
Resguardos de la Emisión (establecidos en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (Hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera))	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: ✓ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).
Limitaciones de Endeudamiento	• 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 3,00 veces • Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio menor al 10%.

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				
Mes	**Capital**	**Interés**	**Dividendo**	**Saldo**
				500.000,00
1	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
2	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
3	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
4	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
5	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
6	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
7	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
8	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
9	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
10	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
11	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
12	-	3.125,00	3.125,00	500.000,00
13	500.000,00	3.125,00	503.125,00	-
	500.000,00	**40.625,00**	**540.625,00**	

CLASE B				
Trim	**Capital**	**Interés**	**Dividendo**	**Saldo**
				1.000.000,00
1	125.000,00	19.500,00	144.500,00	875.000,00
2	125.000,00	17.062,50	142.062,50	750.000,00
3	125.000,00	14.625,00	139.625,00	625.000,00
4	125.000,00	12.187,50	137.187,50	500.000,00
5	125.000,00	9.750,00	134.750,00	375.000,00
6	125.000,00	7.312,50	132.312,50	250.000,00
7	125.000,00	4.875,00	129.875,00	125.000,00
8	125.000,00	2.437,50	127.437,50	-
	1.000.000,00	**87.750,00**	**1.087.750,00**	

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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CLASE C				
Trim	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
				3.000.000,00
1	250.000,00	60.000,00	310.000,00	2.750.000,00
2	250.000,00	55.000,00	305.000,00	2.500.000,00
3	250.000,00	50.000,00	300.000,00	2.250.000,00
4	250.000,00	45.000,00	295.000,00	2.000.000,00
5	250.000,00	40.000,00	290.000,00	1.750.000,00
6	250.000,00	35.000,00	285.000,00	1.500.000,00
7	250.000,00	30.000,00	280.000,00	1.250.000,00
8	250.000,00	25.000,00	275.000,00	1.000.000,00
9	250.000,00	20.000,00	270.000,00	750.000,00
10	250.000,00	15.000,00	265.000,00	500.000,00
11	250.000,00	10.000,00	260.000,00	250.000,00
12	250.000,00	5.000,00	255.000,00	-
	3.000.000,00	390.000,00	3.390.000,00	

CLASE D				
Trim	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
				2.500.000,00
1	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00
2	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00
3	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00
4	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00
5	208.333,33	53.125,00	261.458,33	2.291.666,67
6	208.333,33	48.697,92	257.031,25	2.083.333,33
7	208.333,33	44.270,83	252.604,17	1.875.000,00
8	208.333,33	39.843,75	248.177,08	1.666.666,67
9	208.333,33	35.416,67	243.750,00	1.458.333,33
10	208.333,33	30.989,58	239.322,92	1.250.000,00
11	208.333,33	26.562,50	234.895,83	1.041.666,67
12	208.333,33	22.135,42	230.468,75	833.333,33
13	208.333,33	17.708,33	226.041,67	625.000,00
14	208.333,33	13.281,25	221.614,58	416.666,67
15	208.333,33	8.854,17	217.187,50	208.333,33
16	208.333,33	4.427,08	212.760,42	-
	2.500.000,00	557.812,50	3.057.812,50	

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 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)

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.

Limitaciones de Endeudamiento

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

- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,0 veces.
- Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio igual o menor a 3,00 veces
- 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.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 detallas 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 Quinta 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 abril de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A., estuvo conformada por un total de activos de USD 138,42 millones, de los cuales el 75,85% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 6: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (ABRIL 2017)

Activos	Libres	%
Disponibles	808.035	0,77%
Exigibles	27.135.412	25,85%
Realizables	21.006.369	20,01%
Propiedad Planta y Equipo	40.689.023	38,76%
Otros activos	15.351.256	14,62%
TOTAL	**104.990.094**	**100,00%**

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de abril de 2017, 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. (hoy junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), 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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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[2].

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. (hoy junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera).

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de abril de 2017, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 83,84 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 67,07 millones presentando a su vez una cobertura de 9,58 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 vigente.

CUADRO 7: CÁLCULO DEL 80% ACTIVOS LIBRES DE TODO GRAVAMEN LA COMPAÑÍA (Abril 2017)

Descripción	USD
Total Activos	138.416.277
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	-
(-) Activos Gravados (USD)	33.426.182
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias[3] (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	19.850.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan[4] (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios[5] (USD)	-
(-) Saldo de REVNI (USD)	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras[6] (USD)	1.300.000,00
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	**83.840.094**
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	**67.072.075**
Capital Emisión	7.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	**11,98**
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	**9,58**

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 0,99 veces sobre los pasivos totales u otras obligaciones[7] 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

2 "La verificación realizada por la calificadora 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 calificadora 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."
3 Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.
4 En los que el Emisor haya actuado como Originador.
5 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.
6 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.
7 (Activos menos deducciones – saldo emisión) / (Pasivos - obligaciones emitidas)

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 mantiene en circulación, representan el 32,56% del 200% del patrimonio al 30 de abril de 2017 y el 65,12% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 8: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO (Abril 2017)

Descripción	(miles USD)
Patrimonio (USD)	41.230
200% del Patrimonio (USD)	**82.460**
Segunda Emisión de Obligaciones	800
Tercera Emisión de Obligaciones	2.050
Cuarta emisión de Obligaciones	7.000
Tercera Emisión de Papel Comercial	10.000
Quinta Emisión de Obligaciones (Nueva)	7.000
Total Emisiones	**26.850**
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	**32,56%**
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	**65,12%**

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 2021, PRODUCTORA CARTONERA S.A. reflejaría una utilidad neta igual a USD 2,41 millones.

CUADRO 9: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)

Rubro	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas netas	107.848	112.638	117.343	122.100	127.150
Costo de ventas	93.794	97.909	101.838	105.935	110.517
Utilidad bruta	**14.054**	**14.730**	**15.505**	**16.165**	**16.633**
Gastos operativos (Administración, Ventas)	8.818	9.203	9.638	9.972	10.376
Participación a trabajadores	430	447	492	529	542
Utilidad operativa	**4.806**	**5.080**	**5.375**	**5.664**	**5.715**
Gastos financieros	2.357	2.535	2.573	2.651	2.628
Utilidad antes de impuestos	**2.449**	**2.545**	**2.802**	**3.013**	**3.087**
Impuesto a la renta	539	560	616	663	679
Utilidad neta del ejercicio	**1.910**	**1.985**	**2.186**	**2.350**	**2.408**

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El estado de resultados proyectado, considera un crecimiento promedio entre los año 2017 – 2021 en los ingresos del 4,20%. El costo de ventas mantendría una representación promedio del 86,87% sobre los ingresos ordinarios durante el mismo periodo proyectado, lo que generaría un margen bruto promedio de 13,13%.

Por su parte los gastos operacionales mantendrían una representación promedio del 8,66% sobre los ingresos ordinarios, lo que determinaría una utilidad operativa promedio de 4,54%, mismas que pasaría en términos monetarios de USD 4,80 millones en el año 2017 a USD 5,72 millones en el año 2021.

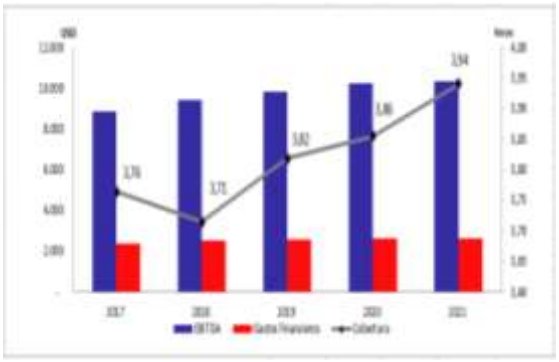
La proyección además contempla gastos financieros derivados de los compromisos con el sistema financiero, emisiones vigentes y la que estima emitir, así como el impuesto a la renta, y después de descontar dichos rubros

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

la compañía alcanzaría una utilidad neta de USD 1,91 millones en 2017 e incrementaría a USD 2,41 millones en 2021, cuya participación sobre los ingresos pasaría de 1,77% a 1,89% 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 3,76 veces en el año 2017 a 3,94 veces en 2021, 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 un flujo de efectivo aceptable 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 2017 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos frente al pago de capital de la emisión, de 1,11 veces y en 2021 de 1,85 veces.

