

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A CORTO PLAZO - PAPEL COMERCIAL – PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 290/2017, del 29 de noviembre de 2017

Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2017

Analista: Econ. Andrés Granja

andres.granja@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.

Tercera Revisión

Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.16.0003862, emitida el 07 de julio del 2016

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 290/2017 del 29 de noviembre de 2017 decidió otorgar la calificación de **"AA" (Doble A)** a la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial – PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto de diez millones de dólares (USD 10.000.000,00).

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

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

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

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

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial – PRODUCTORA CARTONERA S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una compañía con más de 50 años de experiencia en la fabricación de empaques de cartón corrugado y a lo largo de los años se ha consolidado y posicionado como líder en el mercado local.
- En 1994 la multinacional DOLE adquirió la totalidad del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., con lo cual la empresa incrementó su volumen de ventas, alcanzando un nivel de producción de 113 mil toneladas métricas aproximadamente.

- Posteriormente, para el año 2009, DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias, en donde la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. (Holding) adquirió el 100% del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., proyectándose en el mercado como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.
- El fuerte compromiso de PRODUCTORA CARTONERA S.A. con el concepto de Gobierno Corporativo, le ha hecho acreedora del reconocimiento como una de las empresas con mejores prácticas en el Ecuador. La Junta Directiva constituye una fortaleza para la Gobernabilidad de la compañía, en la medida que se han definido reglas claras y políticas que orientan a un funcionamiento eficiente.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, determinando además que PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con una amplia trayectoria, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- 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 septiembre de 2017, los ingresos (USD 86,50 millones) reflejaron un aumento del 9,55% con respecto al similar periodo de 2016 (USD 78,96 millones), producto del aumento en ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero, alimentario, pesca y convertidores.
- Los ingresos alcanzados por PRODUCTORA CARTONERA S.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, por lo que la compañía alcanzó un margen operativo positivo para todos los periodos analizados, sin embargo, su tendencia fue decreciente, puesto que 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 los periodos interanuales la utilidad operacional creció, pues luego de haberse ubicado en un 4,52% sobre los ingresos en septiembre de 2016 pasó a un 5,89% en septiembre de 2017, gracias a un adecuado control tanto de sus costos como de sus gastos.
- 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 septiembre de 2017, la utilidad antes de impuestos representó el 2,60% de los ingresos ordinarios, porcentaje superior al 1,07% de septiembre de 2016, lo que obedece a la recuperación de sus ventas y el ajuste de sus costos y gastos.
- 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 septiembre de 2017 el EBITDA (acumulado) presentó un crecimiento con respecto a septiembre de 2016, ubicándose en 8,80% de los ingresos, luego de haber registrado en 6,55% de los ingresos, comportamiento que está ligado a la tendencia de 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 activos¹. Al 30 de septiembre de 2017 el total de los

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

activos continuó con la tendencia creciente, arrojando una suma de USD 145,73 millones, principalmente por el incremento de su propiedad planta y equipo, cuentas por cobrar a los clientes neta de provisión.

- 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 94,19 millones (70,04% de los activos) a diciembre de 2016 y USD 103,19 millones (70,81% de los activos) en septiembre de 2017, determinando que a partir de diciembre de 2016 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 1,42 millones a septiembre de 2017), generando a cambio un pasivo de largo plazo por USD 12,33 millones en diciembre de 2016 (USD 9,23 millones a septiembre de 2017), es importante mencionar que estos saldos no tienen vencimientos establecidos y no generan intereses.
- Al 30 de septiembre de 2017, la deuda con costo arrojó una suma de USD 42,08 millones (28,88% de los activos), superior a lo evidenciado en diciembre de 2016 (28,57% de los ingresos) debido al registro de una mayor deuda con instituciones financieras y con el Mercado de Valores.
- 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 septiembre de 2017 este ascendió a USD 42,54 millones (financiando el 29,19% del total de activos).
- El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en USD 27,56 millones, monto que al 30 de septiembre de 2017 financió un 18,91% 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 y 2,43 veces en septiembre de 2017, lo que va atado a la tendencia demostrada tanto en el pasivo como en el patrimonio.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados son superiores o iguales uno, ubicándose al 31 de diciembre de 2016 en 1,01 veces y al 30 de septiembre de 2017 en 1,00 veces, lo que evidencia que mantiene al mínimo recursos líquidos improductivos.
- El análisis de las cuentas por cobrar a clientes, sin tomar en cuenta las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera 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 septiembre de 2017 la cartera por vencer presentó un ligero deterioro, reduciéndose a 42,60% 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 septiembre de 2017 ascendió ligeramente a un 30,19%, el valor más alto registrado históricamente, 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 02 de junio de 2016, resolvió autorizar por unanimidad la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.
- Con la misma fecha, PRODUCTORA CARTONERA S.A. en calidad de Emisor y el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el Contrato de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- Con fecha 27 de julio de 2016, MERCAPITAL Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas; mismos que fueron cancelados oportunamente, y colocados nuevamente de forma revolvente, determinando así que hasta el 31 de marzo de 2017 se colocó el 100% del programa aprobado (USD 10,00 millones).
- Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A. se encuentra respaldado por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que

señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismo que se detallan a continuación:

- ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa legal y reglamentaria del mercado de valores, vigente y aplicable sobre esta materia.
 - ❖ Al 30 de septiembre de 2017 la compañía cumplió con todo lo estipulado anteriormente.
- La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros, como límites de endeudamiento.
 - ✓ Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) sobre patrimonio, durante la vigencia del programa, igual o menor a 2,0 veces.
 - ✓ Mantener un nivel de pasivo total sobre patrimonio, igual o menor a 3,20 veces para el ejercicio 2016 e igual o menor a 3,0 veces en adelante.
 - ✓ Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) sobre patrimonio, menor al 20%.
 - ❖ Al 30 de septiembre de 2017, la compañía cumplió con todos los resguardos descritos inicialmente.
- Como compromisos adicionales se determinaron como medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades de la Compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas, las siguientes:
 - ✓ 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.
 - ❖ Al 30 de septiembre de 2017 la compañía cumplió con lo estipulado.
- Al 30 de septiembre 2017, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 102,10 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 81,68 millones determinando que el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Es así que, de acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que los resultados se dieron en la mayoría de casos de acuerdo a dichas proyecciones.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Los principales riesgos previsibles a los que se expone la empresa, tienen relación a los precios las principales materias primas utilizadas por la compañía. A pesar de que éstas no han fluctuado mayormente, un incremento en los precios de las materias primas produciría un eventual aumento de sus precios y consecuentemente de los costos de la empresa, lo cual tendría un impacto negativo sobre los resultados

financieros de la empresa. Sin embargo, el proveedor nacional mantiene un convenio con un importante molino de papel en Estados Unidos, con lo cual mermaría de alguna forma este riesgo. En la actualidad los precios de los commodities se encuentran a la baja en respuesta a los precios del petróleo, con el objetivo de mitigar este riesgo (volatilidad de los precios del papel), el grupo decidió en el año 2012 montar y poner en marcha un molino de papel en el Ecuador, para lograr en el mediano plazo un abastecimiento dentro del mismo grupo.

- Debido a que la mayor parte de materia prima utilizada por la compañía es importada, otro riesgo al que se vería expuesta está relacionado con el incremento de impuestos y aranceles como el aumento al impuesto a la salida de divisas (ISD). Este riesgo se mitiga con los depósitos industriales, que permiten el no pago del ISD para la importación de materias primas que ingresan al país bajo este esquema.
- La demanda de cartón está ligada al desarrollo económico de los sectores productivos del país, por lo tanto, en un escenario de crisis económica que afecte los niveles de producción de sus principales clientes, la compañía tendría un efecto negativo en los ingresos por ventas que se prevé para los próximos años.
- La actividad de la compañía es dependiente del mercado de exportaciones, debido a que su producto final está destinado a los sectores bananero y florícola, entre otros; el evento de una disminución en esos mercados afectaría al nivel de producción y consecuentemente a los flujos de la empresa. No obstante, la suscripción del convenio de comercio entre Ecuador y la Unión Europea podría representar una importante oportunidad para el Mercado exportador, lo cual implicaría una externalidad positiva para PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- La imposición de medidas regulatorias relacionadas con la importación de la materia prima necesaria para la elaboración de los productos que fabrica la empresa, impactaría en los costos de producción y reduciría el margen bruto de la compañía. Sin embargo, el sector tiene capacidad de traslado de los incrementos en costos, al precio de sus productos.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar a su vez retrasos en la programación de la producción.
- La implementación de políticas gubernamentales restrictivas, ya sean comerciales, fiscales (mayores impuestos, mayores aranceles), u otras, representan un riesgo permanente que genera incertidumbre, no sólo para compañías como PRODUCTORA CARTONERA S.A. sino para todo tipo de compañías en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo. No obstante, la empresa considera que en el ámbito local es poco probable considerar este riesgo, dado que los nuevos competidores necesitarían tener suficiente músculo financiero para apalancar la operación, altamente intensiva en el uso del capital.

