

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

SURPAPEL CORP S.A.

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Econ. Mario Zambrano

mzambrano@summagrupo.com

Fecha de Comité

15 de enero de 2020

Periodo de Evaluación

Al 30 de noviembre de 2020

Contenido

RESUMEN	2
RACIONALIDAD	2
DESCRIPCIÓN DE EMISOR	5
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	6
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO	7
RIESGO SECTORIAL	11
ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE	14
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL	19
ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA	21
ANÁLISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO	27
ANEXOS	30

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Segunda Emisión de Obligaciones	AA (CW)	Actualización	AAA-

Categoría: 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.

“CW” Credit Watch es calificación de riesgo en observación

Tendencia de la Categoría: Sin tendencia

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Segunda Emisión de Obligaciones de la compañía SURPAPEL CORP S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Diez Millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 10.000.000,00) para Segunda Emisión de Obligaciones; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo “AA” (CW) sin tendencia para la Segunda Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Alto

- De acuerdo con el Banco Central del Ecuador, las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 3,1% en el 2021 (recuperación posterior al decrecimiento significativo en 2020 debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y la insostenibilidad financiera que atraviesa el país).
- La renegociación de la deuda acordada con los tenedores de bono (reducción de USD 1.540 millones de capital de la deuda, duplicación del plazo y disminución de la tasa de interés de 9,3% a 5,2%) representa un alivio importante a las presiones financieras del país; no obstante, las necesidades de financiamiento siguen siendo elevadas para el presente año.
- Posterior a la renegociación de la deuda las calificaciones de riesgo soberano mejoraron dada una mayor capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras en el largo plazo.
- En noviembre del 2020, la deuda agregada fue de USD 60.049 millones (62,11% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna.
- El 30 de septiembre de 2020 el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprobó un nuevo préstamo a Ecuador por un valor de USD 6.500 millones (desembolso inmediato de USD 2.000 millones) permitiendo al Gobierno reducir atrasos en obligaciones salariales y fortalecer la dolarización.

- La polaridad entre sectores políticos de cara a las elecciones de febrero 2021, la alta tasa de desempleo, los escándalos de corrupción y la incertidumbre política configura un escenario de disgregación social en el país.

Riesgo Sectorial: Muy Bajo

- La industria en la cual se desenvuelve el emisor presenta un número reducido de competidores, por lo cual el ingreso de nuevos competidores configura un riesgo de mercado inherente. Se debe recalcar que las barreras de entrada a la industria son altas.
- El poder de negociación de los clientes es alto en contexto de la poca diferenciación en los productos ofertados. A enero de 2021 se evidencia un déficit de papel a nivel mundial disminuyendo el poder de negociación de los clientes.
- El poco desarrollo de la industria de fabricación de papel en el país genera una alta dependencia a su importación, ya que es requerida como materia prima para la mayoría de los productos de la industria.
- Se evidencia una leve recuperación del sector manufacturero en el tercer trimestre del 2020 (respecto al segundo trimestre). Se cataloga este sector como defensivo.
- Las expectativas de recuperación en el sector son favorables en el corto y mediano plazo, en contexto de la correlación con sectores estratégicos.

Riesgo Posición del Emisor y Garante: Bajo

- El emisor presentó una participación de mercado del 30% posicionándose como una de las empresas más representativas del sector.
- El emisor mantiene vigente el Primer Programa de Papel Comercial y la Segunda Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores con un saldo total por redimir de USD 15,7 millones a noviembre 2020. Con fecha 08 de enero de 2021 se evidenció que Surpapelcorp S.A. no registra valor o monto pendiente de pago por concepto de cupones, tanto de capital como de interés.
- Surpapelcorp S.A. es parte de un grupo económico conformado por empresas relacionadas a la industria de la fabricación de papel, cartón corrugado y reciclado, evidenciándose sinergias dirigidas a la optimización de recursos.
- En escenarios de contracción, la dependencia de Procarsa S.A. en Surpapelcorp S.A. (concentración del 90,25% del total de las ventas) configura un riesgo inherente en los aspectos operativos y comerciales.
- Al cierre del 2020 el emisor presentó un decrecimiento de las ventas del 15,8%, no obstante, en lo que respecta al cumplimiento presupuestario, a la fecha de corte fue de 103,72% y a diciembre 2020 del 112,7% valorándose este factor de forma positiva.
- El déficit de papel evidenciado en los últimos meses (tanto a nivel global como local), la operatividad del molino de producción al máximo de su capacidad de forma prolongada (no se planean mantenimientos de este para el año 2021), y la tendencia creciente del precio del papel en los mercados internacionales son factores que configuran y solidifican expectativas positivas de recuperación.
- En el comparativo interanual (información acumulada 12 meses) se evidencia deterioro en los días de cartera (84 días) en contexto de la flexibilización de dichas políticas. El 67,47% de la cartera se concentra en Productora Cartonera S.A.
- Con el objetivo de mitigar estos riesgos, SURPAPEL CORP S.A. cuenta con pólizas de seguro que mitigan los riesgos operativos relacionados (vencimiento de póliza febrero 2021).

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- Los lineamientos de buenas prácticas de Gobierno Corporativo con los que trabaja SURPAPEL CORP S.A., se centran en la toma de decisiones en base a lo determinado por el grupo SURPAPEL.
- La empresa muestra solidez en el gobierno de la corporación, Se valora positivamente la experiencia de la alta gerencia en el sector, al igual que la multidisciplinariedad de esta.

- A la fecha de corte, se logró el cumplimiento de 2 de los 8 objetivos planteados para el 2020. La empresa no cuenta con una planificación estratégica formal lo cual configura un aspecto de mejora.
- La compañía cuenta con manuales de políticas y procesos para mitigar los riesgos relacionados a la emergencia sanitaria nacional. A la fecha de corte de la información la empresa cumplió con sus obligaciones patronales y tributarios.
- Las directrices bajo las cuales se desempeña el emisor las proveen los accionistas, mismos que mantienen comunicación periódica (semanal) con el directorio.

Riesgo de la Estructura Financiera: Bajo

- Los activos mostraron una variación interanual del 6,43%, por su parte en los pasivos la variación fue de 15,43%. En el mismo periodo el patrimonio de la empresa decreció 18,40% lo cual se valora negativamente en términos de apalancamiento.
- El efectivo y clientes (considerando relacionados) mostraron variaciones interanuales de -77,36% y 155,24% respectivamente. La cuenta cliente mostró un valor de USD 24,98 millones (USD 18,08 millones se derivado de transacciones con Productora Cartonera S.A. Apenas el 0,3% de esta cartera se evidencia como vencida).
- En el periodo de análisis el 34,44% de la cartera se mostró vencida. El 29,84% del total de la cartera se concentra en cartera vencida a más de 180 días. La calificadora no cuenta con información para emitir un criterio en lo concerniente a las expectativas de recuperación de la cartera en mención.
- Se evidencia una tendencia creciente del pasivo a corto plazo (43,1% del total de pasivos). El pasivo con costo a corto plazo pasó de USD 33,31 millones en noviembre 2019 a USD 44,2 millones en noviembre de 2020 respondiendo a las necesidades de liquidez crecientes del emisor en el periodo de análisis. El pasivo con costo a largo plazo presentó un crecimiento del 56,11% en el mismo periodo y se ubicó en USD 49,25 millones.
- El margen bruto y la EBITDA presentan un deterioro al corte de la información, en concordancia al decrecimiento interanual a noviembre de las ventas (14,7%) y la rigidez en la estructura de costos de producción; así como de los gastos operativos.
- En proporción a los ingresos, los gastos financieros en noviembre de 2020 representaron el 15,62%; cifra superior al promedio histórico (8,10%); en este periodo los gastos mencionados fueron de USD 9,93 millones (variación de 32,51% con respecto a noviembre de 2019).
- La empresa presentó una pérdida neta de USD 7,85 millones en noviembre 2020, deterioro significativo con respecto a noviembre de 2019 (401,51%). Este deterioro se valora negativamente.
- En lo que respecta a la adecuación de las finanzas a corto plazo se observa un deterioro. La empresa se vería en la necesidad de recurrir a fuentes de financiamiento externo para cubrir sus actividades operativas.
- El ratio "Fondo de Maniobra/ Necesidades Operativas de Fondo" se mostró en -2,84 veces. Para el año 2021 se calculan por -2,04; mientras que para el año 2022 por -5,17.
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 0,62 (decrecimiento significativo respecto a noviembre de 2019 en donde el indicador fue de 1,67), reflejando un aspecto a mejorar para Surpapelcorp S.A.
- El ratio Deuda/Ebitda al corte de la información fue de 14,22 al corte de la información, representando un deterioro con respecto a noviembre y diciembre del 2019 (periodos en donde el indicador fue de 4,52 y 4,01 respectivamente).
- Acorde a las proyecciones efectuadas, el emisor presenta problemas para redimir el pasivo con costo y cubrir los gastos financieros en el corto plazo.

Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado: Bajo

- A enero 2021 Surpapelcorp S.A. mantiene valores pendientes de pago por concepto de facturas comerciales negociables con BANEQUADOR (USD 1.350.381,19) e ISSPOL (USD 2.372.138,57).
- La liquidez corriente a la fecha de corte fue de 1,1, y su promedio semestral de 1,05 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. El capital de trabajo fue de USD 7,59 millones (variación interanual de 19,88%).
- A la fecha de corte Surpapelcorp S.A. no cumplió con el límite de endeudamiento establecido al presentar un indicador semestral pasivo total sobre patrimonio de 3,82 veces (se estableció no superior a 2,5 veces).
- Se consideran como riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión el deterioro en la calidad de la cartera; así como los eventos catastróficos o siniestros que puedan afectar a los inventarios y la propiedad, planta y equipo. Se considera, además, a implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas que encarezca el costo de la materia prima importada, incrementando los costos de producción.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

SURPAPEL S.A., nace como un proyecto del Grupo SURPAPEL, con el fin de complementar la integración de las empresas relacionadas, dentro de su línea de negocios de cartón corrugado. La inversión en SURPAPEL S.A., se destinó a crear una línea de fabricación de papeles para corrugar, materia prima de las dos empresas relacionadas mencionadas anteriormente. El objetivo de las operaciones de SURPAPEL S.A. es reducir el capital de trabajo de las dos empresas corrugadoras, así como reducir la dependencia a la importación de materia prima.

SURPAPEL S.A. actualmente se dedica a la producción de papel Liner y corrugado medio (bobinas de papel) para la industria de cajas de cartón corrugado, para lo cual cuenta con una moderna planta productora de papel reciclado, siendo su capacidad anual instalada de 120.000 toneladas.

Con un total de 269 colaboradores, SURPAPEL S.A., hasta el 30 de noviembre de 2020 obtuvo ventas por USD 63,58 millones de dólares. En el periodo en mención el emisor registró un decrecimiento en ventas de -14,70% respecto a noviembre 2019; así como una pérdida neta de USD 7,8 millones.

Hechos Relevante

- En febrero de 2020 se produjo un incendio en uno de los patios de almacenamiento de SURPAPEL S.A., mismo que no representó afectaciones mayores al desenvolvimiento del negocio. A enero del 2021, la indemnización derivada del siniestro fue cancelada en su totalidad (USD 1,23 millones) por parte de la aseguradora Zurich Seguros Ecuador S.A.
- Surpapelcorp S.A. paralizó sus operaciones en el mes de noviembre 2020, como consecuencia del incendio suscitado en las instalaciones de Productora Cartonera S.A. (principal cliente-94,32% de concentración de la demanda al 30 de noviembre de 2020).
- Con fecha 12 de noviembre de 2020 la Dirección Nacional de Control de la Intendencia Nacional de Mercado de Valores mediante oficio No. SCVS-INMV-2020-00045778-O notificó comunicó al emisor "Incumplimiento de condiciones contractuales con el Fideicomiso Flujos Papel Comercial Surpapelcorp y pagos vencidos de facturas comerciales negociables, papel comercial y obligaciones de largo plazo.
- A enero 2021 Surpapelcorp S.A. mantiene valores pendientes de pago por concepto de facturas comerciales negociables con BANEQUADOR (USD 1.350.381,19) e ISSPOL (USD 2.372.138,57).

Surpapelcorp S.A. el 17 de diciembre de 2020 presento una propuesta de pago al Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISSPOL) y el 29 de diciembre de 2020 presentó, de igual manera, una propuesta de pago a BANEQUADOR por los valores pendientes. El 13 de enero de 2020 DECEVALE S.A: comunicó a la calificadora que aún estas propuestas se encuentran siendo analizadas por los acreedores.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Emisión de Obligaciones

SURPAPEL CORP S.A.	
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta USD 10,000,000.00
Monto no Redimido	USD 5.700.000
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-2018-00009467
Junta de Accionistas	06/11/2018
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Clase y Plazo de la Emisión	Clase A: 1,080 días Clase B: 1,440 días
Rescates Anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el Art. 168 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, se requerirá de la Resolución unánime de los Obligacionistas, tomada en Asamblea General. Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	Clase A: 8.75% Anual Clase B: 9.00% Anual
Agente Colocador	Atlántida Casa de Valores S.A.*
Agente Estructurador y Legal	Atlántida Casa de Valores S.A.*
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales
Destino de los Recursos	Se destinarán en un 100% para sustitución de pasivos no financieros de menor plazo y/o mayor costo.
Representante de Obligacionistas	Mobo Law Firm Cherez & Proaño Cía. Ltda.
Garantía Específica	No contempla Garantía Específica

Emisiones en circulación	Primera Emisión de Papel Comercial; USD 10 millones; Vencimiento 2021
	Segunda Emisión de Obligaciones; USD 10 millones; Vencimiento 2022

**Razón social anterior "Acciones y Valores Casa de Valores S.A. Accival"*

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente¹, los valores emitidos cuentan con una Garantía General y Mecanismo de Fortalecimiento otorgada por SURPAPEL CORP S.A. La compañía se compromete también a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

Al 30 de noviembre de 2020, SURPAPEL CORP S.A. presentó un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de interés equivalente al 42% de los Activos de la empresa.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de SURPAPEL CORP S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 85,64 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 5,45 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación, mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 7,82 veces, cumpliendo con lo estipulado en la normativa vigente.

Procesos Legales Activos

La compañía SURPAPEL CORP S.A., al 30 de noviembre de 2020 no mantiene contingentes legales que representen un riesgo inherente para la compañía. A la fecha de corte de la información, la empresa cumplió con sus obligaciones patronales y tributarias.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

La emergencia sanitaria provocada por la pandemia COVID-19 (coronavirus), el complicado ambiente macroeconómico y político, la caída del precio del petróleo, la ruptura de los Oleoductos de Crudos Pesados generó un deterioro, los escándalos de corrupción y la poca certidumbre institucional de cara a comiciones electorales en el 2021 configura un deterioro político e institucional en el Ecuador.

Los factores en mención restringieron el acceso a los mercados financieros internacionales para el Ecuador por presentar un calendario de amortizaciones de deuda por pagar "desafiante" y la resistencia que enfrenta el gobierno para realizar ajustes para corregir la insostenibilidad de las finanzas públicas. La priorización del pago de la deuda soberana por parte de finanzas durante la pandemia fue motivo de críticas de distintos sectores; no obstante, dicho accionar permitió posteriormente al país llevar a cabo un proceso de renegociación de la deuda exitoso.

El 98% de los tenedores aceptó reestructurar 10 bonos por tres nuevos (2030, 2035, 2040); adicionalmente, se obtuvo un alivio en el pago de las obligaciones por USD 16.452 millones durante los próximos 10 años, reducción de USD 1.540 millones de capital de la deuda, duplicación del plazo y disminución de la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. A pesar de este importante logro para aliviar las

¹ Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero

presiones de liquidez, el acuerdo en mención es insuficiente para alcanzar sostenibilidad en las finanzas públicas debido a la dependencia del petróleo y los pagos de intereses en el corto plazo.

La certidumbre institucional sigue sin solidificarse a pesar de la proximidad al cambio de gobierno. Adicionalmente, se evidenciaron cambios importantes en algunos de los Ministerios más trascendentales como el de Finanzas y Gobierno posterior a la salida de Richard Martínez y María Paula Romo respectivamente. Los niveles de credibilidad y confianza en las entidades más representativas del sector gubernamental se encuentran en mínimos históricos a enero de 2020.