CUADRO 10: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

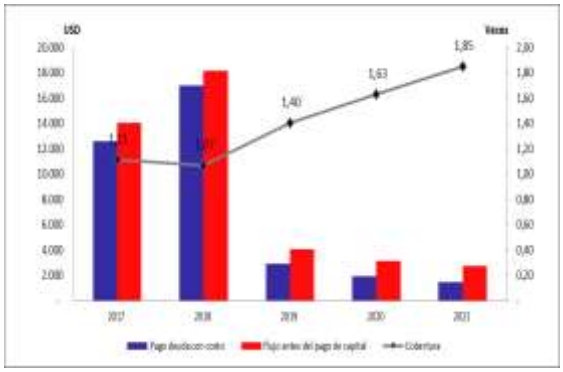
Descripción	2017	2018	2019	2020	2021
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad Neta	1.910	1.985	2.186	2.350	2.408
Depreciación	3.634	3.889	3.958	4.027	4.096
Provisiones	(220)	200	200	200	200
Variación en cuentas del activo	35	(1.450)	(2.680)	(2.736)	(2.953)
Variación en cuentas del pasivo	(9.523)	3.172	(775)	(657)	998
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	**(4.164)**	**7.796**	**2.888**	**3.184**	**4.749**
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(5.100)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(3.200)
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	**(5.100)**	**(1.200)**	**(1.200)**	**(1.200)**	**(3.200)**
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Obligaciones Financieras de Corto plazo	(12.589)	10.091	1.276	(187)	(707)
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	85	0	0	0	0
III Programa de Papel Comercial	10.000	(10.000)	0	0	0
IV programa de Emisión de Obligaciones	6.083	(4.833)	(1.083)	(167)	0
V Emisión de Obligaciones	6.375	(2.167)	(1.833)	(1.583)	(792)
Movimientos Patrimoniales	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	**9.954**	**(6.909)**	**(1.641)**	**(1.937)**	**(1.498)**
FLUJO DE EFECTIVO NETO					
Variación neta en efectivo y equivalentes de efectivo	**690**	**(312)**	**47**	**48**	**51**

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Saldo inicial de caja	749	1.439	1.126	1.173	1.221
SALDOS AL FIN DEL AÑO	**1.439**	**1.126**	**1.173**	**1.221**	**1.271**

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS[8] 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 conservadores ya que la mayor afectación que soporta el modelo es un incremento en 0,30% de coto de ventas, con este supuesto la participación de los costos de ventas sobre los ingresos aumente a un máximo de 87,05% 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 financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato 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

La economía mundial se expandió solamente en un 2,20% en 2016, la menor tasa de crecimiento desde la Gran Recesión del 2009. Entre los factores que están afectando el desempeño de la economía mundial se puede mencionar el débil ritmo de la inversión, la disminución en el crecimiento del comercio internacional, el lento crecimiento de la productividad y los elevados niveles de deuda. Así mismo los bajos precios de las materias primas han agravado estos problemas en muchos países exportadores de materia prima desde mediados del 2014, mientras que los conflictos y las tenciones geopolíticas continúan afectando las perspectivas económicas en varias regiones.

[8] (*)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.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Los expertos pronostican que el producto bruto mundial se expandirá en un 2,70% en el 2017 y en un 2,90% en el 2018, lo que es más una señal de estabilización económica que un signo de una recuperación robusta y sostenida de la demanda global. Las perspectivas económicas continúan sujetas a significativas incertidumbres y riesgos hacia la baja. En caso de que estos riesgos se materialicen, el crecimiento global sería todavía menor al modesto crecimiento económico que actualmente se proyecta.[9]

Ya en la economía ecuatoriana, organizaciones como la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), en su informe publicado el 15 de diciembre de 2016, prevé que en el 2017 el Ecuador logre un leve crecimiento de cerca del 0,3% junto con una inflación del 1,5%, luego de que en el 2016, la región registró una contracción de la actividad económica que pasó de 1,7% en 2015 a 2,4% en el 2016, que apunta como motivos de este resultado una débil demanda interna, la inversión y del consumo de los hogares, otros factores que se toman en cuenta en el informe son la baja del precio del petróleo y el terremoto de abril de 2016.[10]

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados al cierre de abril de 2017 o los más próximos disponibles a dicha fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) 2016 (Prel.)	69.321,4	Inflación anual (Mayo – 2017)[11]	1,10%
Deuda Externa Pública como % PIB (Abril - 2017)	27,7%	Inflación mensual (Mayo – 2017)	0,05%
Balanza Comercial (millones USD Abril - 2017)	236,4	Inflación acumulada (Mayo – 2017)	0,91%
RI (millones USD 02-jun-17)	4.763,18	Remesas (millones USD) (Diciembre - 2016)	2.602,00
Riesgo país (01-jun-17))	689,00	Índice de Precios al consumidor (Abril – 2017)	106,12
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 07-jun-17)	45,72	Tasa de Desempleo Urbano (Marzo – 2017)	5,64%

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

Producto Interno Bruto (PIB); no existe un consenso sobre el índice de crecimiento económico de Ecuador para el 2017. Mientras el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha publicado que la economía local cerrará en -2,7%, la Cepal y el Banco Mundial consideran que sí habrá un crecimiento positivo del 0,3% y el 0,7%. Localmente, el Banco Central del Ecuador tiene una previsión del 1,42%.

En exportaciones se prevé un crecimiento de 11,9%, especialmente por el alza del precio del crudo de USD 35 a USD 42 y las ventas no petroleras como la pesca y manufactura. Con el mayor precio del crudo, la inversión pública ya no se contrae tanto y el plan de inversiones será igual al del 2016, señala el funcionario[12].

Al 31 de marzo de 2017 las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 4.245,7 millones, rubro superior en 15,04% en relación a las compras externas realizadas en marzo 2016 (USD 3.690,51 millones). De acuerdo a la Clasificación de las Importaciones FOB por Uso o Destino Económico (CUODE), al comparar el total a marzo del 2016 y 2017, las importaciones de los siguientes grupos de productos, se incrementaron: combustibles y lubricantes en un 37,08%, materias primas en un 16,89%; bienes de consumo en 10,60%; productos diversos en 22,68%, los bienes de capital en 3,47%.

Exportaciones totales.- durante enero y marzo de 2017 las exportaciones totales alcanzaron USD 4.721,10 millones, siendo mayores en 30,16% frente a lo arrojado en su similar periodo en el 2016 (3.627,20 millones). Las exportaciones petroleras, en volumen, durante el periodo de análisis (enero-marzo 2017), incrementaron en 1,38% comparado con el resultado registrado en enero y marzo de 2016, al pasar de 20.453,14 millones de toneladas métricas a 20.736,03 millones de toneladas métricas. En valor FOB, las ventas externas petroleras experimentaron un aumento de 85,98% pasando de USD 896,20 millones a USD 1.666,70 millones.

Las exportaciones totales no petroleras registradas a marzo de 2017 fueron de USD 8.314,91 millones, monto superior en 7,66%, respecto al total a marzo del año 2016, que fue de USD 7.723,23 millones.

[9] https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/2017wesp_es_sp.pdf
[10] http://www.elcomercio.com/actualidad/cifras-negativas-crecimiento-ecuador-cepal.html
[11] https://www.bce.fin.ec/index.php/indicadores-economicos
[12] http://www.eluniverso.com/noticias/2017/01/10/nota/5989852/cifras-crecimiento-pib-2017-difieren-segun-institucion

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

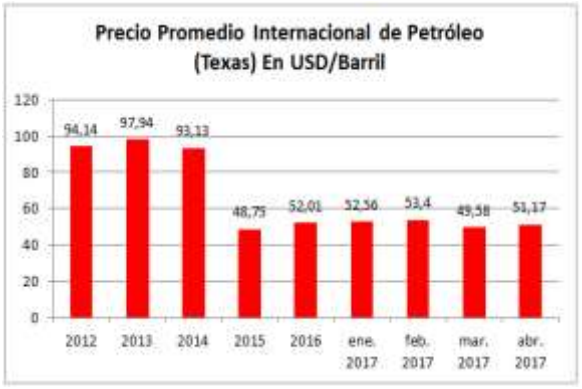
En materia de comercio exterior, desde enero de 2017 rige el acuerdo comercial con la Unión Europea (UE) que se ratificó en diciembre de 2016 y que implica la eliminación de aranceles para la importación de productos como licores, materias primas, bienes de capital, etc., así como para la exportación de flores, brócoli, banano, entre otros.

Esto también tiene otros efectos, como la eliminación del cupo a las importaciones de autos o el desmontaje de las salvaguardias en junio de este año. Por otro lado, para febrero del 2017 se tiene previsto que las 465.619 onzas de oro, que conforman parte de la reserva nacional, que el Banco Central del Ecuador invirtió en Goldam Sachs regresen al país, según el contrato de la transacción[13].

Las cifras de producción petrolera del país en lo que va del año 2017 apuntan a cumplir con la reducción acordada el 30 de noviembre pasado por la Organización de Países Exportadores de Petróleos (OPEP). El acuerdo fue bajar 4,45% la producción petrolera de los países miembros, con el fin de impulsar el precio internacional del crudo[14]. Es así que la producción diaria de crudo[15] en nuestro país en marzo de 2017, en lo concerniente a Empresas Públicas alcanzó un promedio diario de 419,55 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 111,2 mil barriles.

La caída del precio del petróleo WEST TEXAS INTERMEDIATE (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, ha sido fuerte y rápida durante las dos últimas semanas. El crudo perdió un 13% de su valor desde inicios de marzo, al caer de USD 55,00 por barril a USD 47,50 a mediados de marzo de 2017[16]. De acuerdo a cifras de Indexmundi, el precio promedio a diciembre de 2016 se ubicó en USD 52,01 por barril, mientras que en abril de 2017 fue de USD 51,17 por barril en promedio[17].

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Indexmundi[18] / Elaboración: Class International Rating

Desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo alcanzado en noviembre pasado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo.