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

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

- Un riesgo que podría mermar la calidad de cuentas por cobrar clientes (sin provisión) que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- La concentración de ventas en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.

- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- El inventario (materias primas) que respalda la emisión, podría verse afectado por eventos externos, ajenos o fuera del control de la compañía, como por ejemplo robo, incendio, catástrofes naturales, atentados u otros similares, sin embargo, con el objetivo de disminuir el impacto de este tipo de riesgos la compañía protege sus inventarios con pólizas de seguros.
- Los inventarios (materias primas) de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de los proveedores tanto nacionales como internacionales.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los materiales y productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- Finalmente, al referirnos a las cuentas por cobrar clientes (sin provisiones) que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, y en lo que se refiere al inventario (materias primas), presenta un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender principalmente de que la empresa esté normalmente operando.

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

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

Se debe indicar que, la administración de la compañía menciona que los activos que respaldan la emisión no contemplan a cuentas por cobrar a vinculadas, sin embargo, la empresa registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a vinculadas por USD 4,54 millones a septiembre 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 Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial – 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 02 de junio de 2016.
- Contrato de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial del 02 de junio de 2016.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.

- 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 septiembre de 2016 y 30 de septiembre 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 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 02 de junio de 2016, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice una Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial por un monto de hasta USD 10,00 millones.

Con la misma fecha, PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A., siendo sus características las siguientes:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

EMISIÓN DE TERCER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL PRODUCTORA CARTONERA S.A.	
Emisor	PRODUCTORA CARTONERA S.A.
Capital a Emitir	10'000.000,00
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo del Programa	Hasta 720 días.
Valores	Desmaterializados, que podrán emitirse desde un valor nominal de USD 1,00.
Plazo de la Obligación	Desde 1 hasta 359 días, a partir de la fecha en que entren en circulación los valores.
Tasa de interés	Cero cupón.
Pago del Capital	Al vencimiento.
Fecha de la Emisión	La fecha en que las obligaciones sean negociadas en forma primaria.
Contrato de Underwriting	Emisor suscribió con MERCAPITAL Casa de Valores S.A., un contrato de underwriting bajo la modalidad del mejor esfuerzo.
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.
Destino de los recursos a captar	Hasta un 100% para capital de trabajo operativo, que consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores, tanto en aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos, entre otros.
Rescates anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el Emisor y los Obligacionistas, previa resolución unánime de éstos. Las obligaciones que fueren adquiridas por el Emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.
Sistema de colocación	Mercado bursátil.
Responsable, Asesor y Underwriter	MERCAPITAL Casa de Valores S.A.
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> ❖ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y; ❖ Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
Límites de Endeudamiento	<p>La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros, como límites de endeudamiento.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) sobre patrimonio, durante la vigencia del programa, igual o menor a 2,0 veces. • Mantener un nivel de pasivo total sobre patrimonio, igual o menor a 3,20 veces para el ejercicio 2016 e igual o menor a 3,0 veces en adelante. • Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) sobre patrimonio, menor al 20%.

Fuente: Contrato de Emisión / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Papel Comercial (30 de septiembre de 2017)

La Emisión de Papel Comercial fue autorizada por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros el 07 de julio de 2016, bajo Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.16.0003862, siendo inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 14 de julio de 2016. Es relevante señalar que la oferta pública tiene una vigencia hasta el 27 de junio del 2018.

Colocación de los valores

Con fecha 27 de julio de 2016, MERCAPITAL Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 31 de marzo de 2017 se colocó el 100% del programa aprobado (USD 10,00 millones).

Se debe señalar que los papeles vencidos fueron cancelados oportunamente y sus valores se volvieron a colocar nuevamente de forma revolvente, es así que con fecha 03 de mayo de 2017, se colocó de forma revolvente los valores, llegando a vender hasta el 25 de abril de 2017 el total del programa autorizado.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros, como límites de endeudamiento.

- Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) sobre patrimonio, durante la vigencia del programa, igual o menor a 2,0 veces.
- Mantener un nivel de pasivo total sobre patrimonio, igual o menor a 3,20 veces para el ejercicio 2016 e igual o menor a 3,0 veces en adelante.
- Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) sobre patrimonio, menor al 20%.

Los indicadores serán revisados semestralmente. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros **semestrales** correspondientes a **junio 30 y diciembre 31** de cada año. El seguimiento a los índices financieros **iniciará el primer semestre calendario una vez los títulos 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. Si la misma se mantiene se considerará como incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor, lo cual constituirá causal de aceleración de vencimientos si así lo determina la Asamblea de Obligacionistas.

- ❖ Al 30 de septiembre del 2017, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente (resguardos de ley y límites de endeudamiento). El detalle del cumplimiento de los resguardos cuantificables se detalla en el siguiente cuadro:

CUADRO 2: RESGUARDOS

INDICADOR DE LEY	Límite establecido	sep-17	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez semestral (enero-junio 2016)	Mayor o igual a uno (1)	1,10 veces	Sí
Activos reales / Pasivos exigibles	Mayor o igual a uno (1)	2,13 veces	Sí
ADICIONALES	Límite establecido	jun-17	Cumplimiento
Pasivo financiero / patrimonio	Menor o igual a 2,00	0,86 veces	Sí
Pasivo / patrimonio	Menor o igual a 3,20	2,16 veces	Sí
Cuentas por cobrar relacionadas (cp+lp) / patrimonio	Menor al 20%	0,04 %	Sí

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

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de julio, el promedio se calculará en semestres julio-diciembre y enero-junio, según corresponda.

CUADRO 3: RESGUARDO DE LIQUIDEZ (USD)

Detalle	2017						Promedio
	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	
Activo Corriente	63.690,93	64.174,51	61.353,54	62.716,09	61.318,14	51.987,44	1,10
Pasivo Corriente	57.332,86	57.947,04	54.636,62	55.742,43	54.169,99	51.715,71	
Razón Liquidez	1,11	1,11	1,12	1,13	1,13	1,01	

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

Compromisos Adicionales

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Presidente y el Vicepresidente, determinan como medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades de la Compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas, la toma de todas aquellas decisiones y todas aquellas gestiones que permitirán que la Compañía mantenga o incremente las operaciones propias de su giro ordinario, sin disminuir las mismas, a continuación se detallan las principales:

- Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica.
- Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores.
- Mantener una relación entre el endeudamiento financiero y la generación de flujo propio que le permita continuidad y crecimiento al negocio.
 - ❖ Al 30 de septiembre de 2017 la compañía cumplió con lo estipulado.

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial está respaldada por una Garantía General otorgada por PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que al 30 de septiembre de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A., estuvo conformada por un total de activos de USD 145,73 millones, de los cuales el 76,81% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 4: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (SEPT 2017)

Activos	Libres	%
Disponibles	1.055.696	0,94%
Exigibles	24.951.619	22,29%
Realizables	13.826.426	12,35%
Propiedad Planta y Equipo	54.940.604	49,08%
Otros activos	17.163.359	15,33%
TOTAL	111.937.704	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 septiembre de 2017, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias².

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 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre 2017, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 102,10 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 81,68 millones determinando que el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Por otro lado se pudo apreciar que el 80% de los activos con deducciones presentó una cobertura de 8,17 veces sobre el saldo de capital de la Emisión.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN DE PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Descripción	
Total Activos	145.729.330
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)	-
(-) Activos Gravados (USD)	33.791.626
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias (USD)	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	8.533.333
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios (USD)	-
(-) Saldo de REVNI (USD)	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras (USD)	1.300.000
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	102.104.370
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	81.683.496
Capital Segunda Emisión de Papel Comercial	10.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	10,21
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	8,17

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

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.”