Por otra parte, la liquidez de ciertas instituciones estatales y de seguridad social se ha visto comprometidas por el uso de instrumentos financieros estructurados. Finalmente, en lo que respecta a la competitividad del país, el Ecuador ocupó la posición 90/141 en el Índice de Competitividad Global cayendo 4 posiciones respecto al año 2018. Los fundamentos de mejor posición para Ecuador en el ranking global son infraestructura (puesto 62) y salud (puesto 50), adicionalmente, el país subió su puntaje los pilares de adopción de TICs, estabilidad macroeconómica, mercado laboral, Mercado de productos, dinamismo en los negocios y capacidad para innova.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

Bajo el nuevo escenario económico producto de la pandemia del coronavirus que trajo consigo una serie de eventos sistémicos adversos, los ingresos del año 2020 se vieron considerablemente afectados por la caída del precio del petróleo a niveles históricos y por la disminución en la recaudación tributaria por la contracción económica. En el análisis histórico, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el Producto Interno Bruto decreció en 0,1% en el 2019, mientras que la demanda interna nacional presentó tasas negativas de variación desde el último trimestre del 2018 hasta el cierre del año 2019 (generadas principalmente por el decrecimiento significativo del gasto público y la formación bruta de capitales fijo).

Debido a una serie de sucesos externos al desenvolvimiento natural del dinamismo económico ecuatoriano en los últimos meses, las proyecciones de crecimiento para el 2020 se reconfiguraron. Dado que el Ecuador ha sido uno de los países más afectados por la pandemia coronavirus (lo cual ha agravado sus necesidades económicas y modificado su planificación presupuestaria), la mayoría de las entidades internacionales y el gobierno nacional proyectaron decrecimiento económico para el 2020. El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto superiores al 11%. A diciembre de 2020, El Banco Central del Ecuador (BCE) publicó nuevas previsiones del PIB y plantea un escenario menos pesimista que los organismos internacionales antes mencionados. El BCE estima que la economía ecuatoriana decrecerá en 8,9% en el 2020. Cabe recalcar que a enero de 2021 no existe una evaluación final del decrecimiento del 2020 respecto al 2019. Para el año 2021 el Banco Central del Ecuador estima un crecimiento de la economía ecuatoriana del 3,1% respecto al 2020.

Los indicadores agregados guardan estrecha relación con los indicadores de rendimiento del sector productivo, el número de empresas a nivel nacional se redujo en promedio anualmente 1,5%; cifra conexas a la variación de la demanda nacional agregada. La concentración de las exportaciones en bienes, y no en servicios, aumenta la magnitud de la afectación en el sector externo provocada por el COVID-19. A pesar de que la gama de productos exportables ha aumentado, sin embargo, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

En octubre del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo de USD 2.688 millones de dólares. Se mantiene el deterioro de todo el sector exportador, mismo que presentó una variación anual en septiembre de -10,7% en el periodo en mención. Por su parte, las

exportaciones no petroleras presentaron una variación anual de 10,5% y los principales productos exportables sigue siendo el camarón, cacao, banano y madera. Estados Unidos se posiciona como el principal destino de exportación con exportaciones por USD 3.993 millones a octubre del 2020. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años. Es importante recalcar que el 11 de diciembre la Alianza del Pacífico y Ecuador firmaron los términos de referencia para avanzar en una futura negociación para la incorporación del país como miembro asociado a este mecanismo regional de comercio.

El dinamismo del mercado petrolero se vio afectado por la paralización en la producción nacional (del 10 de abril al 8 de mayo de 2020) por la rotura de los oleoductos de transporte de crudo; así como las restricciones comerciales por la pandemia coronavirus que afectó tanto a estas exportaciones como a las no petroleras. Las exportaciones decrecieron a partir de marzo de 2020 y aumentó la falta de liquidez ya que se ha retenido un porcentaje importante de los pagos por diferimiento. La caída del precio del petróleo a niveles mínimos históricos asienta aún más las expectativas de temporalidad de la contracción económica, ya que este *commodity* tiene un peso importante en los ingresos del estado. El precio del barril WTI (precio de referencia para el petróleo ecuatoriano) presentó los siguientes promedios de precios mensuales en el último semestre:

Tabla 2. Precio del Barril de Petróleo WTI

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Diciembre 2020	51,33
Noviembre 2020	40,94
Octubre 2020	39,40
Septiembre 2020	39,63
Agosto 2020	42,34
Julio 2020	40,71

Fuente: The Economic Times

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

En noviembre del 2020, la deuda agregada fue de USD 60.049 millones (62,11% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (USD 13.335 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,449 millones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en bonos emitidos en mercados internacionales (USD 17.910 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (USD 17.910 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

Se evidencia una tendencia creciente en el endeudamiento público del país a pesar de encontrarse al borde de los márgenes permitidos por La Ley y sobrepasando la sostenibilidad financiera técnica esperada. Es importante señalar que por factores macroeconómicos expresados en el presente análisis se deterioraron las calificaciones de riesgo soberano en el primer semestre del 2020, sin embargo, posterior a la renegociación de la deuda soberana estas calificaciones mejoraron significativamente mejorando la posición del Ecuador en los mercados financieros internacionales y abriendo la posibilidad de mejorar la calidad de la deuda contraída. A continuación, se presenta el histórico de la evolución de las calificaciones de riesgo soberano:

Tabla 3 Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Cambios en la Calificación de Riesgo Soberana de Ecuador			
Línea de Tiempo	S&P	FITCH	MOODY'S
19/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de B- a CCC	
24/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CCC a CC	
25/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B- a CCC-/C		
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
09/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CC a C	
13/04/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de CCC-/C a SD/SD		
20/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de C a RD	
01/09/2020	La calificación de los bonos soberanos mejora de SD/SD a B-/B		
03/09/2020		Se mejora la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de RD a B-	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Es menester recalcar la intención de concesionar la Refinería de Esmeraldas y La Libertad debido al elevado nivel de inversión necesario para el correcto funcionamiento de estas; así como problemas operativos relacionados. Se planea una importante monetización de activos del estado (CNT, Banco del Pacífico y Sopladora). Para el presente año el Ministerio de Finanzas presupuestó USD 2.000 millones por concesión de dichos activos; sin embargo, los procesos han presentado dificultades para llevarse a cabo por la complejidad técnica de los mismos.

Las necesidades de liquidez creciente obligan al Gobierno Nacional a poner sobre la mesa medidas complementarias para el alivio fiscal. Entre las opciones que se barajan está la subida de dos puntos porcentuales del IVA, esta medida afectaría a los deciles más bajos de la población; sin embargo, en la mayoría de la población el impacto en el costo de vida sería poco significativo. La resistencia política y social dificulta la ejecución de estas medidas reformativas, así como la necesidad de ejecutar un plan de compensación a los sectores más vulnerables en caso de aplicar el incremento.

La caída del precio del petróleo ha proyectado además la necesidad urgente de reestructurar los mecanismos de subsidios a los combustibles hacia un manejo más eficiente de los mismos. Dada la volatilidad de los precios del WTI y BRENT el gobierno ha establecido un mecanismo de bandas de precios, orientado a minimizar el impacto negativo de las fluctuaciones de los precios internacionales de los derivados de los hidrocarburos en los precios a los consumidores. Con este mecanismo el Gobierno Nacional podría liberar una cantidad importante de recursos si el precio del petróleo se mantiene en niveles bajos. Adicionalmente, se espera que con la Ley Orgánica para el Ordenamiento de las Finanzas Públicas aprobada recientemente se pueda reestructurar el presupuesto general del Estado y optimizar los gastos del Gobierno Central; además de fortalecer mecanismos de límite de endeudamiento, buscando la sostenibilidad financiera en el largo plazo.

El 30 de septiembre de 2020 el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprobó un nuevo préstamo a Ecuador por un valor de USD 6.500 millones a 27 meses, según informó el comunicado. Este acuerdo consentirá el desembolso inmediato de USD 2.000 millones permitiendo de esta manera al gobierno central reducir atrasos en obligaciones salariales, aumentar la protección social y fortalecer la dolarización según mencionó el presidente de la República.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de USD 7.184 millones al 8 de enero del 2021, lo mostrando una recuperación en el nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras, mismo que se ha posicionado entre los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó en este año. Esta disminución es producto de las necesidades de liquidez crecientes para afrontar la emergencia sanitaria y el pago de capital e intereses de los bonos soberanos 2020. El panorama actual deteriora la capacidad del país para generar y acumular activos externos netos,

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0,76%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado periodos de baja inflación, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas proyectó una inflación de 0,84% al final del 2020, estimaciones que se vieron afectadas por los factores explicados en el presente informe. La inflación anual en diciembre 2020 fue de -0,93%.

El acceso a los mercados financieros se ha visto deteriorado por el aumento del “riesgo país” a niveles máximos históricos y la degradación de la calificación de los bonos soberanos. El riesgo país mensual promedio fue de 1.041 puntos en diciembre de 2020, situándose como el segundo riesgo más alto de la región en este periodo por debajo de Argentina.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

La industria manufacturera es la más grande de la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 13% del PIB. Según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), a través de la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU), sostiene que, con período de recolección a septiembre de 2020, la tasa de participación global fue de 62,8%, empleo adecuado de 32,1%, subempleo de 23,4% y desempleo de 6,6% de la población económicamente activa.