La **recaudación de impuestos** sin contribuciones solidarias al 30 de abril de 2017, sumó USD 4.862,04 millones, siendo superior en un 6,23% frente a lo registrado en su similar periodo de 2016 (USD 4.576,86 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a abril de 2017 se destacan: El IVA con USD 2.109,38 millones, seguido de IR (Impuesto a la Renta) (USD 1.880,42 millones), así como el ISD (Impuesto a la salida de divisas) (USD 340,36 millones), el ICE (Impuesto a los Consumos Especiales) (USD 299,46 millones).

[13] http://www.eluniverso.com/noticias/2017/02/22/nota/6060094/regreso-ecuador-oro-goldman-sachs
[14] http://www.elcomercio.com/actualidad/produccion-opep-petroleo-reduccion-ecuador.html
[15] Información disponible más reciente en el BCE
[16] http://www.elcomercio.com/actualidad/precio-crudo-aumento-economia-petroleo.html
[17] http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-texas
[18] http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-texas

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

La **inflación** anual al 31 de mayo de 2017 fue de 1,10% (1,63% en mayo de 2016), mientras que la inflación acumulada fue de 0,91% (0,92% a mayo de 2016). En diciembre del 2016, el país registró una inflación mensual de 0,16%, dato que refleja una mejora en el dinamismo de precios. En lo que respecta a la inflación por división de productos, las variaciones de precios de tres de las doce divisiones explican el comportamiento del IPC en abril de 2017: Alimentos y bebidas no alcohólicas (1,17%); y, Educación (1,35%). Al analizar la inflación de las divisiones citadas, según su incidencia en la variación de marzo de 2017, se evidencia que aquellos productos que forman parte de la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas, que registra una incidencia de 0,2508%, son los que han contribuido en mayor medida al comportamiento del índice general de precios[19].

En referencia al **salario mínimo vital nominal promedio**, se aprecia que al cierre de abril de 2017, este alcanzó un monto de USD 437,44[20], mientras que el **salario unificado nominal**, fue fijado en USD 375,00, el mismo que incrementó en un 2,46% frente al salario unificado nominal del año 2016 (USD 366,00), éste incremento es el más reducido de los últimos nueve años[21]. Para la fijación del monto del Salario Básico Unificado los expertos consideraron el 2,3% de promedio de inflación, conforme el informe presentado por la Secretaría Técnica del CNTS. 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 mayo de 2017, se ubicó en USD 709,18[22], mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de 700,00 dólares sin incluir fondos de reserva, es decir, con una cobertura del 98,71%.

La tasa de participación laboral aumenta de 65,8% en diciembre de 2015 a 67,30% en diciembre 2016. En este periodo la PEA sube aproximadamente 375 mil personas mientras que en la población en edad de trabajar (PET) aumentó en aproximadamente 297 mil personas, es decir hay una entrada de personas al sistema laboral, que antes estaban en la inactividad. Durante el 2016, la **tasa de desempleo** a nivel nacional se mantuvo estable fue de 5,20%, cifra que no tiene diferencia estadísticamente significativa con respecto al 4,8% de diciembre 2015. Para marzo del 2017 la tasa de desempleo total es de 5,64%[23], lo que no representa un cambio significativo. A nivel nacional, la **tasa de empleo adecuado o pleno** durante el 2016 se mantuvo estable en alrededor del 47% a diciembre de 2016[24]. La tasa de empleo adecuado o pleno para marzo del 2017 es de 47,29%. La **tasa de pobreza** a nivel nacional se ubicó en 22,9% en diciembre de 2016, esto representa 13,8 puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada en diciembre 2007. La tasa extrema de pobreza nacional decreció de 16,5% en diciembre 2007 a 8,7% en el mismo mes del 2016.

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 4,80% para junio de 2017, mientras que la tasa activa referencial fue de 7,72% existiendo un spread de tasas activas y pasivas referenciales para el mes de mayo de 2017 de 2,55%[25].

En lo que respecta a la evolución del **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el cuarto trimestre de 2016, los bancos, mutualistas y sociedades financieras, fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos, solo para el segmento de vivienda, dado que el saldo entre las entidades financieras menos y más restrictivas, fue positivo; mientras que para consumo el saldo fue negativo (más restrictivo), y para los segmentos productivo y microcrédito, fue nulo[26].

El flujo de **remesas** familiares que ingresaron al país durante el año 2016 sumaron USD 2.602,00 millones, cifra que fue superior en un 9,7% con respecto de lo reportado en el 2015 (USD 2.377,8), este incremento 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 solidaridad de los migrantes frente al sismo de abril del 2016 en la provincia de Manabí. Las principales provincias que en 2016 concentraron altos montos de remesas familiares fueron: Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar cuyo agregado sumó USD 1.944,50 millones que representa

[19] http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2017/Abril-2017/Reporte_inflacion_201704.pdf
[20] https://www.bce.fin.ec/index.php/nuevas-publicaciones1
[21] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201701.pdf
[22] http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2017/Mayo-2017/4.%20Ipc_canastabasica_nacional_ciudades_may_2017.xls
[23] https://www.bce.fin.ec/index.php/nuevas-publicaciones1
[24] http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2016/Diciembre-2016/Informe%20Economia%20laboral-dic16(16-01-2017).pdf
[25] https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=activa
[26] https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/764

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

el 74,7% de flujo total de remesas. Por otro lado, las provincias de Sucumbíos, Napo, Carchi, Orellana, Bolívar y Galápagos, representaron el 0,6% (USD 15,9 millones) del monto recibido de remesas[27].

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** en el periodo 2008 – 2015 mostraron un comportamiento ascendente. La IED para el 2015 fue de USD 1.321,5 millones; monto superior al registrado en 2014 (USD 771.8 millones) en USD 549,7 millones. La mayor parte de la IED en 2015 se canalizó principalmente a ramas productivas como: Explotación de minas y canteras, industria manufacturera, servicios prestados a empresas de comercio. En el cuarto trimestre de 2016 la inversión extranjera directa registró un flujo de USD 301,4 millones[28], mostrando un aumento de USD 176,3 millones en relación al trimestre anterior. Las ramas de actividad en donde más se invirtió fueron: Comercio Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones, Explotación de Minas y Canteras y Servicios prestados a empresas.

Para el mes de abril de 2017, de acuerdo a información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 26.908,2 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses, ésta cifra presentó un incremento con respecto a diciembre de 2016 (USD 25.679,3 millones), mientras que el **saldo de deuda externa privada** hasta marzo de 2017 fue de USD 8.087,8 millones, evidenciando un decremento frente a lo registrado a diciembre de 2016 (USD 8.469,6 millones) conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Asimismo, un punto importante a ser mencionado en este ámbito es que las cuentas públicas, en el caso del Presupuesto del Estado muestran una necesidad de financiamiento de alrededor de USD 7.000 millones para el 2017, mientras que la deuda externa, recargada por las últimas colocaciones de bonos en el mercado internacional superaría el 40% del PIB[29], considerando que según lo establece la normativa respectiva, el límite legal para la **relación deuda/PIB** es del 40%, la misma que según el BCE y el Ministerio de Finanzas del Ecuador a abril de 2017, se encontró en 27,7%[30].

Tras ser posesionado el nuevo Gobierno, se emitieron bonos por USD 2.000 millones, lo cual se colocará en dos tramos de USD 1.000 millones cada uno. El primero a 6 años plazo con una tasa de interés de 8,75%; mientras que los otros tendrían un plazo de 10 años con una tasas de 9,62%, tratándose de la segunda colocación de bonos de deuda por parte de Ecuador en lo que va del año 2017, pues la primera fue en enero de 2017 por USD 1.000 millones, con un plazo hasta el 2026 y con una tasa de 9,12%. Entre tanto en abril, la empresa Petroamazonas EP emitió bonos por USD 335 millones, abultando la deuda en bonos para el país. La deuda agregada (que incluye deuda interna) llega a USD 41.820,6 millones. Esta última cifra representa el 41,57% del PIB.[31]

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha presentado variables, puesto que el 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, no obstante para diciembre de 2016 se incrementó a USD 4.258,84, 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. A junio de 2017 las reservas internacionales registraron un saldo USD 4.763,18 millones[32].

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[33]. En una nueva revisión a la calificación crediticia del país en mercados internacionales, la agencia FITCH revisó a "negativo" desde "estable" el panorama para la calificación **"B"** de Ecuador, por un deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía de uno de los productores más pequeños de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la entidad calificadora señalo que los

[27] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201605.pdf
[28] https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/962-resultados-de-la-balanza-de-pagos-del-cuarto-trimestre-de-2016-y-para-el-a%C3%B1o-2016
[29] http://www.eluniverso.com/opinion/2017/01/17/nota/6001579/ecuador-2017-economia-caida
[30] http://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/05/DEUDA-SECTOR-P%C3%9ABLICO-DEL-ECUADOR_abril2017-publicaci%C3%B3n.pdf
[31] http://www.eluniverso.com/noticias/2017/05/30/nota/6207208/2000-millones-deuda-primera-emision-gobierno-lenin-moreno
[32] https://www.bce.fin.ec/index.php/nuevas-publicaciones1
[33] http://www.elcomercio.com/actualidad/finanzas-ecuador-riesgocrediticio-economia.html

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

indicadores de solvencia externa y liquidez del país sudamericano se han debilitado[34], en la actualidad la calificación crediticia del país no ha variado.