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de septiembre de 2017, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,09 veces³ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de la Emisión de Obligaciones a Corto Plazo - Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representan el 21,79% del 200% del patrimonio al 30 de septiembre de 2017 y el 43,57% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 6: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO (Marzo 2017)

Descripción	USD
Patrimonio (USD)	42.535.353,00
200% del Patrimonio (USD)	85.070.706,00
Segunda Emisión de Obligaciones	400.000,00
Tercera Emisión de Obligaciones	2.050.000,00
Cuarta emisión de Obligaciones	6.083.333,33
Tercera Emisión de Papel Comercial	10.000.000,00
Total Emisiones	18.533.333,33
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	21,79%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	43,57%

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

Proyecciones del Emisor

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

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)

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

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El estado de resultados proyectado, considera un decremento en los ingresos del -10,43% para el 2016, esto respecto a lo arrojado en diciembre de 2015 y un incremento del 2,51%, 2,98% y 2,41% para los años 2017,2018 y 2019 respectivamente. El costo de ventas mantendría una representación promedio del 86,21%

³ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

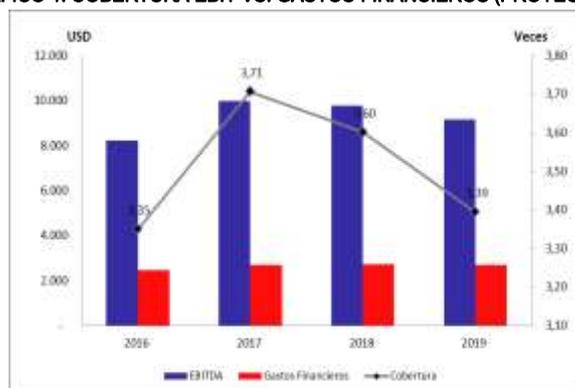
sobre los ingresos ordinarios durante el periodo proyectado (2016-2019), lo que generaría un margen bruto promedio de 13,79%.

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

La proyección además contempla gastos financieros derivados de los compromisos con el sistema financiero, emisiones vigentes y la que estima emitir, así como el impuesto a la renta, y después de descontar dichos rubros la compañía alcanzaría una utilidad neta de USD 0,75 millones en 2016 e incrementaría a USD 1,22 millones en 2019, cuya participación sobre los ingresos pasaría de 0,70% a 1,06% en el mismo orden.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva, la misma que pasaría de 3,35 veces en el año 2016 a 3,39 veces en 2019, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada y aceptable de los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan e a los gastos financieros que registraría.

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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

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

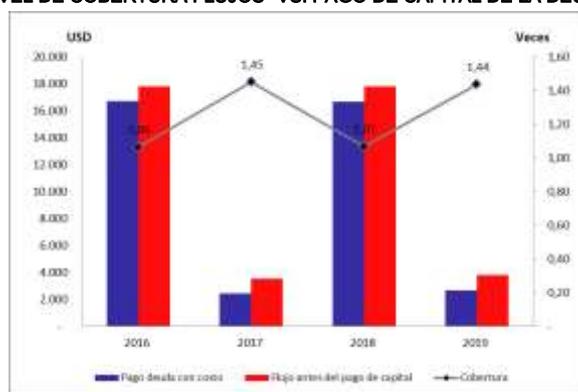
CUADRO 8: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO

Descripción	2016	2017	2018	2019
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN				
Utilidad Neta	747	921	1.129	1.216
Depreciación	2.336	3.263	3.538	3.583
Provisiones	1.197	1.589	806	103
Variación en cuentas del activo	28.858	(3.407)	(685)	(2.859)
Variación en cuentas del pasivo	(4.152)	(1.190)	1.391	1.267
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	28.987	1.176	6.179	3.309
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN				
Adquisición de propiedad, planta y equipo	(25.812)	(5.100)	(400)	(400)

Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	(25.812)	(5.350)	(650)	(650)
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO				
Obligaciones Financieras de Corto plazo	(16.731)	(2.407)	11.177	(2.299)
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	3.418	2.941	(3.340)	-
III Programa de Papel Comercial	10.000	-	(10.000)	-
IV programa de Emisión de Obligaciones	-	3.667	(3.333)	(333)
Movimientos Patrimoniales	(1)	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	(3.314)	4.200	(5.496)	(2.632)
FLUJO DE EFECTIVO NETO				
Variación neta en efectivo y equivalentes de efectivo	(139)	27	32	27
Saldo inicial de caja	1.200	1.061	1.088	1.120
SALDOS AL FIN DEL AÑO	1.061	1.088	1.120	1.147

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS⁴ VS. PAGO DE CAPITAL DE LA DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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

Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado

Al cierre del año 2016, las ventas reales registraron un cumplimiento del 97,18% frente a lo proyectado, lo que demuestra que los resultados se apegaron a lo estimado en un inicio, por su parte los costos de ventas mantuvieron un comportamiento similar al de las ventas, puesto que presentaron un cumplimiento del 98,82%, lo que repercutió en parte en su utilidad bruta, pues su cumplimiento fue de 86,88%.

Después de descontar los gastos operativos, la compañía arrojó una utilidad operativa que registró un cumplimiento de 80,95%. Por otro lado, gracias al registro de mayores ingresos no operativos, por la venta de un activo fijo, que no se contempló dentro de las proyecciones, la compañía superó los resultados finales estimados en un inicio, registrando un cumplimiento de más del 300%.

⁴ (*)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.

Para septiembre de 2017, los resultados de la compañía se presentaron superiores a los estimados en un inicio, tal como se puede apreciar a continuación, pues las proyecciones se hicieron en un escenario conservador, es así que las ventas y la mayoría de sus resultados sobrepasaron el 100% del cumplimiento.

CUADRO 9: COMPARATIVO RESULTADOS REALES VS PROYECTADO (miles USD)

Cuenta	Proyectado dic 2016	Real dic-2016	Cumplimiento	Proyectado sep-2017	Real sep-2017	Cumplimiento
Ventas netas	106.062	103.074	97,18%	80.636	86.502	107,27%
Costo de ventas	91.516	90.437	98,82%	69.501	73.981	106,44%
Utilidad bruta	14.545	12.637	86,88%	11.134	12.521	112,46%
Gastos administrativos y ventas	10.141	9.072	89,45%	7.563	7.427	98,20%
Utilidad operativa	4.404	3.565	80,95%	3.571	5.094	142,66%
Gastos financieros	2.457	2.700	109,87%	2.069	2.946	142,41%
Otros ingresos	-	2.514	-	-	104	
Utilidad antes de impuestos	1.947	3.379	173,55%	1.502	2.252	149,90%
Impuestos	1.200	1.107	92,25%	890	-	
Utilidad neta	747	2.272	304,15%	612	2.252	367,81%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Al referirnos al flujo de caja real de diciembre de 2016, se puede indicar que tanto el flujo de operación como el flujo final del año, se mostraron inferiores a lo proyectado en un inicio, ocurriendo lo mismo para septiembre de 2017, no obstante, el emisor presentó la capacidad suficiente para afrontar sus obligaciones de manera oportuna.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado 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 fueron 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 presentados en el contrato del Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

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 tensiones geopolíticas continúan afectando las perspectivas económicas en varias regiones.

Los expertos pronostican que el producto bruto mundial se expandirá en un 3,5% en el 2017 y en un 3,6% en el 2018, aunque estas previsiones se muestran más optimistas, aún sigue estando por debajo del crecimiento alcanzado antes de la crisis del 2009. Los principales factores que influyen en las mejores perspectivas a nivel mundial son: Previsiones de mayor crecimiento en economías como China, Japón, Zona Euro; la expansión del comercio internacional, atenuación del riesgo político en varias economías fuertes, entre otros.⁵

⁵ <http://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2017/07/07/world-economic-outlook-update-july-2017>

Por su parte, América Latina y el Caribe también muestran una tendencia al alza en su crecimiento para 2017 y 2018 con tasas de 1,00% y 1,90% respectivamente. Esto se sustenta en la recuperación de países como Argentina, Brasil y México, para el resto de países de la región se estiman crecimientos similares a los presentados en 2016, es importante mencionar que se espera que las condiciones en Venezuela continúen deteriorándose.

En lo referente a la economía ecuatoriana, el Fondo Monetario Internacional, en su último informe publicado con corte a octubre de 2017, prevé que para 2017 el Ecuador presente un crecimiento de 0,2% junto con una inflación del 0,7%, mientras que para 2018 será de 0,6% con una inflación de 0,7%. Esta previsión se muestra mucho más optimista que la presentada en abril pasado.