Por otro lado, de acuerdo con los datos del Banco Central del Ecuador, las exportaciones totales registradas entre enero y agosto de 2020 alcanzan USD 12.900,6 millones, equivalente al 13,5% inferior con respecto al mismo período en el 2019. Las exportaciones petroleras alcanzan USD 2,750.9 millones, representando una reducción del 45,9% con respecto al 2019 y las no petroleras USD 9,664.3 millones, equivalente a un incremento de 8,2% con respecto al período de enero a agosto de 2019. La participación porcentual de las exportaciones no petroleras corresponde al 60,9% de productos tradicionales y 39,1% en no tradicionales, aportando a este último el 0,2% el sector de manufacturas de papel y cartón con destino a Perú, Bolivia, Colombia, Estados Unidos y Venezuela, principalmente.

Analizando la estructura del sector acorde a la información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en el 2019, dentro de la actividad en la cual se desempeña Surpapelcorp S.A. (CIUU. C1702.01) se reportaron apenas 8 empresas con ingresos, mientras que en el 2018 esta cifra fue de 13. La industria presenta un grado de concentración elevado, principalmente en sus dos principales competidores (Cartones Nacionales S.A. I Cartopel e Industria Cartonera Palmar S.A.). En el 2019 la industria reportó ingresos por USD 360,17 millones.

Con respecto a las fuerzas competitivas³, los compradores de papel y productos de papel son empresas de las industrias gráfica, manufacturera, farmacéutica, química y agrícola, que satisfacen principalmente sus necesidades de embalaje y publicidad; por lo que la demanda del sector guarda estrecha relación con el nivel de intensidad comercial del país.

³ Las fuerzas competitivas de Porter es un modelo estratégico mundialmente conocido para evaluar el nivel de competencia dentro de una industria, se analiza: el poder de negociación de los proveedores, el poder de negociación de los clientes, la amenaza de productos sustitutos amenaza de nuevos competidores y rivalidad entre los competidores.

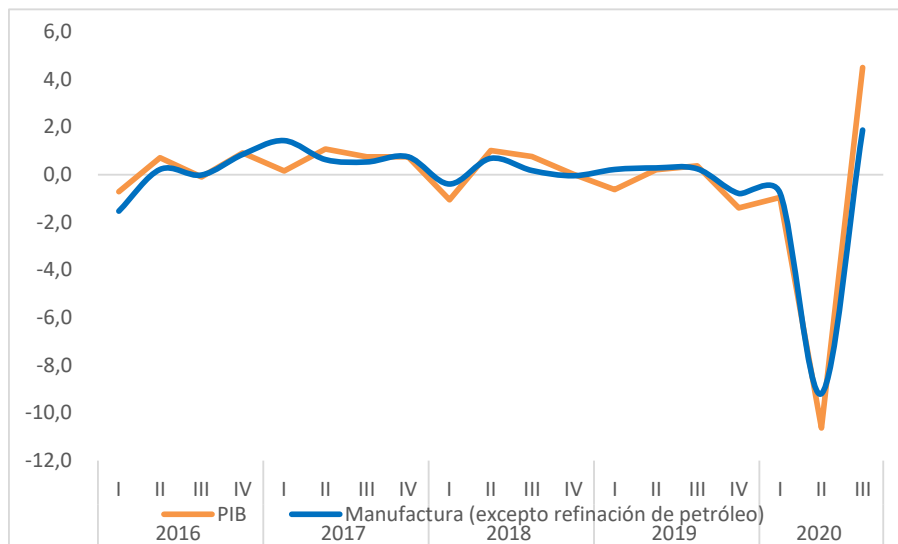
El nivel de negociación de los clientes es elevado dada la poca diferenciación de productos; sin embargo, es importante recalcar que a enero del 2021 se evidencia un déficit de papel a nivel mundial y local (lo cual disminuye el poder de negociación de dichos clientes). Por otro lado, el poder de negociación con los proveedores se evalúa como bajo. El poco desarrollo de la industria de fabricación de papel en el país genera una alta dependencia a su importación, ya que es requerida como materia prima para la mayoría de los productos de la industria. La diferenciación de los competidores del sector radica en la estrategia de costos (la integración vertical industrial presente en el grupo SURPAPEL configura una fortaleza en este aspecto).

Las barreras de entrada del sector de fabricación de papel y cartón son altas. Los elevados costos fijos, inversión inicial significativa, y las economías de escala limitan la entrada de nuevas empresas. El riesgo de sustitución en esta industria es moderado. Una mayor consciencia ambiental incentiva el uso de productos y empaques biodegradables como el papel y sus derivados (sustituyendo al plástico); sin embargo, el cambio tecnológico y los hábitos de consumo de las personas han transformados sus preferencias girando en torno a los productos digitales. Finalmente, el grado de rivalidad de la industria es significativo debido a la alta similitud de las empresas, la poca diferenciación de los productos, procesos productivos más modernos o digitalizados y altos costos de salida⁴.

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

Desde el 2015 al 2019, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio del 0,36%, cifra inferior al crecimiento del PIB durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía con una participación entre el 11% y 13% del PIB. El sector se vio afectado en los años de decrecimiento del PIB debido a su alto grado de correlación, al encontrarse la economía ecuatoriana en decrecimiento, las expectativas del sector no son favorables. Según las cifras preliminares publicadas por el Banco Central del Ecuador en el 2019, el crecimiento del PIB fue de 0,1%, mientras que el sector manufacturero habría cerrado con un crecimiento del 1,5%.

Gráfico 1. Crecimiento trimestral del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el primer y segundo semestre del año 2020, el PIB presentó tasas de decrecimiento. A marzo de 2020 el PIB presentó una tasa de variación de -1%; sin embargo, a junio de 2020 el decrecimiento fue de -10,6% como consecuencia de los efectos macroeconómicos expuestos en el presente informe.

⁴ Marketline Global InduRep, Global – Papel y Cartón, diciembre 2018

El elevado grado de correlación entre el sector manufacturero y el PIB se vio reflejado de igual manera en el VAB de dicho sector. De acuerdo con cifras presentadas por el Banco Central del Ecuador, al tercer trimestre de 2020 se evidencia una recuperación del PIB y del VAB del sector manufacturero (4,5% y 1,9% respectivamente) directamente proporcional a la recuperación de la actividad comercial y finalización del estado de excepción. El sector manufacturero y el subsector en el cual se desenvuelve el emisor se cataloga como defensivo.

Considerando las 10 empresas⁵ que más ingresos generaron dentro de la industria de SURPAPEL CORP S.A.⁶, las ventas en el 2019 fueron de USD 358,70 millones de dólares, que representó un decrecimiento del 20,57% en comparación a los USD 451,591 millones de dólares del 2018. La rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas indica que el 12,07% de los ingresos por ventas son ganancias netas antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización. En el mismo periodo, la variación del EBITDA fue de -17,98%.

Tabla 4. Indicadores Generales del sector "Fabricación de papel y productos de papel"

Año	Ventas Miles USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2017	360.915	-	31.219	-	8,65%
2018	451.591	25,12%	52.806	69,14%	11,69%
2019	358.704	-20,57%	43.310	-17,98%	12,07%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En términos generales, los ingresos del sector se componen en gran medida de actividades relacionadas al sector primario y exportador. Al ser estos sectores prioritarios durante a emergencia nacional las afectaciones de la industria se mitigan. Cabe recalcar que el rendimiento de sectores relacionados como el sector bananero ha mejorado en los últimos meses. Se proyecta una recuperación oportuna en el mediano plazo.

Análisis de las principales regulaciones del sector

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción, en los que muchos segmentos se proveen de insumos del exterior, como es el caso de la industria de fabricación de papel que tiene una amplia demanda de materia prima (pulpa de papel) importada, el cual no posee aranceles.

Por otro lado, el sector rige bajo normas medioambientales dispuestas en la Ley de Gestión Ambiental por el Ministerio del Medio Ambiente, que vela por el derecho de los ecuatorianos de vivir en un ambiente sano y ecológicamente equilibrado a través de parámetros de calidad ambiental, régimen de permisos, uso sustentable de los recursos naturales, sanciones e infracciones. Así como la Ley Orgánica de Salud, cuyas normas detallan el correcto manejo de desechos y residuos que podrían afectar a la salud humana y el Código Orgánico Integral Penal del Ministerio de Justicia, Derechos Humanos y Cultos.