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.

La economía ecuatoriana se ha visto fuertemente afectada por la caída del precio de las materias primas y la apreciación del dólar, es así que 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

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 vio en la necesidad de aplicar medidas para regular el nivel general de las importaciones y así equilibrar la balanza comercial, aplicando salvaguardas a las importaciones de varios productos. Cabe indicar que en el mes de noviembre de 2015 Ecuador envió a la Organización Mundial de Comercio un cronograma de desmantelamiento progresivo de las salvaguardias a realizarse durante el año 2016[35], sin embargo con lo sucedido en las ciudades costeras a causa del terremoto ocurrido en el mes de abril de 2016 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 desmantelamiento de las salvaguardias[36], no obstante el Gobierno suavizó las salvaguardias, determinando que la tarifa más elevada de 40% se reduzca al 35% y la 25% al 15%. Posteriormente el Comercio Exterior (COMEX), hizo efectiva la medida de eliminar las salvaguardias a partir del 01 de julio de 2017; y no se prevé alistar ninguna medida para compensar el desequilibrio que podría generarse en la balanza comercial.[37]

El 01 de junio de 2017 el Impuesto al valor agregado (IVA) volvió al 12% tras diez meses de un incremento de dos puntos que significó ingresos de USD 681,9 millones para el Estado, y el Servicio de Rentas Internas (SRI) estima que en todo el año que estuvo vigente la recaudación llegó a USD 800 millones.[38]

La eliminación de salvaguardas y el IVA que vuelve al 12% representa una pérdida estimada en USD 1.900 millones por año[39]; siendo las dos fuentes principales de ingreso para el fisco que sufre cada año un déficit mayor. Se prevé que se tome medidas para compensar los ingresos perdidos con una reforma tributaria que permita generar ingresos fiscales y reduzca la salida de divisas.

Por otro lado, con fecha 11 de noviembre de 2016 Ecuador y la Unión Europea (UE) firmaron su acuerdo comercial multipartes[40]. 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.

[34] http://www.eluniverso.com/noticias/2016/08/25/nota/5763156/calificadora-fitch-baja-perspectiva-crediticia-ecuador-negativa
[35] http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-cronograma-salvaguardias-pagos-balanza.html
[36] http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-salvaguardias-comex-equilibrar-balanza.html
[37] http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-salvaguardias-comex-equilibrar-balanza.html
[38] http://www.eluniverso.com/noticias/2017/06/01/nota/6209218/precios-se-reajustan-regreso-iva-12
[39] http://www.gruposurrier.com/sp/html/suscriptores/resumen201720.php
[40] http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-firma-acuerdo-unioneuropea-exportaciones.html.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 accionarial 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

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., SURPAPELCORP 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
	VARIOS

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A., al 30 de abril de 2017, 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

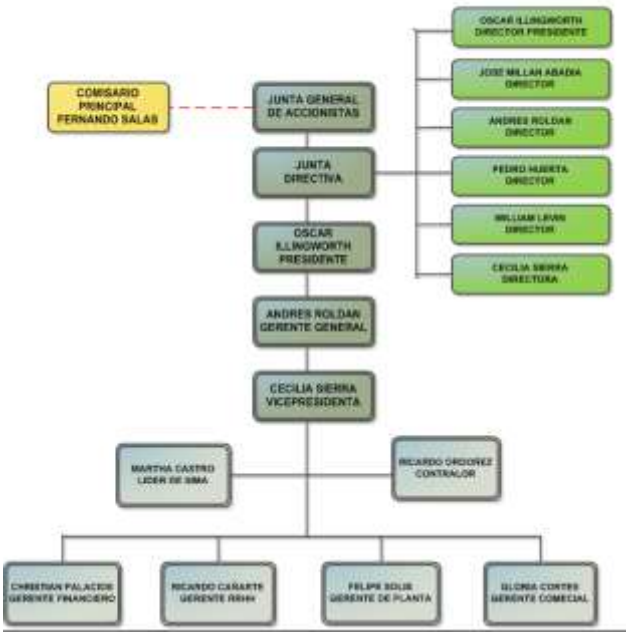
Nombre	Capital (USD)	Participación
COMERCIALIZADORA DE PAPELES Y CARTONES SURPAPEL S.A.	26.174.432,00	94,98%
ILLINGWORTH GUERRERO OSCAR	1.384.534,00	5,02%
Total	27.558.966,00	100,00%

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

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

GRÁFICO 4:

ORGANIGRAMA DE PRODUCTORA CARTONERA S.A



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
Oscar Antonio Illingworth Guerrero	Director - Presidente
Cecilia Sierra Morán	Director - Vicepresidente
Andrés Roldan Zuluaga	Director - Secretario
Pedro Antonio Huerta Barros	Director
José Anuar Millán Abadía	Director
William Levin	Director

PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Oscar Illingworth Guerrero	Presidente
Cecilia Sierra Morán	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 Ordoñez Prado	Contralor

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 abril de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A. empleó 466 personas (475 a marzo 2017) observando una reducción del 1,89%, mimas que se encuentran 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 71,67%, seguido de lejos por Administración con el 12,66%.

CUADRO 16: DISTRIBUCIÓN DE EMPLEADOS

Área	No. Empleados
Gerencia Comercial	34
Gerencia Administración	59
Gerencia de Operaciones	14
Gerencia Técnica	25
Planta	334
TOTAL EMPLEADOS	466

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

Del cuadro descrito, sobre el total de trabajadores, el 71,67% de los empleados tienen contrato a plazo fijo y el restante 28,33% 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	
		Empresa	Cargo
Oscar Antonio Illingworth Guerrero	Presidente	Soluciones de Empaques SDE S.A.	Presidente
		Lunisol S.A.	Presidente
		Lojoa S.A.	Gerente
		Ilcresa S.A.	Presidente
José Anuar Millán Abadía	Director	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
		Stup S.A.	Gerente General
		Selap S.A.	Gerente General
		Atavico S.A.	Gerente General
		Costablue S.A.	Presidente
		Serialcorp S.A.	Presidente
Paulo Geovanny Coellar Neira	Gerente	Transrodar Cía. Ltda.	Presidente
		Transporte y Carga Marítima Transcarmar S.A.	Gerente
		Productors del Mar Marina Trading S.A.	Gerente General
		Comercializadora de Papeles y Cartoners Surpapel S.A.	Vicepresidente
		Surgalare S.A.	Presidente

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

		Expocoe	Presidente
		Transcarlog S.A.	Presidente
Andrés Roldán Zuluaga	Gerente General	Austrohogar S.A.	Gerente General
		Motoshop S.A.	Gerente General
		Clothing and Outfitters Co., C. Ltda.	Gerente
Cecilia Sierra Morán	Vicepresidenta	Gelna S.A.	Presidente
		Tilbry S.A.	Gerente General
		Fornace S.A.	Gerente General

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 auditoria, 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 una gran variedad de clientes dentro de su portafolio, entre los cuales se encuentran bananeras, florícolas, marisqueras, entre otras; sin embargo, existe un cliente principal en el que se concentra cerca del 43,15% a diciembre de 2016 (40,20% abril 2017) 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 2016 y al 30 de abril de 2017, en donde el cliente con mayor representación (DOLE), posee una muy similar participación sobre los ingresos de la compañía en ambos periodos, los 7 clientes de mayor importancia, presentados en los gráficos, representan el 59,90% y el 56,46% respectivamente.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 5: CLIENTES Diciembre 2016

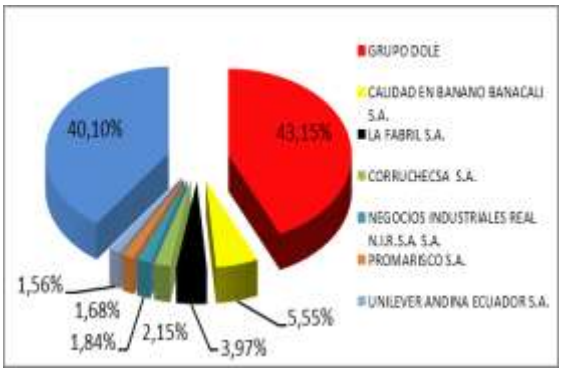
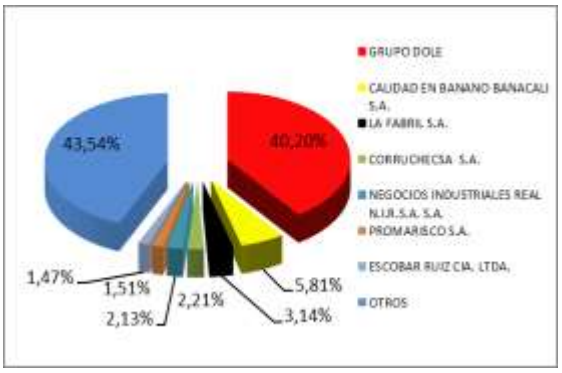


GRÁFICO 6: CLIENTES Abril 2017



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 había venido deteriorándose 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%; para el año 2016 se recuperó, representando el 45,23%, sin embargo para abril de 2017 la cartera por vencer presentó un ligero deterioro, reduciéndose a 44,83% sobre la cartera total; por otro lado, la cartera vencida más de 360 días, en 2014 representó el 11,77% de la cartera total, en 2015 subió al 17,12%, en el año 2016 29,03% y para abril de 2017 ascendió ligeramente a un 29,64%, el valor más alto registrado históricamente. Se observa un deterioro de la cartera vencida más de 360 días, lo que sugiere la toma de acción inmediata por parte de la empresa para fortalecer la gestión de cobranza y evitar un mayor riesgo de incobrabilidad.