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

CUADRO 10: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) 2017	69.811,36	Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2017	3,33%
Deuda Externa Pública como % PIB (sep - 2017)	27,9%	Inflación mensual (Oct - 2017)	-0,14%
Balanza Comercial (millones USD) ene-ago 2017	2.350,3	Inflación anual (Oct - 2017)	-0,09%
RI (millones USD oct-17)	4.806,59	Inflación acumulada (Agosto 2017)	0,10%
Riesgo país (31-octubre-17)	563,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2017	1.324,56
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 31-octubre-17)	54,38	Tasa de Desempleo Urbano (Sep - 2017)	5,36%

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

Producto Interno Bruto (PIB): No existe un consenso sobre el índice de crecimiento económico de Ecuador para el 2017. Organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional, mantienen que para 2017 Ecuador presente un crecimiento de 0,2%, el Banco Mundial realizó una previsión de -1,30%. Otros organismos como la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Banco Central del Ecuador, se muestran más optimistas con una previsión compartida de crecimiento de 0,70% para 2017. Al cierre del II trimestre de 2017 (última información disponible), Ecuador creció en 3,33% anual mostrando mayor dinamismo con respecto al II trimestre de 2016 en donde la economía presentó un crecimiento de -1,70%. Las industrias de mayor expansión fueron: Refinación de petróleo (15,5%), actividades de servicios financieros (15,20%) y suministro de electricidad y agua, (14,50%). Dentro de las dieciocho macro industrias que conforman el PIB del Ecuador, únicamente dos presentaron variaciones negativas al cierre del II trimestre de 2017.

Para agosto de 2017 las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 12.110 millones, valor que fue superior en 22,90% en relación a las compras externas realizadas a agosto de 2016 (USD 9.854 millones), las importaciones petroleras crecieron en 29,11% mientras que las no petroleras lo hicieron en 21,76%. Por grupo de productos se evidenció que, la importación de materias primas representó el 36,81% del total, seguido por bienes de capital con una participación del 24,23%, bienes de consumo y combustibles y lubricantes participaron con 22,28% y 16,41% respectivamente. La procedencia de los bienes radica principalmente en Estados Unidos, China, Colombia y Panamá, entre otros.

Exportaciones totales.- Durante el periodo enero-agosto 2017 las exportaciones totales alcanzaron un valor de USD 12.458 millones, siendo superiores en 15,85% frente a lo reportado en su similar periodo en el 2016 (USD 10.754 millones). Las exportaciones petroleras crecieron en 29,09%, mientras que las no petroleras lo hicieron en 9,80%. El incremento de las exportaciones no petroleras se sustentó principalmente en productos tradicionales como banano y plátano, camarón y cacao y elaborados, entre los principales.

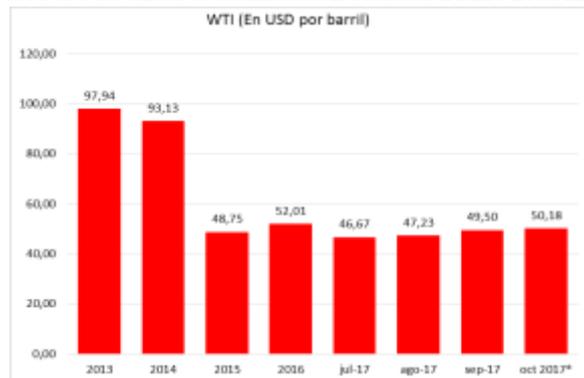
Luego del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea en enero de 2017, las exportaciones a este destino a agosto de 2017 fueron de USD 2.144 millones, lo cual implicó un incremento de USD 257,8 millones respecto al mismo periodo de 2016 (USD 1.885 millones).

Las cifras de producción petrolera del país en lo que va del año 2017 empezaron apuntando 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 crudo⁶. Al cierre de agosto de 2017, Ecuador produjo un promedio de 419,1 mil barriles por día. La producción total acumulada para este mes fue de 130,02 millones de barriles, siendo la producción pública el 78,84% del total con 102,50 millones de barriles. Por su parte, la producción privada participó con el 21,16% del total con una producción de 27,52 millones de barriles.

La caída del precio del petróleo WEST TEXAS INTERMEDIATE (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, ha mostrado un comportamiento relativamente estable en lo que va de 2017. En febrero de 2017, se registró el precio más alto hasta el momento con USD 53,40 por barril, los meses siguientes mostraron una tendencia a la baja hasta que en junio el precio fue de USD 45,17 (el más bajo durante el periodo). Sin embargo, en los meses venideros el precio ha mostrado una tendencia al alza hasta ubicarse los primeros días de octubre en USD 50,18 por barril.⁷

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. No obstante no se ha podido cumplir con lo pactado debido a la compleja situación económica por la cual atraviesa el país.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Indexmundi⁸ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria** sin contribuciones solidarias a septiembre de 2017, sumó USD 10.103,94 millones, siendo superior en un 10,40% frente a lo registrado en su similar periodo de 2016 (USD 9.152,38 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a septiembre de 2017 destacan: El IVA con USD 3.525,67 millones, seguido del Impuesto a la Renta con USD 3.380 millones y el Impuesto a la salida de divisas con USD 806,01 millones.

La **inflación** anual al 31 de octubre de 2017 fue de -0,09% (1,31% en octubre de 2016), siendo la variación anual más baja en la última década. Por su parte, la inflación mensual se ubicó en -0,14%. Consecuentemente la inflación acumulada fue de 0,10% al cierre de octubre de 2017. Desde inicios de 2016, la inflación presenta una marcada reducción, lo cual es reflejo de la contracción en el consumo de los hogares a causa de la situación económica por la que atraviesa el país.

En referencia al **salario mínimo vital nominal promedio**, se aprecia que a septiembre de 2017, este alcanzó un monto de USD 437,44⁹, 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

⁶ <http://www.elcomercio.com/actualidad/produccion-opep-petroleo-reduccion-ecuador.html>

⁷ <http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-texas>

⁸ <http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo-texas>

⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/nuevas-publicaciones1>

más bajo de los últimos nueve años¹⁰. 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 septiembre de 2017, se ubicó en USD 708,79¹¹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 700,00 dólares sin incluir fondos de reserva, es decir, con una cobertura del 98,76%.

Al cierre del segundo trimestre de 2017, se puede apreciar que a nivel nacional el 70,8% de la población total se encuentra en edad de trabajar, de este total el 68,7% se encuentra económicamente activa (8,1 millones de personas). De este modo, a junio de 2017 el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,6% (64,2% a junio de 2016). El **desempleo** por su parte pasó de 5,3% en junio de 2016 a 4,5% a junio de 2017. Esta reducción no respondió a un incremento del **empleo adecuado**, mismo que a junio de 2017 fue de 40,1%, si no a un incremento en el subempleo el cual pasó de 16,3% a 20,5% en el periodo antes mencionado.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,1% a junio de 2017. El resultado anterior presentó una disminución casi imperceptible con respecto al mismo periodo del año previo (23,7%). Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a junio de 2017. La ciudad que mayores niveles de pobreza presentó fue Machala con el 14,4% le siguen Guayaquil y Ambato con 10,5% y 10,2% respectivamente.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés** referenciales no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial fue de 4,80% para octubre de 2017, mientras que la tasa activa referencial fue de 7,86% existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,06%¹².

En lo que respecta a la evolución del **crédito** en el sistema financiero nacional, al mes de septiembre de 2017, los bancos, mutualistas y sociedades financieras, fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos para los segmentos: Microcrédito, Consumo y Productivo, dado que el saldo entre bancos fue positivo.

El flujo de **remesas** que ingresaron al país al II trimestre de 2017, totalizaron USD 1.324,56 millones, cifra que fue superior en un 4,77% con respecto a lo reportado en el mismo periodo de 2016 (USD 1.264,22), 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). Las provincias que concentraron los principales montos de remesas fueron: Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar cuyo agregado sumó USD 988,77 millones que representa el 74,65% de flujo total de remesas¹³.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** en el periodo 2008 – 2015 mostraron un comportamiento ascendente. La IED para el segundo trimestre de 2017 fue de USD 360,03 millones; monto superior en 10,06% al registrado en su similar periodo en el 2016 (USD 327,13 millones). La mayor parte de la IED en 2017 se canalizó principalmente a ramas productivas como: industria manufacturera, comercio; agricultura, silvicultura, caza y pesca y transporte, almacenamiento y comunicaciones.

Para el mes de setiembre del 2017, de acuerdo a información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 28.145,20 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 julio de 2017 fue de USD 8.164 millones, evidenciando un decremento frente a lo registrado a diciembre de 2016 (USD 8.496 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

¹⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201701.pdf>

¹¹ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/inflacion/canastas/Canastas_2017/Julio-2017/4.%20ipc_canastabasica_nacional_ciudades_jul_2017.xls

¹² https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=activa

¹³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201605.pdf>

colocaciones de bonos en el mercado internacional superaría el 40% del PIB¹⁴, 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 septiembre de 2017, se encontró en 27,9%¹⁵.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años se ha presentado variable, 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 millones, no obstante, para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259, 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. Con corte al 31 de octubre de 2017 las reservas internacionales registraron un saldo USD 4.806,59 millones¹⁶.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable, al 29 de agosto de 2017, debido a la creciente carga de deuda e intereses que enfrenta Ecuador, además, la firma indica que presenta mayores vulnerabilidades fiscales y externas, una débil capacidad institucional y una falta de flexibilidad monetaria, lo que restringe las opciones de política que puede tomar el Gobierno recién asumido¹⁷, lo que genera un impacto sobre el incremento del riesgo país, lo cual dificulta el conseguir financiamiento en el mercado internacional, manteniendo únicamente la fuente de financiamiento proveniente de China, la misma que en ciertos casos es desfavorable debido a las altas tasas de interés o por la venta futura de petróleo.