El sector cartonero, a su vez, se ve comprometido con el sector agroexportador al cubrir estos la mayor proporción de la demanda de empaques de cartón, por lo tanto, depende de las regulaciones de interés agrícola y pesquero como la Ley de Pesca y Desarrollo Pesquero y la Ley de Desarrollo Agrario. Cabe mencionar que las restricciones comerciales que enfrenta el sector agroexportador dadas las barreras no arancelarias como el reforzamiento de control sanitario a raíz de la pandemia de COVID-19 y la protección de productores nacionales han implicado una disrupción en el flujo

⁵ Se consideraron las siguientes empresas: Cartones Nacional S.A., IN.CAR.PALM. Industria Cartonera PALMAR S.A., SURPAPEL CORP S.A., Corrugadora Nacional Cransa S.A., CONVERSA Convertidora de Papel S.A., Cajas y Empaques Industriales CLUSTERPACK CPK S.A., Cajas y Empaques Industriales Clusterpack S.A. Manufacturas de Cartón S.A. Macarsa, Vivepapel Cia. Ltda., Cajas y Empaques Industriales CLUSTERPACK S.A, Empaques del Sur S.A. Esursa.

exportador del país y afectado la demanda de las cajas de cartón (por ende, a la cadena de suministros).

El sector en el cual se desenvuelve el emisor además está sujeto a regulaciones y controles de numerosos cuerpos legales del país que velan por el cumplimiento de normas y procesos según sus distintas áreas de interés. Entre estas entidades públicas destacan: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio de Relaciones Laborales, Ministerio de Salud, Normativas Municipales, Servicio de Rentas Internas y Defensoría del Pueblo. Así como las disposiciones generales vigentes previstas en la Constitución de la República del Ecuador en referente a la Gestión Integral de Residuos Sólidos, prevención de contaminación y la Ley de Gestión Ambiental que establece los principios y directrices de la política ambiental, instrumentos de control y prevención.

ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

La compañía se constituyó de acuerdo con las leyes de la República del Ecuador el 18 de octubre de 2010 y se inscribió en el Registro Mercantil del Cantón Durán el 05 de enero del 2011. El emisor mantiene vigente el Primer Programa de Papel Comercial y la Segunda Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores con un saldo total por redimir de USD 15,7 millones. Al 8 de enero de 2021 se evidenció que Surpapelcorp S.A. no registra valor o monto pendiente de pago por concepto de cupones, tanto de capital como de interés.

Posición Competitiva del Emisor

El emisor se posiciona como una de las empresas más representativas del sector a pesar de contar con menos tiempo de interacción en el mercado con respecto a sus principales competidores. Al ser la empresa parte de un grupo económico conformado por empresas relacionadas a la industria de la fabricación de papel, cartón corrugado y reciclado, se forma un clúster sólido permitiendo de esta manera maximizar recursos y asegurar en gran parte la demanda de la empresa. Estos factores se valoran positivamente; no obstante, es importante mencionar que, en escenarios desfavorables, el impacto sistémico interno configura un riesgo inherente a los aspectos operativos y comerciales.

SURPAPEL CORP S.A. perteneciente al Grupo SURPAPEL posee una participación de mercado del 30% en productos de exportación y productos de uso doméstico respecto a las principales papeleras y cartoneras del país. La empresa desarrolla bobinas de papel, papeles y gramajes especiales para cada cliente, que cumplan con lo siguiente para cada categoría:

- Productos High Performance entre 130 y 270 gr/m².
- Ondas HP encolada para sustituir la onda semi química que se usa en las cajas de fruta.
- Ondas para el M^o industrial de 130 grs up.

La gama de productos que ofrece SURPAPEL CORP es la siguiente:

- TEST LINER: productos High Performance entre 130 y 175 gr/m².
- LINER: sustituir LINER virgen con LINER Andino en base a papeles reciclados, entre 175 y 275 GM².
- LINER Blanco: productos High Performance y UHP entre 125 y 350 gr/m² y papeles Eco White.

Las líneas de negocio en la cual dividen sus ventas el emisor a la fecha de corte son: Papel Onda, Papel Liner, Papel importado, Papel Gemelado Onda, Papel Gemelado Liner, Bobinas de Papel, Laminado, Cartulina y Lamina, Esquineros, pallets, canuto, Otros.

Principales Competidores

En el segmento específico en el que se desenvuelve SURPAPEL CORP S.A. existen varios oferentes del tipo de producto en el que la empresa se ha especializado (producción de papel Kraft y corrugado

medio (bobinas de papel) para la industria de cajas de cartón corrugado). Los principales competidores de acuerdo con su actividad específica se detallan a continuación:

- PAPELERA NACIONAL S.A.
- CARTOPEL S.A.I.
- CARTORAMA C.A.
- Industria Cartonera Asociada S.A.

Principales Clientes

En lo que respecta a los principales clientes de la empresa, se evidencia una concentración muy alta de la demanda en la empresa relacionada Productora Cartonera S.A. (90,25% del total de clientes). Con respecto a diciembre y noviembre de 2019 se mantiene la estructura de los clientes de la empresa. En términos de aseguramiento de la demanda SURPAPEL CORP S.A. se encuentra en una posición sólida por la relación apalancada con su principal cliente, sin embargo, el riesgo asociado de concentración depende principalmente del rendimiento de Procarsa; ya que un deterioro significativo de esta empresa incrementa el riesgo de recuperación de cartera o disminución de volúmenes de venta (efecto opuesto en caso de una mejora en el rendimiento de este cliente). Cabe destacar que debido a la baja diferenciación de productos entre las empresas del sector, el fortalecimiento de las relaciones comerciales con los clientes es fundamental para mantener una posición competitiva en el mediano y largo plazo.

Respecto a la política de cobranzas, todo cliente nuevo inicia la relación comercial al contado. (excepto clientes AAA, sin embargo, deben de tener los documentos respectivos para análisis y archivo de carpeta). Se debe cancelar el 100% del pedido solicitado. Una vez confirmado el pago se aprueba la producción y despacho. El tiempo mínimo para que el cliente solicite días crédito es de 6 meses de relación comercial, posterior a ello se realizará un análisis y evaluación y de acuerdo con su historial crediticio y demás parámetros, se concederá de 8 a 15 días de crédito con cheque post fechado al vencimiento.

De acuerdo con el comportamiento crediticio del cliente y de acuerdo con sus necesidades y volumen de compra, el cliente puede solicitar ampliación de días de crédito. Los días de crédito que pueden ser aprobado son: 21 -30 - 45 - 60 - 90 y 120 días. Además, para poder acceder a líneas de crédito con la empresa el cliente debe estar en lista blanca en el SRI y Superintendencia de Compañías; y se debe solicitar cupo COFACE. De no ser aceptado por la aseguradora, se debe hacer firmar un pagaré por el monto proyectado de ventas al cliente. A enero de 2021, la gerencia financiera mencionó que se tiene planificado un análisis “cliente por cliente” para evaluar las condiciones de la cartera. A continuación, se presenta el detalle de los principales clientes a noviembre de 2020:

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación 2019	% Participación nov-2020
PRODUCTORA CARTONERA S.A.	95,05%	94,32%
INDUSTRIA CARTONERA ECUATORIANA S.A.	3,94%	2,81%
MASTERTUB S.A.	0,26%	0,48%
EMPAQUES INDUSTRIALES DE COLOMBIA S.A.S	0,00%	0,41%
GRUPASA GRUPO PAPELERO CIA. LTDA.	0,00%	0,40%
REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.	0,60%	0,37%
CELLAGAR S.A.	0,12%	0,34%
LUDERSON S.A.	0,00%	0,33%
LA REFORMA S.A.	0,00%	0,30%
ENVATUB SA	0,03%	0,25%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Principales Proveedores

Analizado los principales proveedores de SURPAPEL CORP S.A. se evidencia una concentración moderada en estos. Los proveedores se agrupan en Ecuador y Estados Unidos, cabe señalar que a pesar de la pandemia no se han evidenciado problemas relacionados al provisionamiento de insumos para el desenvolvimiento de las actividades industriales de la compañía. La estructura de los principales clientes se mantiene con respecto al histórico. En lo que respecta a la estructura de los costos de producción, el 46,68% se concentra en materia prima, materiales e insumos; 25,94% gastos de fabricación; 7,23% en mano de obra y el porcentaje complementario en gastos varios. Es importante destacar que el principal proveedor es Repapers Reciclaje del Ecuador S.A., la cual es una empresa relacionada. Este relacionamiento se valora positivamente debido al aseguramiento de insumos para la producción. Los principales proveedores a la fecha de corte de la información son:

Tabla 6. Proveedores

Proveedor	% Participación 2019	% Participación nov-2020
REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.	27,71%	27,73%
REPAPERS	6,03%	18,02%
HIDROALTO GENERACION DE ENERGIA S.A.	11,46%	12,48%
DOLE FRESH FRUIT COMPANY	8,03%	11,75%
PRODUCTORA CARTONERA S.A.	8,42%	8,88%
BARNETT CORPORATION INC.	18,55%	8,55%
VECTORQUIM CIA. LTDA.	3,76%	3,91%
SERVIRESIDUOS S.A.	0,00%	3,21%
VEPAMIL SA	6,17%	2,95%
CellMark Paper Inc	9,86%	2,53%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

Analizando los últimos tres años, en el año 2017 no logró el cumplimiento total de ventas proyectadas para ese año, luego de una recesión fuerte en el año 2016 en donde la economía ecuatoriana se vio afectada en todos sus sectores, las ventas fueron de USD 62 millones, un cumplimiento presupuestario del 65%. Exactamente lo opuesto aconteció en el 2018, siendo este un año histórico para la empresa, periodo en el que las expectativas de ventas fueron completadas y superadas totalmente, en el 2018 las ventas se ubicaron por sobre los 96 millones de dólares.

No obstante, los excelentes resultados en ventas logrados en el 2018 y conscientes de la situación del sector, SURPAPEL CORP S.A. proyectó un decrecimiento en sus ingresos para el 2019 en alrededor de un 22,25%, debido principalmente a la caída de los precios internacionales de papel, sin embargo, no existieron mayores afectaciones en la rentabilidad, dado que los precios del reciclado disminuyeron también, lo que a su vez reduce los costos de producción. Con resultados reales internos del 2019, se evidencia que el decrecimiento de ingresos fue de 15,58%, en tanto que la rentabilidad operativa incrementó en 0,03 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2018.

A la fecha de corte de la información (información acumulada a 12 meses), el papel onda se sigue posicionando como la línea de negocio más representativa de la empresa con el 41,45% de la producción. Es importante señalar el aumento en la productividad de la capacidad instalada en la planta de producción en el 2019 y 2020, así como una mayor especialización en sus productos (con la finalidad de cubrir necesidades técnicas de Productora Cartonera S.A.) viéndose reflejado en un. A noviembre 2020 se evidencia aún participación marginal en las ventas de los nuevos productos (Papel Gemelado Onda, Papel Gemelado Liner, Cartulina y Lámina; 1,68%, 1,47% y 0,02% respectivamente), no obstante, en términos generales se ha mantenido la estructura de la línea de negocio en el último año de análisis. A continuación, se detallan las estadísticas de ventas por línea de negocio de la empresa:

Tabla 7. Estadística de Ventas (cifras en miles)

Línea de Negocio	Nov-19 (12 meses)		2019		Nov-20 (12 meses)	
	USD	%	USD	%	USD	%
Papel Onda	44.088	54,38%	41.324	50,80%	29.234	41,45%
Papel Liner	21.232	26,19%	21.987	27,03%	18.865	26,75%
Papel Importado	11.477	14,16%	11.839	14,55%	15.657	22,20%
Papel Gemelado Onda	-	-	-	-	1.184	1,68%
Papel Gemelado Liner	-	-	-	-	1.037	1,47%
Cartulina y Lamina	-	-	-	-	15	0,02%
Esquineros, pallets, canuto	1.036	1,28%	1.022	1,26%	749	1,06%
Otros	3.235	3,99%	5.169	6,36%	3.789	5,37%
Total	81.067	100,00%	81.341	100,00%	70.530	100,00%

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al cierre del 2020 el emisor presentó un decrecimiento de las ventas del 15,8%, no obstante, en lo que respecta al cumplimiento presupuestario, a la fecha de corte fue de 103,72% y a diciembre 2020 del 112,7% valorándose este factor de forma positiva. Surpapelcorp S.A. proyecta un crecimiento en ventas del 10% en el 2021 respecto al 2020, mientras que para el año 2022 (respecto al año 2021) un crecimiento del 14%. El déficit de papel evidenciado en los últimos meses (tanto a nivel global como local), la operatividad del molino de producción al máximo de su capacidad de forma prolongada (no se planean mantenimientos del mismo para el año 2021, y la tendencia creciente del precio del papel en los mercados internacionales son factores que configuran y solidifican expectativas positivas de recuperación.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Indicadores de Eficiencia Operativa y Rentabilidad

Eficiencia		Promedio Industria		SURPAPEL CORP S.A.		
		2018	2019	nov-19	2019	nov-20
Días de cartera	d	93	93	43	41	127
Días de inventario	d	74	49	114	145	116
Días de proveedores	d	141	112	157	83	142
Ciclo de conversión de efectivo	d	26	30	0	104	100
Utilidad/Ventas	%	4,24%	4,61%	3,49%	2,24%	-12,15%
Ventas /Activo	%	80,80%	111,53%	38,89%	40,28%	31,87%
Margen Bruto / Venta	%	18,43%	21,28%	20,48%	20,55%	13,64%
ROA	%	3,43%	5,14%	1,36%	0,90%	-3,87%
ROE	%	10,52%	13,37%	5,17%	3,38%	-19,23%

**Información interanual acumulada 12 meses*

Fuente: SURPAPEL CORP S.A
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando los indicadores de eficiencia, los días de cuentas por cobrar presentan una tendencia decreciente en el periodo 2017-2019, respondiendo principalmente a la mejora de los términos y políticas establecidas con sus principales clientes durante el periodo. Al mes de noviembre 2020, el indicador disminuyó significativamente al ubicarse en 127 días (incremento de 83 días respecto a noviembre 2020) como consecuencia de un deterioro en la calidad de la cartera. Cabe recalcar que el emisor se ubica en una posición desfavorable con respecto a la industria. A la fecha de corte el 67,47% de la cartera se concentra en Productora Cartonera S.A. y el 16,21% em Industria Cartonera Asociada S.A. INCASA. Adicionalmente, se debe mencionar que el deterioro en mención no es una particularidad de Surpapelcorp S.A., ya que es un factor afectado a nivel general en los sectores que guardan estrecha relación con el desempeño de la economía (afectada por la emergencia sanitaria).

Hasta diciembre del 2019 la empresa presentó una tendencia cíclica en los días de inventario, cerrando el 2019 con 145 días, sin embargo; pese a las afectaciones en las actividades comerciales el apalancamiento de la demanda que mantiene la empresa ha mitigado el impacto negativo en el aumento de los días de inventarios. A noviembre de 2020 los días de inventarios fueron 116, leve incremento respecto a noviembre 2019 (2 días).

Los días de cuentas por pagar a la fecha de corte presenta un decrecimiento respecto a noviembre 2019 (15 días), mientras que en el comparativo a diciembre 2019 se evidencia un incremento significativo de los días de proveedores de 59 días. En lo que respecta a este indicador, la empresa se encuentra en una posición similar al rendimiento del sector. En función de los factores expuestos, el ciclo de conversión de efectivo se ubicó en 100 días a la fecha de corte de la información, ubicándose por encima del promedio de la industria, lo cual se valora negativamente.

La empresa presenta riesgos operativos en su línea de producción debido a la volatilidad de la materia prima utilizada para la elaboración sus productos. Adicionalmente, se debe considerar los riesgos por causas externas (desastres naturales). Con el objetivo de mitigar estos riesgos, SURPAPEL CORP S.A. cuenta con pólizas de seguro que mitigan los riesgos operativos relacionados. Es importante recalcar que la póliza de seguro que cubre los riesgos operativos del emisor vence en febrero de 2021; no obstante, la alta gerencia ya se encuentra en proceso de renovación de la póliza.

La rentabilidad de la empresa se deterioró presentando una pérdida neta (acumulada a 12 meses) de USD 8,7 millones al corte de la información. La rígida estructura de costos, el aumento de los gastos

financieros, así como de los gastos operativos en el comparativo entre noviembre 2020 el mismo mes del 2019 son factores que explican el deterioro en mención. Los indicadores ROA y ROE se deterioraron significativamente a la fecha de corte, en noviembre 2020 el ROA fue de -3,87% y ROE de -19,23%, mientras que en el mismo mes del 2019 estos valores fueron de 1,36% y 5,17% respectivamente.