GRÁFICO 7: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA (Diciembre 2016)

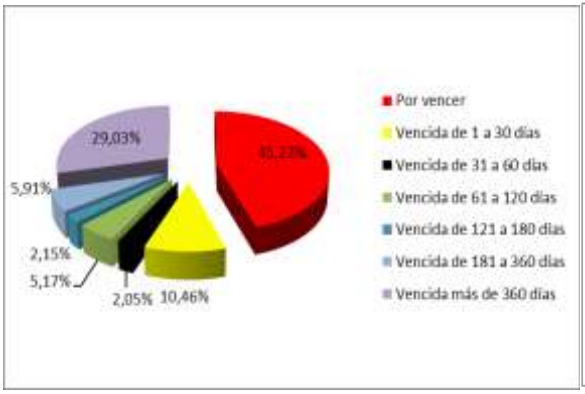
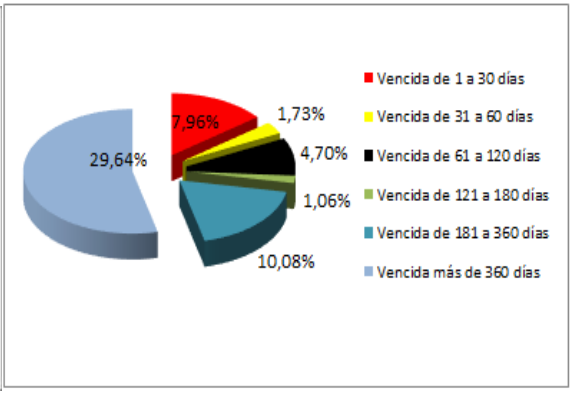


GRÁFICO 8: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA (Abril 2017)



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

Proveedores

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

La principal materia prima que utiliza la empresa en sus procesos es el papel, para cuyo abastecimiento cuenta con varios proveedores, durante el año 2016 la empresa registró varios proveedores de papel, tanto nacionales

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 SURPAPELCORP S.A., que durante el año 2016 abasteció a la empresa con el 28,72% de sus necesidades de materia prima, en segundo lugar se ubicó Dole Fresh Fruit Company (EEUU) con el 19,38% y en tercer lugar BARNETT CORPORATION (EEUU) con el 15,38%.

Al 30 de abril de 2017 la composición de los proveedores de PRODUCTORA CARTONERA S.A. es básicamente la misma, al menos en lo concerniente a los dos primeros, registrando el 28,66% para SURPAPELCORP S.A. y el 19,70% para Dole Fresh Fruit Company.

GRÁFICO 9: PROVEEDORES (DICIEMBRE 2016)

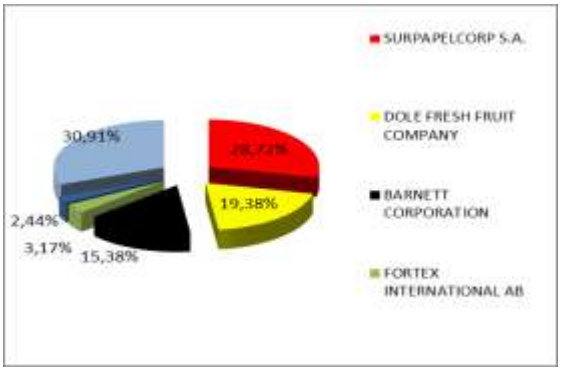
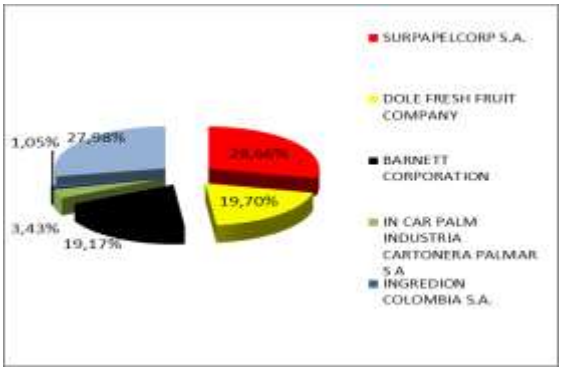


GRÁFICO 10: PROVEEDORES (ABRIL 2017)



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

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

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

Estrategias y Políticas de la Empresa

Política de Precios

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

Política de Financiamiento

La política de endeudamiento del Grupo SURPAPEL establece las limitaciones que tienen los Representantes Legales y/o administradores de cada compañía del Grupo para contraer obligaciones de crédito y otorgar las garantías reales que fueren requeridas, sin perjuicio de lo establecido en esta materia por el Estatuto Social de cada compañía y la Ley de Compañías vigente.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

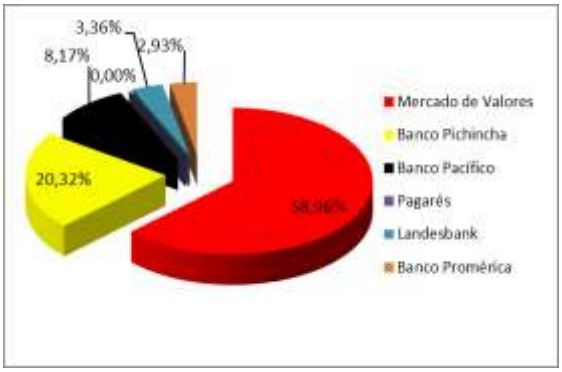
Esta política establece principalmente que el endeudamiento de cada compañía para capital de trabajo no puede superar el 30% de sus activos, y el endeudamiento para proyectos de inversión o sustitución de pasivos de corto plazo, siempre será de largo plazo.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. históricamente (2013–2016) ha fondeado sus actividades principalmente con recursos de terceros, con un promedio del 73,95% 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 abril de 2017, la deuda financiera fondeó el 32,41% de los activos, determinando que el 54,46% de ésta correspondió al corto plazo y el restante 45,54% al largo plazo. La deuda financiera de la empresa contempla principalmente deuda en el Mercado de Valores y en el sistema financiero nacional. A continuación se presenta un resumen de la composición de la deuda financiera de la compañía.

GRÁFICO 11: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA (ABRIL2017)



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 SURPAPELCORP 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.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- 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" Primer Semestre Enero —Junio del 2014.
- 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 SURPAPELCORP S.A. como una buena iniciativa.
- En el mes de septiembre concluyó el curso de confecciones que se realizaba en la comunidad con el auspicio de la empresa Procarsa y Surpapel. Durante los meses de capacitación, las estudiantes desarrollaron diferentes habilidades en el manejo de la máquina de coser y aprendieron a confeccionar diferentes prendas de vestir: ropa de mujeres, lencería, ropa de niños, ropa deportiva, sábanas, cortinas, entre otros productos. Se espera próximamente continuar otro módulo de capacitación.

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 2017; 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 por una cuantía aproximada de USD 0,88 millones, principalmente de haberes e

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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. (Abril 2017)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
Obligación a largo plazo	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0006411	7.000.000,00	6.978.000,00	7.000.000,00
Obligación de papel comercial	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0003862	10.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00
Obligación de papel comercial	2014	SCV.INMV.DNAR.14.29326	10.000.000,00	10.000.000,00	CANCELADA
Obligación a largo plazo	2013	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.13.5902	10.000.000,00	10.000.000,00	2.050.000,00
Obligación a largo plazo	2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.5820	5.000.000,00	5.000.000,00	800.000,00
Obligación de papel comercial	2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.5823	10.000.000,00	10.000.000,00	CANCELADA
Obligación a largo plazo	2010	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.10.6384	25.000.000,00	25.000.000,00	CANCELADA

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

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.
- Con fecha 21 de octubre de 2016 Productora Cartonera S.A. suscribió el contrato de inversión con el Ministerio de Coordinación de la Producción, Empleo y Competitividad; respecto de la inversión destinada a incrementar la capacidad instalada de su planta de producción con la adquisición de 4 máquinas nuevas de post print y troquelado, que aumentará la producción de cajas de cartón corrugados en 35,000 tm/año. El monto de la inversión ascenderá a USD 6.847.471.

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[41]. 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.

[41] http://pdf.corrugando.com/CORRUGANDO-44.pdf

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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.

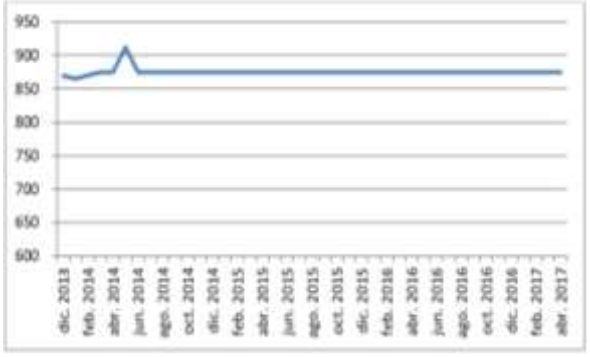
La industria cartonera ecuatoriana destina su producción para cubrir el 70% del mercado de banano, 10% para otras frutas y 20% industrial. Ecuador es uno de los mayores consumidores de cartón corrugado en América del Sur debido al volumen de banano exportado. Las exportaciones de banano a marzo de 2016 registraron un total de 319 millones de cajas[42]. El nuevo precio de la caja de banano de exportación para el 2017 se fijó este martes 29 de noviembre en USD 6,26. Se trata de un incremento de 10 centavos con relación al precio que se estableció para todo este 2016[43].