En 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 garantía de venta anticipada 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.

Por otro lado, la eliminación de salvaguardas y el IVA que vuelve al 12% representa una pérdida estimada en USD 1.900 millones por año¹⁸; 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.

En el mes de noviembre de 2017, el Servicio Nacional de Aduana del Ecuador (Senae) resolvió implementar una tasa de servicio de control aduanero de diez centavos por unidad importada, que regirá desde el 13 de noviembre de 2017. "La emisión de la resolución está fundamentada en la necesidad de fortalecer el servicio de control aduanero, para combatir el contrabando y la defraudación".

¹⁴ <http://www.eluniverso.com/opinion/2017/01/17/nota/6001579/ecuador-2017-economia-caida>

¹⁵ http://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/05/DEUDA-SECTOR-P%C3%9ABLICO-DEL-ECUADOR_abri2017-publicaci%C3%B3n.pdf

¹⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/nuevas-publicaciones1>

¹⁷ <https://notimundo.com.ec/nota-crediticia-de-ecuador-desciende-de-ba-b-segun-standard-pooors/>

¹⁸ <http://www.grupospurrier.com/sp/html/suscriptores/resumen201720.php>

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

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

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

En 1980 la compañía inició su participación como parte de Standard Fruit Company, con la producción de cajas para la exportación de banano bajo la marca DOLE, que es la más grande compañía a nivel mundial en la producción y comercialización de frutas y vegetales frescos. En 1994 la multinacional DOLE adquiere la totalidad del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., con lo cual la empresa incrementó su volumen de ventas, alcanzando un nivel de producción de 113 mil toneladas métricas.

En 2009 DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias. La empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. 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., SURPAPEL CORP S.A., Soluciones de Empaques SDE S.A. y REPAPERS Reciclaje del Ecuador S.A.

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

PRODUCTORA CARTONERA S.A. produce cajas de cartón corrugado, sus ventas están segmentadas para el mercado bananero y doméstico, según el siguiente detalle:

CUADRO 11: 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

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A., al 30 de septiembre 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 12: ACCIONISTAS

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

Illingworth Guerrero Oscar	5,02%	Ecuatoriana
Total	100%	

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

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

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA



Fuente / Elaboración: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

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

CUADROS 13 y 14: PRINCIPALES EJECUTIVOS

JUNTA DIRECTIVA

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

PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Gustavo Andrés Patiño Ocampo	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
Luis Jijón	Gerente de Planta
Gloria Cortes Gallego	Gerente Comercial

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

Empleados

Al 30 de septiembre de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A. empleó 489 personas (466 a abril de 2017), donde se aprecia el mayor aporte de personal en la planta, seguido de lejos por Administración. El 80,78% de los empleados tienen contrato a plazo fijo y el restante 19,22% 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 en HIDROALTO Generación de Energía S.A. con el 0,00718%. Y dos de sus ejecutivos mantienen una vinculación de tipo administrativa y accionarial con las siguientes compañías:

CUADRO 15: VINCULADAS POR ADMINISTRACIÓN

Nombre	Cargo en PROCARSA	Empresa Vinculada por Administración	
		Empresa	Cargo
Gustavo Andrés Patiño Ocampo	Presidente	SURPAPEL CORP S.A.	SRL
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 Cartoneros Surpapel S.A.	Gerente General
		Centro de Acopio Acoproducto S.A.	Gerente General
		Stup S.A.	Gerente General
		Selap S.A.	Gerente General
		Atavico S.A.	Gerente General
		Costablue S.A.	Presidente
Andrés Roldán Zuluaga	Gerente General	Serialcorp S.A.	Presidente
		Austrohogar S.A.	Gerente General
		Motoshop S.A.	Gerente General
Cecilia Sierra Morán	Vicepresidenta	Clothing and Outfitters Co., C. Ltda.	Gerente
		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 auditoría, entre otras, mismas que son establecidas en base a lo determinado por el Grupo SURPAPEL.

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

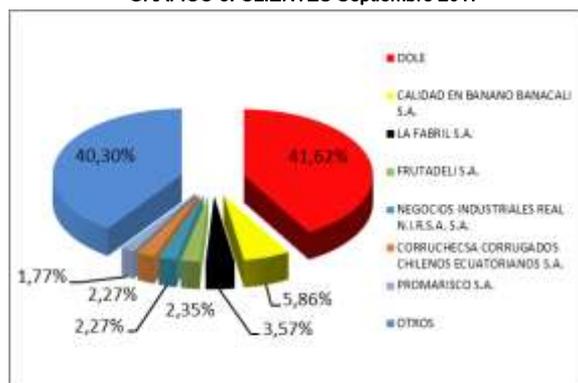
Dentro de las principales políticas del Grupo se pueden mencionar las siguientes: Política de Regulación Interna, Política de Plan de Carrera Empresarial, Política de Relaciones Públicas, Políticas Tecnológicas, Política de Seguridad de Información, Políticas Comerciales, Política de Atención y Servicio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

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

PRODUCTORA CARTONERA S.A. posee 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 47,29% a diciembre de 2016 (41,62% septiembre 2017) de los ingresos anuales de la empresa (DOLE, una corporación internacional, con la cual tiene un contrato hasta 2019).

GRÁFICO 5: CLIENTES Septiembre 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 septiembre de 2017 la cartera por vencer presentó un ligero deterioro, reduciéndose a 42,60% 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 septiembre de 2017 ascendió ligeramente a un 30,19%, el valor más alto registrado históricamente, 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.

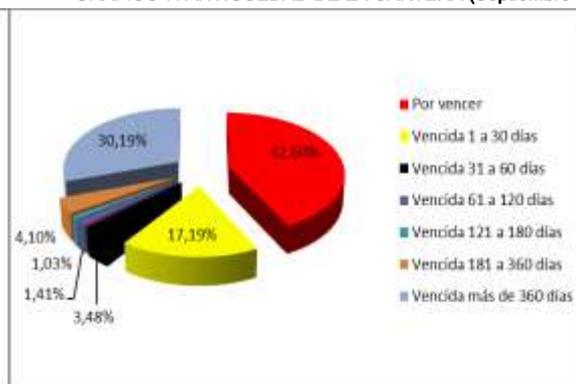
En función de lo anterior, se debe indicar que la Administración de la compañía restructuró el área de cobranzas con miras a agilizar su proceso de cobranza, no obstante, considerando que la probabilidad de no pago es alta, especialmente para la cartera vencida más de 360 días, PRODUCTORA CARTONERA S.A., incrementó el rubro de provisiones (USD 5,10 millones) dentro del estado de situación financiera y dentro de los gastos operativos proyectados para el año considera una estimación por pérdida, de tal forma que el resultado neto del año considera ya esta deducción.

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

GRÁFICO 6: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA (Diciembre 2016)



GRÁFICO 7: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA (Septiembre 2017)



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

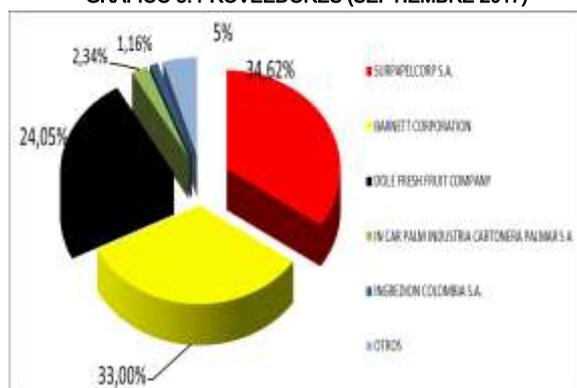
Proveedores

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 como extranjeros (Estados Unidos, Suecia, Chile, Alemania, entre otros), lo que demuestra claramente que un eventual riesgo de desabastecimiento estaría cubierto.

El mayor proveedor es la empresa aliada SURPAPEL CORP S.A., que durante el año 2016 abasteció a la empresa con el 28,72% de sus necesidades de materia prima (34,62% a septiembre de 2017), en segundo lugar se ubicó Dole Fresh Fruit Company (EEUU) con el 19,38% (24,05% a septiembre de 2017) y en tercer lugar BARNETT CORPORATION (EEUU) con el 15,38% (33,00% a septiembre de 2017).