De igual manera, el retorno neto sobre ventas se deterioró a la fecha de corte mostrando un valor de -12,15%. Respecto a noviembre 2019 se evidencia un deterioro significativo en la eficiencia operativa y rentabilidad de Surpapelcorp S.A.; adicionalmente, en lo que respecta a los indicadores de rentabilidad la empresa se ubicó en una posición desfavorable respecto al promedio de la industria.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

La estructura accionarial de la empresa se concentra mayoritariamente accionistas institucionales. La empresa holandesa International Packaging Systems Holdings Cooperatief U.A. se configura como principal accionista con el 48,27% de participación. A la fecha de corte de información la empresa cuenta con un capital suscrito y pagado de USD 50,13 millones. Actualmente la política de capitalización de utilidades es de repartir el 100% de las mismas.

Tabla 9. Estructura Accionaria (miles de dólares).

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	BANCO DEL INSTITUTO ECUATORIANO DE SEGURIDAD SOCIAL	ECUADOR	2.568	5,12%
2	COMERCIALIZADORA DE PAPELES Y CARTONES SURPAPEL S.A.	ECUADOR	17.656	35,22%
3	CONGREGACION EDUCACIONAL DEL VERBO DIVINO EN EL ECUADOR	ECUADOR	70	0,14%
4	FIDEICOMISO MERCANTIL FIAS	ECUADOR	575	1,15%
5	GRIJALVA GUADAMUD SOLANDA CARMEN DEL MAR	ECUADOR	1	0,00%
6	HUERTA BARROS PEDRO ANTONIO	CHILE	2.197	4,38%
7	ILLINGWORTH CRESPO MARIA BELEN	ECUADOR	9	0,02%
8	ILLINGWORTH CRESPO OSCAR XAVIER	ECUADOR	10	0,02%
9	ILLINGWORTH GUERRERO OSCAR ANTONIO	ECUADOR	1.031	2,06%
10	INTERNATIONAL PACKAGING SYSTEMS HOLDINGS COOPERATIEF U.A.	HOLANDA	24.195	48,27%
11	PRODUCTORA CARTONERA S.A.	ECUADOR	306	0,61%
12	RIO GRANDE FORESTAL RIVERFOREST S.A.	ECUADOR	3	0,01%
13	SERVICIO DE CESANTIA DE LA POLICIA NACIONAL	ECUADOR	714	1,43%
14	STUP S.A.	ECUADOR	794	1,58%
TOTAL			50.128	100%

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Cabe destacar que SURPAPEL CORP S.A. tienen participación de capital en 2 sociedades (Hidroalto Generación de Energía S.A. 0,0004% y Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. 99,99%), mismas que guardan relación estratégica con el giro de negocio de la empresa (suministro de energía, proveedora de material reciclado). El número de empresas vinculadas mediante accionistas y administradores es moderado; formando estas empresas una integración estratégica por abarcar diversos aspectos de la cadena de valor. A la fecha de corte Surpapelcorp S.A. registra transacciones comerciales con las siguientes empresas del grupo: Productora Cartonera S.A., Repapers Reciclaje del Ecuador S.A., Soluciones de Empaques SDE S.A., Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.

Los lineamientos de buenas prácticas de Gobierno Corporativo con los que trabaja SURPAPEL CORP S.A., se centran 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. Adicionalmente, el grupo SURPAPEL presenta un Código de Conducta, Política Socio Ambiental y Política de Comunicación Externa.

A la fecha de corte de la información la empresa cumplió con sus obligaciones patronales y tributarios con los órganos pertinentes.

Gobierno de la Corporación

La empresa muestra solidez en el gobierno de la corporación. La experiencia de la alta gerencia, así como los lineamientos de buenas prácticas corporativas que maneja el grupo empresarial al cual pertenece la empresa, refuerzan la estructura y direccionamiento de SURPAPEL CORP S.A.

El gobierno corporativo mantiene vigente la iniciativa de identificar y establecer políticas de mejoramiento continuo a través del involucramiento de todos los colaboradores de la empresa. Con esta política se busca encausar las aspiraciones del personal 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.

A noviembre de 2020, el directorio de la empresa estuvo conformado por 7 personas, los cuales muestran en promedio 6 años en el cargo. Se evidencia multidisciplinariedad en el directorio. Es importante recalcar la presencia del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y del Servicio de Cesantía de la Policía Nacional. En lo que respecta a la plana gerencial esta se conformó por 5 personas; mismas que presentan una experiencia promedio de 3,6 años en el cargo a la fecha de corte.

Los sistemas organizativos modernos y el mejoramiento de los procesos internos son de suma importancia para que la empresa incremente sus niveles de productividad, eficiencia y eficacia en su gestión. La empresa cuenta con buenas prácticas de Gobierno Corporativo, que incluye los siguientes aspectos:

- Asegurar el tratamiento equitativo para todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros.
- Dar certidumbre y confianza a los inversionistas y terceros interesados sobre la conducción honesta y responsable de los negocios de la sociedad.
- Asegurar que haya una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.

Política y Estrategia Corporativa

Las estrategias del 2019 se orientaron a la consolidación de las inversiones realizadas, garantizando la calidad del producto y optimizando la utilización de los recursos, obteniendo de esta forma costos competitivos y logrando alcanzar la meta de producir 10,000 toneladas por mes.

En este sentido, se ha alcanzado una estabilidad en máquinas del 95% y se ha logrado integrar en un 90% el papel del molino con su principal cliente (Productora Cartonera S.A.) al manejar el mismo ancho de bobina que utiliza la corrugadora de este, reduciendo el TRIM (desperdicio) y logrando ahorros importantes a nivel de logística al estar ambas empresas dentro del mismo complejo industrial.

En relación con el año 2020 los objetivos y lineamientos de la empresa se centró en crecer, ya que el mercado en general se encuentra en expansión. En este sentido, es importante mencionar que el

mercado de empaques y cajas está creciendo, a pesar de que los precios han bajado. Adicionalmente, el costo de la materia prima ha disminuido es decir se existe la posibilidad de una mejor estructura de costos que incremente la rentabilidad. La cultura organizacional de la empresa es sólida y está orientada a valores de excelencia, responsabilidad y crecimiento continuo. En lo que respecta al cumplimiento de los objetivos para el 2020, se evidenció un cumplimiento de 2 de los 8 objetivos establecidos (aumentar la producción un 6%, bajar costos unitarios en 5%, aumentar la disponibilidad de la máquina en un 10%, aumentar la velocidad promedio a 600M/min, aumentar el ancho promedio de productos vendidos, integrar la producción con Procarsa, disminuir consumo de agua y vender 3% de la producción a no-relacionados). Se logró cumplir el objetivo relacionado a la disminución de costos unitarios y ventas a no-relacionadas.

Cabe recalcar que la empresa no cuenta con una planificación estratégica formal lo cual configura un aspecto de mejora. Las directrices bajo las cuales se desempeña el emisor las proveen los accionistas, mismos que mantienen comunicación periódica (semanal) con el directorio. Para el año 2021, de igual manera, no existe un plan estratégico formal; no obstante, la alta gerencia se ha planteado aumentar la producción en un 15%, bajar costos unitarios en 3%, aumentar la disponibilidad de la máquina en un 10%, aumentar la velocidad promedio a 600 M/Min, aumentar el ancho promedio de productos vendidos, aumentar la integración de la producción con Procarsa, disminuir el consumo de agua y mantener las ventas del 10% de la producción a no relacionados.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados por la firma Kreston AS Ecuador Cía. Ltda. para el año 2015, por la firma BDO Ecuador Cía. Ltda. en el 2016, 2017 y 2018, mientras que para el año 2019 se analizaron los estados financieros auditados por la empresa Moore & Asociados Cía. Ltda. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa Productora Cartonera S.A. con corte al 30 de noviembre de 2020.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Tabla 10. Estructura Financiera (miles de dólares).