Este contenido ha sido publicado originalmente por Diario EL COMERCIO en la siguiente dirección: http://www.elcomercio.com/actualidad/precio-caja-banano-magap-exportacion.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

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



Fuente y Elaboración: IndexMundi

[42] http://www.aebe.com.ec/wp-content/uploads/2017/03/ExportMen_Dic16.pdf
[43] http://www.elcomercio.com/actualidad/precio-caja-banano-magap-exportacion.html

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 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 2016 de acuerdo al informe presentado por el Director Ejecutivo de la Asociación de Exportadores de Banano del Ecuador (AEBE), las exportaciones de banano alcanzaron una media de 6.1 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 significante 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 Acuacultura 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, el volumen exportado este año en San Valentín supera todos los registros de años anteriores", además señala Andrew O'Brian, presidente y director general de Corporación Quiport, tras acotar que lo enviado en esta época representa 16% más respecto a la cifra alcanzada en 2016 y un 10% sobre las exportaciones de flores en esta temporada en 2015.[44]

[44] www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/las-exportaciones-de-flores-crecieron-16-en-san-valentin-2017

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 13: 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[45], 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%
TOTAL	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**

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 optimación de carga en contenedores.

[45] http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-firma-acuerdo-unioneuropea-exportaciones.html

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

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 (SURPAPELCORP 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 agroindustrial.
Producto terminado de alta calidad.	
OPORTUNIDADES	**AMENAZAS**
Renovar alianzas con INCARPALM para tomar el mercado, al igual que cubrir la demanda nacional y bajar niveles de importación.	Nueva entrada de competidores en la industria.
La modernización tecnológica de los equipos permitirá ser el proveedor con más bajo costo del mercado y con la mejor calidad.	Aumento en los costos de materias primas
Mercado de cajas industriales sin desarrollar.	Aumento de las tarifas de electricidad y combustible.
Acuerdo con la Unión Europea	

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, SURPAPELCORP 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.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

En cuanto a una posible eventualidad que contemple la perdida 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. La cobertura de las pólizas se encuentran vigentes y tienen como fecha de vencimiento noviembre de 2017.

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 2013, 2014, 2015 y 2016 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, cortados al 30 de abril de 2016 y 30 de abril de 2017.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de la compañía presentaron una tendencia creciente hasta el año 2014, puesto que pasó de USD 116,03 millones en 2013 a USD 127,13 millones en 2014, en parte gracias a que el sector doméstico tuvo un repunte importante.

Para diciembre de 2016, los ingresos de la compañía disminuyen en un 12,95% (USD 103,07 millones) frente a lo reportado en su similar periodo de 2015 (USD 118,41 millones), 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 abril de 2017, los ingresos (USD 36,74 millones) reflejaron una disminución del 2,46% con respecto al similar periodo de 2016 (USD 37,67 millones), debido a la caída en ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero y a que los precios son menores a los registrados en el año anterior.

Los costos de ventas presentaron una tendencia relativamente estable con ligeras fluctuaciones a lo largo del tiempo, que pasó de un 86,29% de los ingresos ordinarios en 2013 hasta un 87,74% en 2016 (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. A pesar de lo mencionado, el margen bruto tuvo una

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

tendencia ligeramente decreciente, desde un 13,71% sobre los ingresos en 2013 hasta un 12,26% en 2016 (12,13% de los ingresos en diciembre de 2015).

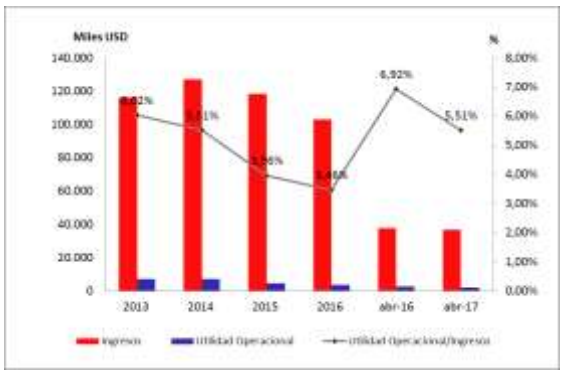
Se debe aclarar que, si bien los costos de consumo de materias primas se han mantenido estables, los costos de ventas han ido incrementando en razón de los contratos de proveeduría suscritos con su principal abastecedor de papel (SURPAPELCORP S.A., empresa que forma parte del grupo).

Al 30 de abril de 2017, los costos de ventas demostraron una tendencia a la alza, pues luego de haber significado el 84,94% de los ingresos en abril de 2016, pasó a un 86,32% en abril de 2017 y por lo mencionado el margen bruto, bajó de 15,06% sobre los ingresos en abril de 2016 a 13,68% en abril de 2017.

Los gastos operacionales[46] 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 8,80% en el año 2016, lo que determinó un margen operacional decreciente que pasó de 6,02% en 2013 hasta un 3,46% en 2016. Otro de los factores que influyó sobre el comportamiento de la utilidad operacional fue la disminución de sus ingresos.

Para el 30 de abril de 2017, los gastos operacionales significaron el 8,17% de los ingresos, porcentaje ligeramente superior a lo evidenciado en abril de 2016 (8,14% de los ingresos), debido a una disminución presentada en ventas. Lo mencionado anteriormente, provocó una reducción en el margen operacional, pues luego de haberse ubicado en un 6,92% sobre los ingresos en abril de 2016 pasó a un 5,51% en abril de 2017.

GRÁFICO 14: 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%, sin embargo, para diciembre 2016 se observó un ligero crecimiento al situarse en 2,62% de los ingresos, producto de una nueva emisión que se aprobó en el año 2016.

Para abril de 2017, continua la tendencia al alza, debido al crecimiento de sus obligaciones con costo, pues pasaron de 2,25% de los ingresos en abril de 2016 a 3,30% en abril de 2017.

Luego de descontar el rubro de otros ingresos y egresos (que representaron generalmente menos del 1%), y el pago de impuestos, la compañía generó una pérdida neta en los años 2013 y 2015 (-0,40% y -0,02% de los ingresos). No obstante, para el año 2016, la utilidad neta de la compañía se recupera, arrojando resultados positivos (2,20% de los ingresos), gracias al incremento de otros ingresos que representaron el 2,44% de los ingresos (-0,42% en diciembre de 2015), mismos que se originaron de la venta de una máquina pre-printer flexográfica a su compañía relacionada Surpapelcorp S.A.

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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

En abril de 2017, la utilidad antes de impuestos representó el 2,58% de los ingresos ordinarios, porcentaje inferior al 3,75% de abril de 2016, lo que obedece al registro de mayores gastos financieros.

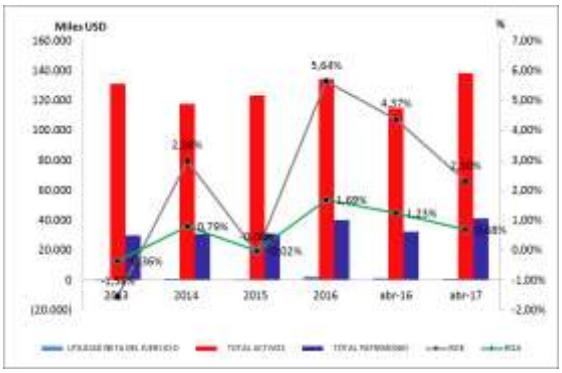
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

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. No obstante, para el año 2016 y los periodos interanuales, la compañía arroja resultados positivos tal como se evidencia a continuación:

CUADRO 21, GRÁFICO 15: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2013	2014	2015	2016
ROA	-0,36%	0,79%	-0,02%	1,69%
ROE	-1,56%	2,98%	-0,08%	5,64%

Ítem	abr-16	abr-17
ROA	1,23%	0,68%
ROE	4,37%	2,30%



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

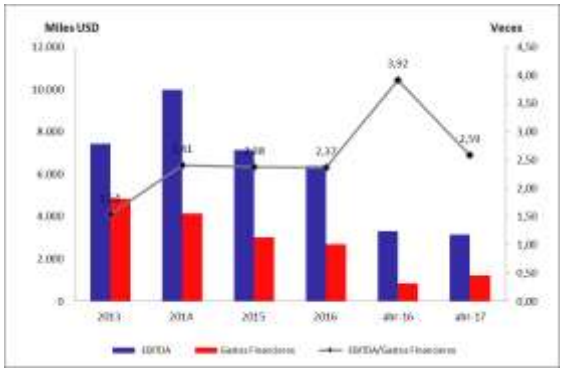
En lo que respecta al EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. se puede observar que mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional de cada periodo, no obstante, se mantiene en un nivel aceptable sobre la participación de los ingresos, es así que para el año 2014 este rubro se ubicó en USD 9,99 millones, (7,86% de los ingresos), mientras que para diciembre de 2016 fue de USD 6,39 millones (6,20% de los ingresos). A pesar de la tendencia decreciente, se observa que la compañía posee una aceptable capacidad de generación de flujos para hacer frente a sus obligaciones.