GRÁFICO 8: PROVEEDORES (SEPTIEMBRE 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.

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.

Al 30 de septiembre de 2017, la deuda financiera fondeó el 28,88% de los activos, determinando que el 20,99% de la deuda de corto plazo fondeo a los activos y el restante 7,89% fue largo plazo.

La deuda financiera, estuvo constituida por créditos concedidos por instituciones bancarias y financieras, emisiones vigentes en el Mercado de Valores, cartas de crédito, letras de cambio, facturas elec. Comercial negociable, sobregiros bancarios y documentos por pagar Holdingdine.

GRÁFICO 9: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA (SEPTIEMBRE 2017)



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 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.

Responsabilidad Social y Ambiental

La Fundación Benéfica Acción Solidaria desarrolla el proyecto de responsabilidad social de las empresas SURPAPEL CORP S.A. y PRODUCTORA CARTONERA S.A. en la ciudadela "Brisas de Procarsa", ubicada en el Km. 6,5 de la vía Durán -Tambo. El proyecto realizó una prolífica labor durante el año 2014, que incluyó los siguientes programas y actividades:

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

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

PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Ministerio de Agricultura, el Ministerio de Salud Pública, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, 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 1,11 millones, principalmente de haberes e

indemnizaciones laborales. Los procesos se encuentran debidamente atendidos por la compañía y en términos generales no representarían una amenaza o contingencia que comprometa su normal operación.

Presencia Bursátil

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

CUADRO 16: EMISIONES REALIZADAS POR PRODUCTORA CARTONERA S.A. (Septiembre 2017)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de Capital
IV Obligación a largo plazo	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0006411	7.000.000,00	7.000.000,00	6.083.333,33
III 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
III Obligación a largo plazo	2013	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.13.5902	10.000.000,00	10.000.000,00	2.050.000,00
II Obligación a largo plazo	2012	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.5820	5.000.000,00	5.000.000,00	400.000,00
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 Emisor, 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 literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

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.
- En el mes de noviembre de 2017, el Servicio Nacional de Aduana del Ecuador (Senae) resolvió implementar una tasa de servicio de control aduanero de diez centavos por unidad importada, que regirá desde el 13 de noviembre de 2017. "La emisión de la resolución está fundamentada en la necesidad de fortalecer el servicio de control aduanero, para combatir el contrabando y la defraudación", señala la Senae en un comunicado. No obstante, debido a que PRODUCTORA CARTONERA S.A. importa su materia prima bajo el Régimen 21 (bobina de papel, resinas y otras materias primas) no se verían afectados con esta nueva tasa arancelaria. Las importaciones que se realicen bajo el régimen 10 (importaciones de maquinarias, repuestos, tintas y otros) si se verían afectadas, pero en el caso de PRODUCTORA CARTONERA S.A., los nuevos equipos ya fueron comprados con anterioridad, por otro lado, en lo que respecta a las importaciones de repuestos y tintas, la compañía todavía no ha determinado su impacto sobre el costo.
- Al 30 de septiembre de 2017 el representante de los obligacionistas emitió su informe de gestión.

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

industria¹⁹. La región de Asia Pacífico será la salida de cajas de cartón corrugado más grande y de mayor crecimiento hasta 2017.

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

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

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

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 cajas²⁰. 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 2016²¹.

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.

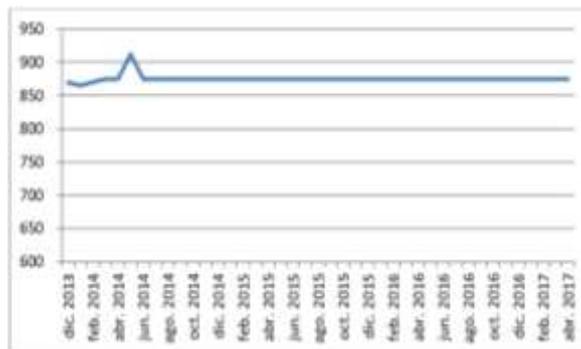
A nivel mundial, en los últimos años, el consumo de papel y cartón ha tenido un incremento lento y constante por los diferentes usos que tiene el material, al igual que por el bajo costo del mismo y el alto beneficio que provee. Los productores más significativos de cartón y papel son Estados Unidos, 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.

¹⁹ <http://pdf.corrugando.com/CORRUGANDO-44.pdf>

²⁰ http://www.aebe.com.ec/wp-content/uploads/2017/03/ExportMen_Dic16.pdf

²¹ <http://www.elcomercio.com/actualidad/precio-caja-banano-magap-exportacion.html>

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



Fuente y Elaboración: IndexMundi

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

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

Mientras que sus Barreras de Salida serían las siguientes:

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

Expectativas

De forma general, el sector cartonero se ha mantenido estable y ha presentado una tendencia creciente, así como una constante evolución, situación que se espera continúe. Las empresas nacionales se han visto favorecidas por las políticas económicas adoptadas por el Gobierno, sobre todo por el impulso y apoyo que 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 significativo del banano por primera vez se ha retrasado en sus pagos debido a la devaluación de su moneda frente al dólar; sin embargo, los pagos han llegado y se encuentran en proceso de fortalecer y mantener relaciones. LA AEBE está a la espera de que el Ecuador llegue a finalizar tratados con la UE, Colombia, Perú y Estados Unidos.

De igual forma la industria camaronera en el Ecuador vive un proceso de expansión. Según el informe de prensa realizado por la Cámara Nacional de Acuicultura al inicio de 2016, en China los productores locales de camarón no logran abastecer la demanda local, situación que ha favorecido al Ecuador y de la cual se toma ventaja. Con respecto al sector florícola, 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 2015.²²

GRÁFICO 11: ECUADOR: EXPORTACIONES TOTALES DE FLORES



Fuente: BCE / Elaboración: Class International Rating.

Con fecha 11 de noviembre de 2016 Ecuador y la Unión Europea (UE) firmaron un acuerdo comercial multipartes. El mencionado convenio permitirá el acceso de la oferta nacional exportable sin aranceles y el acceso a un mercado de 614 millones de personas, se prevé entre en vigencia el 01 de enero del 2017, siempre y cuando se cumpla la ratificación en los legislativos de las partes²³, 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 17: 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.

²² www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/las-exportaciones-de-flores-crecieron-16-en-san-valentin-2017

²³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-firma-acuerdo-union-europea-exportaciones.html>

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

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

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

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

CUADRO 18: 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, SURPAPEL S.A., empresa relacionada que forma parte del Grupo SURPAPEL, con la que la empresa tiene convenios de abastecimiento y políticas flexibles de pago.

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

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

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

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

De igual manera y para asegurarse ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha suscrito varias pólizas de seguro, entre las que se encuentran incendio todo riesgo, que incluye además rotura de maquinaria, sabotaje, terrorismo y lucro cesante; Responsabilidad civil; Robo; y Transporte interno. 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 septiembre de 2016 y 30 de septiembre 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 septiembre de 2017, los ingresos (USD 86,50 millones) reflejaron un aumento del 9,55% con respecto al similar periodo de 2016 (USD 78,96 millones), producto del aumento en ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero, alimentario, pesca y convertidores.

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 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).

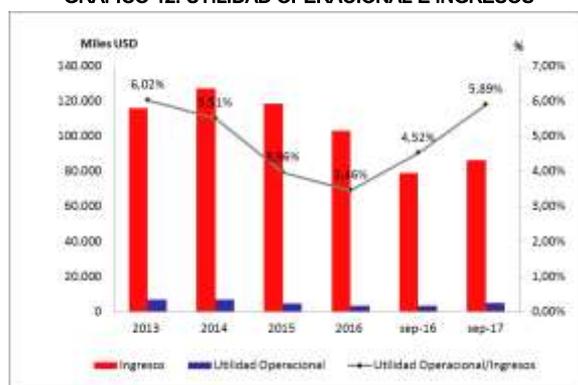
Se debe aclarar que, si bien los costos de consumo de materias primas se han mantenido estables, los costos de ventas han ido incrementando en razón de los contratos de proveeduría suscritos con su principal abastecedor de papel (SURPAPEL CORP S.A., empresa que forma parte del grupo).

Para los periodos interanuales, los costos de ventas no registraron mayor variación a la reportada históricamente, pues luego de haber significado el 86,01% de los ingresos en septiembre de 2016, pasaron a un 85,52% en septiembre de 2017, lo que evidencia un adecuado control sobre los mismos. Estos resultados generaron una utilidad bruta creciente, misma que pasó de representar el 13,99% de las ventas a un 14,48%.

Los gastos operacionales²⁴ 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 septiembre de 2017, los gastos operacionales significaron el 8,59% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en septiembre de 2016 (9,47% de los ingresos), lo que obedece a la leve reducción de sus gastos administrativos. Lo mencionado anteriormente, provocó un aumento en el margen operacional, pues luego de haberse ubicado en un 4,52% sobre los ingresos en septiembre de 2016 pasó a un 5,89% en septiembre de 2017.

GRÁFICO 12: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

La representación de los gastos financieros se registró descendente a medida que la deuda financiera se fue amortizando, es así que a diciembre de 2013 representó el 4,16% de los ingresos, mientras que a diciembre de 2015 lo hizo con un 2,54%, 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 septiembre de 2017, continuó la tendencia al alza que se registró en la participación de los gastos financieros, debido al crecimiento de sus obligaciones con costo, pues pasaron de participar de un 2,57% sobre los ingresos en septiembre de 2016 a 3,41% en septiembre 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

²⁴ Dentro de los gastos operativos se contabiliza la participación de trabajadores en utilidades, por efecto de NIIF.

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 septiembre de 2017, la utilidad antes de impuestos representó el 2,60% de los ingresos ordinarios, porcentaje superior al 1,07% de septiembre de 2016, lo que obedece a la recuperación de sus ventas y el ajuste de sus costos y gastos.

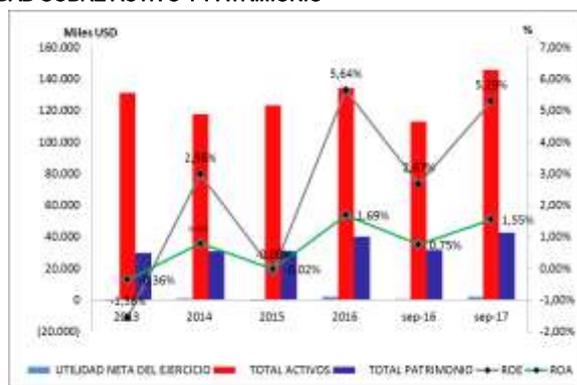
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

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 19, GRÁFICO 13: 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	sep-16	sep-17
ROA	0,75%	1,55%
ROE	2,67%	5,29%



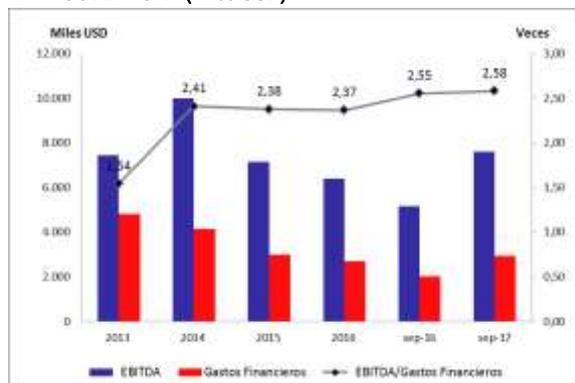
Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

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.

CUADRO 20, GRÁFICO 14: 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	sep-16	sep-17
EBITDA	5.171	7.609
Gastos Financieros	2.026	2.946
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,55	2,58



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

Para septiembre de 2017 el EBITDA (acumulado) presentó un crecimiento con respecto a septiembre de 2016, ubicándose en 8,80% de los ingresos, luego de haber registrado en 6,55% de los ingresos, comportamiento que está ligado a la tendencia de su utilidad operacional.

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, pasó a 2,37 veces en diciembre de 2016 (2,58 veces en septiembre 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 activos²⁵.

Al 30 de septiembre de 2017 el total de los activos continuó con la tendencia creciente, arrojando una suma de USD 145,73 millones, principalmente por el incremento de su propiedad planta y equipo, cuentas por cobrar a los clientes neta de provisión.

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 inventarios²⁶ 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(al igual que para septiembre de 2017), cambia su estructura, pues los activos de largo plazo toman relevancia, representando el 56,34% del total de activos (56,22% a septiembre de 2017), destacándose la propiedad planta y equipo con el 55,11% sobre el total de activos (55,10% septiembre de 2017), producto de la revalorización de activos realizada en septiembre 2016, lo cual ratifica el carácter industrial de la compañía.

Dentro de los activos no corrientes se contabilizan las inversiones en subsidiarias, cuyo saldo corresponde a participaciones en acciones que mantiene PRODUCTORA CARTONERA S.A., en ESCOBAR RUIZ CÍA. LTDA., estableciendo entre ambas partes la compraventa de las acciones en USD 1,30 millones.

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 cuenta 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 septiembre de 2017 cambia la tendencia de las cuentas por cobrar a relacionados, disminuyendo en 36,32% con relación a diciembre de 2016, mientras que las cuentas por cobrar a clientes netas de provisión aumentaron monetariamente en un 8,10% con respecto a diciembre de 2016, siendo ésta la cuenta con mayor participación dentro del activo total con el 18,73%, seguida del 15,28% de inventarios a septiembre de 2017.

La compañía cuenta con un seguro de cartera para precautelar sus cuentas por cobrar, es así que con fecha 04 de junio de 2015, PRODUCTORA CARTONERA S.A. suscribió un convenio con la Compañía Francesa de Seguros para Comercio Exterior COFACE Sucursal Ecuador S.A. (misma que se 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

²⁵ Los activos totales decrecieron entre los años 2013 y 2014 debido principalmente a la desinversión en las acciones de SURPAPEL CORP S.A., y a la disminución en cuentas por cobrar a relacionadas.

²⁶ Dentro de los inventarios, los valores más altos se registran en materia prima, principalmente papel.

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 94,19 millones (70,04% de los activos) a diciembre de 2016 y USD 103,19 millones (70,81% de los activos) en septiembre de 2017, determinando que a partir de diciembre de 2016 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 1,42 millones a septiembre de 2017), generando a cambio un pasivo de largo plazo por USD 12,33 millones en diciembre de 2016 (USD 9,23 millones a septiembre de 2017), es importante mencionar que estos saldos no tienen vencimientos establecidos y no generan intereses.

En su estructura, los pasivos estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, con un promedio anual entre 2013- 2016 del 52,57% del total de activos (43,06% a diciembre de 2016 y 43,80% al 30 de septiembre 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 septiembre de 2017 lo hizo en un 22,97%. 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 septiembre de 2017 financió el 28,88% 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 financieras, emisiones vigentes en el Mercado de Valores, cartas de crédito, letras de cambio, facturas elec. Comercial negociable, sobregiros bancarios y documentos por pagar Holdingine.

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 septiembre de 2017 este ascendió a USD 42,54 millones (financiando el 29,19% 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. Para septiembre de 2017 los rubros más representativos fueron el capital social con el 18,91% de participación sobre los activos, seguido de los resultados acumulados con el 5,91% y luego las reservas con el 2,82%.

El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en USD 27,56 millones, monto que al 30 de septiembre de 2017 financió un 18,91% de los activos (20,49% a diciembre de 2016).

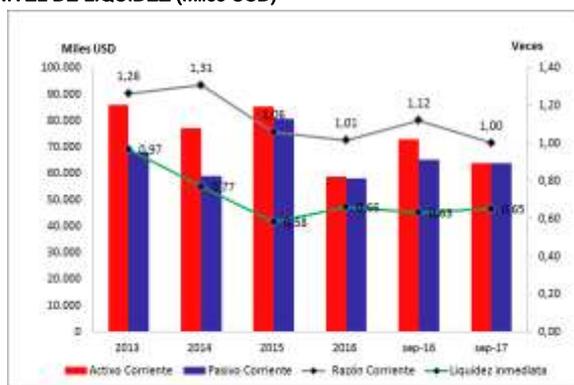
Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados son superiores o iguales uno, ubicándose al 31 de diciembre de 2016 en 1,01 veces y al 30 de septiembre de 2017 en 1,00 veces, lo que evidencia que mantiene al mínimo recursos líquidos improductivos.

CUADRO 21, GRÁFICO 15: 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	sep-16	sep-17
Activo Corriente	72.846	63.801
Pasivo Corriente	65.110	63.825
Razón Circulante	1,12	1,00
Liquidez Inmediata	0,63	0,65



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

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, 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.