Para abril de 2017 el EBITDA (acumulado) presentó un decrecimiento de 5,31% con respecto a abril de 2016, ubicándose en USD 3,15 millones (8,56% de los ingresos), luego de haber registrado una suma de USD 3,32 millones en abril de 2016 (8,82% de los ingresos), debido a la disminución presentada en su utilidad operacional.

CUADRO 22, GRÁFICO 16: EBITDA Y COBERTURA (miles USD)

Ítem	2013	2014	2015	2016
EBITDA	7.450	9.987	7.151	6.390
Gastos Financieros	4.831	4.145	3.007	2.700
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,54	2,41	2,38	2,37

Ítem	abr-16	abr-17
EBITDA	3.321	3.145
Gastos Financieros	847	1.213
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	3,92	2,59



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

Por otro lado, la cobertura del EBITDA (acumulado) sobre Gastos Financieros presentó un comportamiento relativamente estable con ligeras fluctuaciones, pues, luego de haberse ubicado en 2,41 veces al cierre de 2014,

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

pasó a 2,37 veces en diciembre de 2016 (2,59 veces en abril de 2017), indicativo de que la compañía generó los recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones.

Capital Adecuado

Activos

A partir del año 2014 los activos totales de la compañía presentaron una tendencia creciente, es así que pasaron de USD 117,78 millones en ese año a USD 134,48 millones en 2016, producto del incremento de la propiedad planta y equipo, pues se revalorizaron varios activos [47].

Al 30 de abril de 2017 el total de los activos crece a USD 138,42 millones, frente a lo registrado en abril de 2016 (USD 114,65 millones), principalmente por el crecimiento de los activos no corrientes, específicamente en propiedad planta y equipo.

La estructura de los activos determina una mayor presencia de aquellos de tipo corriente hasta el año 2015, con un promedio anual del 66,59% sobre el total de activos, siendo su principal rubro los inventarios[48] con el 29,98% y las cuentas por cobrar clientes con el 24,25% de los activos a diciembre de 2015. Para diciembre de 2016, cambia su estructura, pues los activos de largo plazo toman relevancia, representando el 56,34% del total de activos (54,69% a abril de 2017), destacándose la propiedad planta y equipo con el 55,11% sobre el total de activos (53,55% a abril de 2017), producto de la revalorización de activos realizada en septiembre 2016, lo cual ratifica el carácter industrial de la compañía.

Los activos corrientes incluyen la cuenta Documentos por cobrar, cuyos saldos corresponden principalmente a un préstamo que genera intereses y está garantizado con pagarés, otorgado para capital de trabajo a Cartonera Asociada S.A., cuyo vencimiento fue en diciembre de 2016. Como acto subsecuente se menciona que al 13 de abril del 2017, la compañía está renegociando esta cuesta por cobrar. Así también mantiene cuentas por cobrar a relacionadas que presentan una clara tendencia decreciente entre los años 2013 al 2015 pasando de USD 25,64 millones (19,53% de los activos) en 2013 a USD 3,41 millones (2,77% de los activos) en 2015, no obstante, producto de la renegociación de cuentas con relacionadas se observa un incremento del 109,29% para diciembre de 2016 (USD 7,13 millones). Para abril de 2017 se mantiene la tendencia, incrementándose a USD 7,55 millones (5,45% de los activos).

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.

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 CANTONERA S.A. suscribió un convenio con la Compañía Francesa de Seguros para Comercio Exterior COFACE Sucursal Ecuador S.A. (misma que se renovó en 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.

Pasivos

Al igual que los activos, los pasivos totales de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron una tendencia creciente a partir del año 2014, es así que pasaron de USD 86,72 millones (73,63% de los activos) en 2014 a USD

[47] Los activos totales decrecieron entre los años 2013 y 2014 debido principalmente a la desinversión en las acciones de SURPAPELCORP S.A., y a la disminución en cuentas por cobrar a relacionadas.
[48] Dentro de los inventarios, los valores más altos se registran en materia prima, principalmente papel.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

94,19 millones (70,04% de los activos) a diciembre de 2016, determinando que para este último periodo se evidenció una restructuración de parte de los pasivos de corto plazo a largo plazo, específicamente en cuentas por pagar a relacionadas y socios; es así, que la cuenta pasó de USD 15,37 millones en diciembre de 2015 a USD 0,84 millones en diciembre de 2016 (USD 1,97 millones a abril de 2017), generando a cambio un pasivo de largo plazo por USD 12,33 millones en diciembre de 2016 (USD 12,46 millones a abril de 2017), es importante mencionar que estos saldos no tienen vencimientos establecidos y no generan intereses.

Al 30 de abril de 2017, los pasivos registraron una suma de USD 97,19 millones (70,21% de los activos), evidenciando un incremento frente a su similar periodo del año anterior (USD 82,32 millones que financió el 71,80% de los activos), debido al registro de una mayor deuda con costo.

En su estructura, los pasivos estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, con un promedio anual entre 2013- 2016 del 52,57% del total de activos (43,06% a diciembre de 2016 y 40,27% al 30 de abril de 2017), siendo el rubro más representativo el de cuentas por pagar a proveedores, que a diciembre de 2016 financió el 18,62% de los activos y al 30 de abril de 2017 lo hizo en un 18,59%. 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 (corto y largo plazo), que al 30 de abril de 2017 financió el 32,41% del total de activos (28,57% a diciembre de 2016), siendo la deuda de corto plazo la que lo hizo en mayor proporción.

La deuda financiera, estuvo constituida por créditos concedidos por instituciones bancarias y las emisiones vigentes en el Mercado de Valores.

Patrimonio

La compañía presenta un moderado respaldo por parte de su patrimonio, puesto que en el periodo analizado (2013-2016) financió en promedio el 26,05% de los activos totales, alcanzando a diciembre de 2016 un valor de USD 40,28 millones (financiando el 29,96% del total de activos), mientras que a abril de 2017 este ascendió a USD 41,23 millones (financiando el 29,79% 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 2014 y 2016, 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 en el año 2016 que los resultados acumulados financiaron el 6,24% de los 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 abril de 2017 financió un 19,91% de los activos (20,49% a diciembre de 2016).

Flexibilidad Financiera

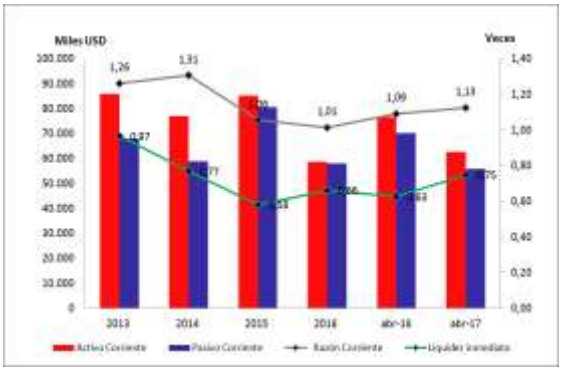
Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados son superior a la unidad, ubicándose al 31 de diciembre de 2016 en 1,01 veces y al 30 de abril de 2017 en 1,13 veces, lo que demuestra un eficiente manejo del capital de trabajo y del flujo de efectivo, al mantener al mínimo recursos líquidos improductivos.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CUADRO 23, GRÁFICO 17: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

	2013	2014	2015	2016
Activo Corriente	85.782	76.925	85.203	58.716
Pasivo Corriente	68.018	58.900	80.630	57.906
Razón Circulante (veces)	1,26	1,31	1,06	1,01
Liquidez Inmediata (veces)	0,97	0,77	0,58	0,66

Ítem	abr-16	abr-17
Activo Corriente	76.531	62.716
Pasivo Corriente	70.103	55.742
Razón Circulante	1,09	1,13
Liquidez Inmediata	0,63	0,75



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 0,66 veces al 31 de diciembre de 2016 y de 0,75 veces al 30 de abril de 2017.

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 97 para el año 2016 (para el 30 de abril de 2017 se situó en 89 días), 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 comparada con el año 2013, cuando se registraron periodos de cobros de 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 101 días a diciembre de 2016 (97 días a abril de 2017), determinando que existe un calce entre el tiempo de cobranza de sus facturas y el pago a sus proveedores, de 4 días a diciembre de 2016 y de 9 días a abril de 2017.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantiene sus existencias en bodega por un plazo de 78 días a diciembre de 2016 (79 días a abril de 2017), determinando que existe un desfase al restar al plazo de proveedores, el periodo de cobros y la duración de existencias, de 74 días a diciembre de 2016 y de 71 días a abril de 2017, periodos para los cuales la empresa consiguió financiamiento diferente a proveedores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que durante el periodo 2013-2016 privilegió el financiamiento con fuentes externas, no obstante, presentó un comportamiento decreciente a lo largo de los periodos analizados, al pasar de 3,38 veces en 2013 a 2,34 veces en 2016, lo que va atado a la tendencia demostrada tanto en el pasivo como en el patrimonio. Para abril de 2017 el apalancamiento de la compañía se situó en 2,36 veces.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 18: 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 pequeñas fluctuaciones entre los periodos analizados, pues pasó de 3,68 veces en 2013 a 3,42 veces en diciembre 2016 (3,53 veces a abril de 2017), lo que evidencia que el capital social se ha mantenido sin variaciones frente a las transiciones demostradas en los pasivos.

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 2016 registró un periodo de 14,74 años (12,91 años en el año 2015), evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones. Al 30 de abril de 2017, esta relación se redujo levemente a 15,64 años.

Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) reflejó que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 6,01 años a diciembre de 2016 (4,48 años a diciembre de 2015). Para abril de 2017, esta relación decreció a 7,22 años.

Finalmente, el indicador de solidez que relaciona el patrimonio total/activo total, presentó un comportamiento relativamente estable, al pasar de 22,81% en 2013 a 29,96% en 2016 (25,09% a diciembre de 2015), debido a las fluctuaciones presentadas tanto en el patrimonio como en el activo. Para abril de 2017 la solidez se ubicó en 29,79%, lo que evidencia 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, mismas que representan el 17,30% del total de activos al 30 de abril de 2017, por lo que podrían generar un riesgo en caso de que el titular de la deuda no cancele sus obligaciones de manera oportuna.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil[49]

De enero a abril de 2017, el Mercado de Valores autorizó 15 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 2 emisiones fueron autorizada en la ciudad de Quito y 13 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 108,00 millones, valor que representó 46,90% del monto total de emisiones autorizadas, mientras que las Emisiones de Papel Comercial el 45,51% y las acciones el 7,59% del total aprobado hasta el 31 de abril de 2017.

[49] 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

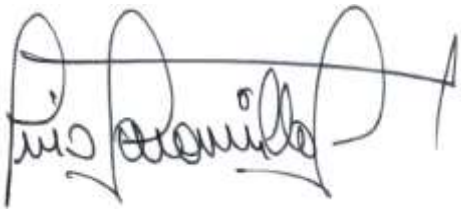
CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

El Mercado de Valores autorizó procesos de oferta pública de acciones, emisiones de obligaciones y papeles comerciales, por un monto total de USD 230,27 millones, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de Industrias y manufactureras con el 24,45%, comercio al por mayor y menor con el 38,56%, mientras que el segmento de actividades de servicios administrativos y de apoyo contribuyó con el 0,87%.

Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial de la QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – 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. Ivana Vizcaino
Analista

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2013	2014	2015	Abr-16	2016	Abr-17
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	3.904	1.499	1.200	629	749	808
Cuentas por cobrar clientes neta de provisión	25.794	25.671	29.881	26.179	25.244	24.690
Provisión cuentas incobrables	(889)	(889)	(846)	(1.046)	(5.100)	(5.100)
Inventarios	19.705	30.874	36.948	32.679	19.357	21.006
Cuentas por cobrar relacionados	25.637	8.519	3.408	5.053	7.132	7.546
Otros Activos Corrientes	11.631	11.251	14.612	13.036	11.333	13.766
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	**85.782**	**76.925**	**85.203**	**76.531**	**58.716**	**62.716**
Propiedad, planta y equipo neto	41.085	38.818	36.561	36.537	74.104	74.115
Otros Activos No Corrientes	4.436	2.032	1.476	1.578	1.655	1.585
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	**45.521**	**40.850**	**38.037**	**38.115**	**75.759**	**75.700**
TOTAL ACTIVOS	**131.303**	**117.775**	**123.240**	**114.646**	**134.475**	**138.416**
PASIVOS						
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	32.655	16.653	25.389	17.285	23.204	24.432
Proveedores locales y del exterior	22.313	29.730	36.434	30.377	25.046	25.730
Cuentas por pagar relacionadas	7.180	9.359	15.371	17.537	835	1.966
Otros Pasivos Corrientes	5.870	3.158	3.436	4.905	8.822	3.614
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	**68.018**	**58.900**	**80.630**	**70.103**	**57.906**	**55.742**
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	31.227	26.224	6.641	10.766	5.415	11.499
Otros Pasivos No Corrientes	2.112	1.597	5.053	1.448	30.870	29.945
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	**33.339**	**27.821**	**11.694**	**12.214**	**36.285**	**41.444**
Deuda Financiera	**63.882**	**42.877**	**32.030**	**28.051**	**38.422**	**44.866**
Deuda Financiera C/P	32.655	16.653	25.389	17.285	23.204	24.432
Deuda Financiera L/P	31.227	26.224	6.641	10.766	15.218	20.434
TOTAL PASIVOS	**101.357**	**86.721**	**92.324**	**82.317**	**94.191**	**97.186**
PATRIMONIO						
Capital Social	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559
Reservas	1.743	1.743	1.836	1.835	2.063	2.063
Utilidad neta del ejercicio	-467	926	-25	1.414	2.272	947
Resultados acumulados	1.111	826	1.546	1.521	8.390	10.662
TOTAL PATRIMONIO	**29.946**	**31.054**	**30.916**	**32.329**	**40.284**	**41.230**

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2013	2014	2015	Abr-16	2016	Abr-17
Ventas	**116.029**	**127.134**	**118.412**	**37.669**	**103.074**	**36.742**
Costo de ventas	100.121	109.953	104.048	31.994	90.437	31.716
MARGEN BRUTO	**15.908**	**17.181**	**14.364**	**5.675**	**12.637**	**5.026**
TOTAL GASTOS	8.918	10.178	9.674	3.066	9.072	3.001
UTILIDAD OPERACIONAL	**6.990**	**7.003**	**4.690**	**2.608**	**3.565**	**2.024**
Gastos Financieros	4.831	4.145	3.007	847	2.700	1.213
Otros ingresos / egresos netos	(1.471)	(802)	(503)	(347)	2.514	135
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	**688**	**2.056**	**1.180**	**1.414**	**3.379**	**947**
Impuesto a la Renta (menos)	1.155	1.130	1.205	0	1.107	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	**(467)**	**926**	**(25)**	**1.414**	**2.272**	**947**
Otros resultados integrales	(108)	182	(113)	0	28.204	0
Resultado Integral del Año	**(575)**	**1.108**	**(138)**	**1.414**	**30.477**	**947**

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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2013	2014	2015	Abr-16	2016	Abr-17
Gastos Operacionales / Ingresos	7,69%	8,01%	8,17%	8,14%	8,80%	8,17%
Utilidad Operacional / Ingresos	6,02%	5,51%	3,96%	6,92%	3,46%	5,51%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-0,40%	0,73%	-0,02%	3,75%	2,20%	2,58%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	-1496,79%	756,26%	-18760,00%	184,47%	156,91%	213,89%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	314,99%	-86,61%	2012,00%	-24,55%	110,65%	14,31%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-1034,48%	447,62%	-12028,00%	59,92%	118,82%	128,20%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	-1,56%	2,98%	-0,08%	4,37%	5,64%	2,30%
Rentabilidad sobre Activos	-0,36%	0,79%	-0,02%	1,23%	1,69%	0,68%
Liquidez						
Razón Corriente	1,26	1,31	1,06	1,09	1,01	1,13
Liquidez Inmediata	0,97	0,77	0,58	0,63	0,66	0,75
Capital de Trabajo	17.764	18.025	4.573	6.428	809	6.974
Capital de Trabajo / Activos Totales	13,53%	15,30%	3,71%	5,61%	0,60%	5,04%
Cobertura						
EBITDA	7.450	9.987	7.151	3.321	6.390	3.145
EBITDA anualizado	7.450	9.987	7.151	6.936	6.390	6.214
Ingresos	116.029	127.134	118.412	37.669	103.074	36.742
Gastos Financieros	4.831	4.145	3.007	847	2.700	1.213
EBITDA / Ingresos	6,42%	7,86%	6,04%	8,82%	6,20%	8,56%
EBITDA/Gastos Financieros	1,54	2,41	2,38	3,92	2,37	2,59
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,11	0,16	0,15	0,09	0,09	0,05
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,68	28,21	24,49	9,88	1,32	0,36
Gastos de Capital / Depreciación	8,19	0,14	0,13	0,99	2,18	15,35
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	3,38	2,79	2,99	2,55	2,34	2,36
Activo Total / Capital Social	4,76	4,27	4,47	4,16	4,88	5,02
Pasivo Total / Capital Social	3,68	3,15	3,35	2,99	3,42	3,53
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	8,57	4,29	4,48	4,04	6,01	7,22
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	13,60	8,68	12,91	11,87	14,74	15,64
Deuda Financiera / Pasivo	63,03%	49,44%	34,69%	34,08%	40,79%	46,17%
Deuda Financiera / Patrimonio	213,32%	138,07%	103,60%	86,76%	95,38%	108,82%
Pasivo Total / Activo Total	77,19%	73,63%	74,91%	71,80%	70,04%	70,21%
Capital Social / Activo Total	20,99%	23,40%	22,36%	24,04%	20,49%	19,91%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	22,81%	26,37%	25,09%	28,20%	29,96%	29,79%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	159	96	100	97	97	89
Duración de Existencias (días)	72	102	130	124	78	79
Plazo de Proveedores (días)	81	99	128	115	101	97

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

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.