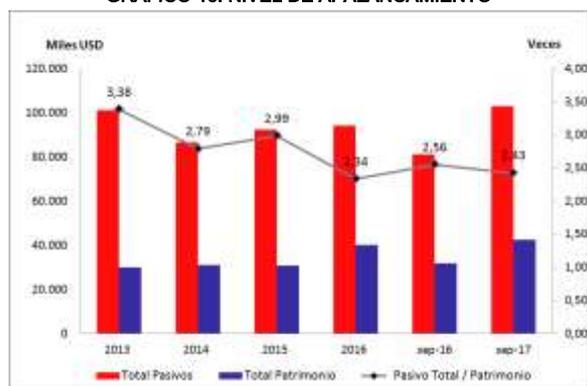
Por otro lado, al referirnos al indicador "Plazo de Proveedores" (periodo de pago a proveedores), se pudo evidenciar que la compañía pagó a sus proveedores en 101 días a diciembre de 2016, determinando que existe un calce entre el tiempo de cobranza de sus facturas y el pago a sus proveedores, de 4 días a diciembre de 2016.

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, 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, 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 y 2,43 veces en septiembre de 2017, lo que va atado a la tendencia demostrada tanto en el pasivo como en el patrimonio.

GRÁFICO 16: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

Entre tanto, el indicador que relaciona los pasivos totales con el capital social de la compañía, muestra pequeñas fluctuaciones entre los periodos analizados, pues pasó de 3,68 veces en 2013 a 3,42 veces en diciembre 2016 (3,74 veces a septiembre 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 septiembre de 2017, esta relación se redujo a 11,69 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 septiembre de 2017, esta relación decreció a 4,77 años.

Contingentes

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

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil²⁷

De enero a agosto de 2017, el Mercado de Valores autorizó 32 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 6 emisiones fueron autorizada en la ciudad de Quito y 26 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 214,50 millones, valor que representó 42,14% del monto total de emisiones autorizadas.

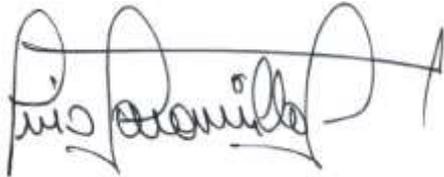
Por otra parte, emisiones de Papel Comercial representaron el 34,50%, las titularizaciones el 19,92% y las acciones el 3,43% del total aprobado hasta el 31 de agosto de 2017. El monto total de obligaciones aprobadas por el mercado de valores totalizaron USD 508,97 millones a agosto de 2017, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de Industrias manufactureras con el 30,85%, comercio al por mayor y menor con el 24,83%.

²⁷ 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>

Liquidez de los títulos

Con fecha 27 de julio de 2016, MERCAPITAL Casa de Valores S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 31 de marzo de 2017 se colocó el 100% del programa aprobado (USD 10,00 millones). Se debe señalar que los papeles vencidos fueron cancelados oportunamente y sus valores se volvieron a colocar nuevamente de forma revolvente, es así que con fecha 03 de mayo de 2017, se colocó de forma revolvente los valores, llegando a vender hasta el 25 de abril de 2017 el total del programa autorizado.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Econ. Andrés Granja
Analista

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)

Cuenta	2013	2014	2015	sep-16	2016	sep-17
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	3.904	1.499	1.200	1.603	749	1.056
Cuentas por cobrar clientes neta de provisión	25.794	25.671	29.881	27.465	25.244	27.289
Provisión cuentas incobrables	(889)	(889)	(846)	(2.046)	(5.100)	(5.100)
Inventarios	19.705	30.874	36.948	31.825	19.357	22.268
Cuentas por cobrar relacionados	25.637	8.519	3.408	484	7.132	4.542
Otros Activos Corrientes	11.631	11.251	14.612	13.515	11.333	13.746
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	85.782	76.925	85.203	72.846	58.716	63.801
Propiedad, planta y equipo neto	41.085	38.818	36.561	38.337	74.104	80.291
Otros Activos No Corrientes	4.436	2.032	1.476	1.739	1.655	1.638
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	45.521	40.850	38.037	40.076	75.759	81.929
TOTAL ACTIVOS	131.303	117.775	123.240	112.923	134.475	145.729
PASIVOS						
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	32.655	16.653	25.389	19.941	23.204	26.076
Proveedores locales y del exterior	22.313	29.730	36.434	32.189	25.046	33.470
Cuentas por pagar relacionadas	7.180	9.359	15.371	8.991	835	1.422
Otros Pasivos Corrientes	5.870	3.158	3.436	3.989	8.822	2.857
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	68.018	58.900	80.630	65.110	57.906	63.825
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	5.284	30.870	27.870
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	33.339	27.821	11.694	16.050	36.285	39.369
Deuda Financiera	63.882	42.877	32.030	30.706	38.422	42.080
Deuda Financiera C/P	32.655	16.653	25.389	19.941	23.204	30.582
Deuda Financiera L/P	31.227	26.224	6.641	10.766	15.218	11.499
TOTAL PASIVOS	101.357	86.721	92.324	81.160	94.191	103.193
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	4.107
Utilidad neta del ejercicio	-467	926	-25	847	2.272	2.252
Resultados acumulados	1.111	826	1.546	1.521	8.390	8.617
TOTAL PATRIMONIO	29.946	31.054	30.916	31.763	40.284	42.535

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2013	2014	2015	sep-16	2016	sep-17
Ventas	116.029	127.134	118.412	78.959	103.074	86.502
Costo de ventas	100.121	109.953	104.048	67.916	90.437	73.981
MARGEN BRUTO	15.908	17.181	14.364	11.043	12.637	12.521
TOTAL GASTOS	8.918	10.178	9.674	7.477	9.072	7.427
UTILIDAD OPERACIONAL	6.990	7.003	4.690	3.566	3.565	5.094
Gastos Financieros	4.831	4.145	3.007	2.026	2.700	2.946
Otros ingresos / egresos netos	(1.471)	(802)	(503)	(694)	2.514	104
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	688	2.056	1.180	847	3.379	2.252
Impuesto a la Renta (menos)	1.155	1.130	1.205	0	1.107	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	(467)	926	(25)	847	2.272	2.252

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2013	2014	2015	sep-16	2016	sep-17
Gastos Operacionales / Ingresos	7,69%	8,01%	8,17%	9,47%	8,80%	8,59%
Utilidad Operacional / Ingresos	6,02%	5,51%	3,96%	4,52%	3,46%	5,89%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-0,40%	0,73%	-0,02%	1,07%	2,20%	2,60%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	-1496,79%	756,26%	-18760,00%	420,95%	156,91%	226,23%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	314,99%	-86,61%	2012,00%	-81,87%	110,65%	4,60%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-1034,48%	447,62%	-12028,00%	239,08%	118,82%	130,83%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	-1,56%	2,98%	-0,08%	2,67%	5,64%	5,29%
Rentabilidad sobre Activos	-0,36%	0,79%	-0,02%	0,75%	1,69%	1,55%
Liquidez						
Razón Corriente	1,26	1,31	1,06	1,12	1,01	1,00
Liquidez Inmediata	0,97	0,77	0,58	0,63	0,66	0,65
Capital de Trabajo	17.764	18.025	4.573	7.736	809	-24
Capital de Trabajo / Activos Totales	13,53%	15,30%	3,71%	6,85%	0,60%	-0,02%
Cobertura						
EBITDA	7.450	9.987	7.151	5.171	6.390	7.609
EBITDA anualizado	7.450	9.987	7.151	6.510	6.390	8.828
Ingresos	116.029	127.134	118.412	78.959	103.074	86.502
Gastos Financieros	4.831	4.145	3.007	2.026	2.700	2.946
EBITDA / Ingresos	6,42%	7,86%	6,04%	6,55%	6,20%	8,80%
EBITDA/Gastos Financieros	1,54	2,41	2,38	2,55	2,37	2,58
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,11	0,16	0,15	0,12	0,09	0,12
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,68	28,21	24,49	2,77	1,32	0,37
Gastos de Capital / Depreciación	8,19	0,14	0,13	1,46	2,18	9,48
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	3,38	2,79	2,99	2,56	2,34	2,43
Activo Total / Capital Social	4,76	4,27	4,47	4,10	4,88	5,29
Pasivo Total / Capital Social	3,68	3,15	3,35	2,94	3,42	3,74
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	8,57	4,29	4,48	4,72	6,01	4,77
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	13,60	8,68	12,91	12,47	14,74	11,69
Deuda Financiera / Pasivo	63,03%	49,44%	34,69%	37,83%	40,79%	40,78%
Deuda Financiera / Patrimonio	213,32%	138,07%	103,60%	96,67%	95,38%	98,93%
Pasivo Total / Activo Total	77,19%	73,63%	74,91%	71,87%	70,04%	70,81%
Capital Social / Activo Total	20,99%	23,40%	22,36%	24,41%	20,49%	18,91%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	22,81%	26,37%	25,09%	28,13%	29,96%	29,19%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	159	96	100	90	97	84
Duración de Existencias (días)	72	102	130	128	78	82
Plazo de Proveedores (días)	81	99	128	130	101	124

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