Periodo	Industria	2017	2018	nov-19	2019	nov-20	PROMEDIO 2017-2019
Activo	32.163	180.304	204.280	209.076	203.267	222.513	195.950
Pasivo	18.412	127.143	149.426	154.149	148.943	177.693	141.837
Patrimonio	12.376	53.161	54.854	54.927	54.324	44.820	54.113
Ventas*	35.870	62.580	96.943	81.320	81.880	70.919	80.468
Margen Bruto*	7.633	9.024	17.306	16.654	16.827	9.672	14.386
EBITDA*	4.331	6.803	12.584	13.685	13.685	6.574	11.024
EBIT*	2.826	6.803	9.975	10.848	10.545	2.633	9.108
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)*	548	1.243	2.812	2.841	1.837	-8.618	1.964
Utilidad/Venta*	4,61%	1,99%	2,90%	3,49%	2,24%	-12,15%	2,38%
Ventas / Total Activos*	1,12	0,35	0,47	0,39	0,40	0,32	0,41
Total Activos / Patrimonio	2,60	3,39	3,72	3,81	3,74	4,96	3,62
ROA*	5,14%	0,69%	1,38%	1,36%	0,90%	-3,87%	0,99%
ROE*	13,37%	2,34%	5,13%	5,17%	3,38%	-19,23%	3,62%
NOF/VENTAS*	0,23	-0,05	0,00	0,04	-0,07	0,19	-0,04
FM/VENTAS*	12,46%	-55,90%	-48,31%	-57,08%	-56,76%	-52,25%	-53,66%
FM/NOF	0,55	15,15	169,92	-13,86	8,21	-2,84	64,43
Ebitda/ Gasto Financiero*	7,90	1,27	2,16	1,67	1,67	0,62	1,70
Deuda/ Ebitda*	1,45	4,96	2,82	4,52	4,01	14,22	3,93

*Información interanual acumulada 12 meses

Fuente: SURPAPEL CORP S.A
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

A noviembre de 2020, los activos mostraron un valor de USD 222,51 millones, representando una variación de 6,43% respecto a noviembre 2019. Los activos muestran una tendencia creciente en el análisis histórico de los datos. En lo que respecta a los activos corrientes, estos representaron a la fecha de corte el 37,83% de los activos (incremento en la participación respecto al promedio del periodo 2016-2019). A la fecha de corte, las variaciones interanuales más significativas en el activo corriente se presentan en el efectivo y en clientes (considerando relacionados) con variaciones de -77,36% y 155,24%. A noviembre de 2020, la cuenta cliente mostró un valor de USD 24,98 millones, de los cuales USD 18,08 millones se derivan de transacciones con Productora Cartonera S.A (apenas el 0,3% de esta cartera se evidencia como vencida).

Las cuentas por cobrar fueron de USD 28,97 millones a la fecha de corte, respecto a noviembre de 2019 se observa una variación en la composición de la cartera (incremento de la cartera vencida). En el periodo de análisis el 34,44% de la cartera se mostró vencida. Cabe recalcar que el 29,84% del total de la cartera se concentra en cartera vencida a más de 180 días. En lo que respecta a la cartera vencida a más de 180 días, los saldos más representativos pertenecen a Industria Cartonera Asociada S.A. Incasa (relacionada) por USD 4,33 millones, Absorpelsa Papeles Absorventes S.A. (relacionada) por USD 850,53 mil, y Empaques Industriales de Colombia por USD 1,01 millones. La calificadora no cuenta con información para emitir un criterio en lo concerniente a las expectativas de recuperación de la cartera en mención. Cabe recalcar que la cartera a más de 180 días se encuentra debidamente provisionada exceptuando la cartera de Procarsa S.A. La gerencia financiera de Surpapelcorp S.A. comentó que se planea realizar un análisis “cliente por cliente” para evaluar las condiciones de cartera.

En lo que respecta a los activos fijos, estos no presentan variación significativa respecto a periodos anteriores en su composición. A noviembre 2020, los activos fijos de Surpapelcorp S.A. ascendieron a un valor de USD 138,33 millones. Los activos tangibles concentran el 96,03% del total de los activos fijos respondiendo a la naturaleza del negocio. En el periodo de análisis el emisor no registró activos intangibles.

En lo que respecta a los pasivos de la empresa, estos presentan una tendencia constante hasta diciembre de 2019; no obstante, se observa un crecimiento interanual sustancial a noviembre 2020 (15,27%). A la fecha de corte de la información los pasivos de la empresa fueron de USD 177,69 millones. Históricamente la empresa ha enfocado su estrategia de fondeo en el largo plazo; no obstante, debido a los efectos relacionados a la complicada coyuntura económica a la fecha de corte de la información se evidencia una tendencia creciente en el pasivo a corto plazo. Los pasivos corrientes representaron a noviembre de 2020 el 43,1% del total de pasivos. La variación más representativa se da en el pasivo con costo a corto plazo, los cuales pasaron de USD 33,31 millones en noviembre 2019 a USD 44,2 millones en noviembre de 2020. Esta variación responde a las necesidades de liquidez crecientes del emisor en el periodo de análisis.

En lo que respecta al fondeo en el largo plazo se evidencia de igual manera un incremento. Los pasivos no corrientes a la fecha de corte mostraron una variación interanual del 11,29%. En lo concerniente al pasivo con costo a largo plazo se observa un crecimiento del 56,11% en el mismo periodo. En términos generales, el pasivo no corriente ha mantenido su estructura en el análisis histórico de datos. Finalmente, en lo que respecta al patrimonio de la empresa fue de USD 44,82 millones en noviembre de 2020, significando un decrecimiento del-18,40% con respecto al mismo mes del 2019. Lo cual se valora negativamente en función del deterioro consecuente en el apalancamiento.

Estado de Resultados

Los ingresos de la empresa presentaron un decrecimiento del 15,54% en el comparativo de los años 2018 y 2019. Realizando el mismo análisis entre noviembre de 2019 y noviembre de 2020 se

evidencia de igual manera decrecimiento del -14,70%. Este decrecimiento a la fecha de corte en los ingresos se deben principalmente a afectaciones comerciales por los efectos de la emergencia sanitaria; así como sucesos extraordinarios ajenos al natural desenvolvimiento del negocio (siniestro de febrero 2020 en las instalaciones propias, siniestro de noviembre 2020 en las instalaciones del cliente principal).

El margen bruto en términos proporcionales presenta un deterioro al corte de la información (significando a noviembre de 2020 el 12,76% de los ingresos, mientras que en noviembre de 2019 el 20,47%), mostrando un valor de USD 8,1 millones. La EBITDA presenta un deterioro aún más significativo en términos comparativos derivado de la rigidez en la estructura de gastos operativos de la empresa. A noviembre de 2020 se observa un decrecimiento interanual del -56,69% en la EBITDA deteriorando la capacidad de cobertura de los gastos financieros.

Los gastos financieros de la empresa tienen un rol fundamental en la explicación de pérdida neta presentada por el emisor al corte de la información. En proporción a los ingresos, los gastos financieros en noviembre de 2020 representaron el 15,62%; cifra superior al promedio histórico (8,10%); en este periodo los gastos mencionados fueron de USD 9,93 millones (variación de 32,51% con respecto a noviembre de 2019).

La utilidad neta de la empresa muestra una tendencia cíclica en el análisis histórico del 2017 al 2019. A la fecha de corte de la información la empresa presentó una pérdida neta de USD 7,85 millones, deterioro significativo con respecto a noviembre de 2019, periodo en donde el emisor obtuvo una utilidad neta de USD 2,60 millones. El deterioro significativo en la rentabilidad de la empresa a la fecha de corte se valora negativamente.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2020 éstas se ubicaron con un saldo de USD 12,98% (incremento significativo respecto al año 2019). Se estima que las necesidades operativas de fondeo para 2021 serán de USD 14,59 millones, dicha estimación se fundamenta en los supuestos proporcionados por la empresa, así como el rendimiento y correlación del negocio con la economía. Se espera un crecimiento de las cuentas por pagar a proveedores del 1,32%; así como del del 6,5% en clientes y caja.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, al año 2020 se ubicaron en una posición deficitaria de USD 23,03 millones. Para el año 2021, bajo las perspectivas de crecimiento de la economía y la empresa estas se calculan por un monto deficitario de USD 29,79 millones. El fondo de maniobra muestra resultados deficitarios debido al elevado monto de activos inmovilizados que muestra la empresa. La empresa se vería en la necesidad de recurrir a fuentes de financiamiento externo para cubrir sus actividades operativas en el corto plazo, configurando una debilidad en lo que respecta a la adecuación de las finanzas considerando el elevado endeudamiento ya presentado a la fecha de corte.

A noviembre de 2020, el ratio "Fondo de Maniobra/ Necesidades Operativas de Fondo" se mostró en -2,84 veces; no obstante se observa una mejora respecto a noviembre de 2019. En términos comparativos con el rendimiento del sector, el emisor se ubica en una posición desfavorable en este aspecto. Las proyecciones del indicador en mención para el año 2021 se calculan por -2,04; mientras que para el año 2022 por -5,17. Por su parte, los ratios "NOF/Ventas" y "FM/Ventas" presentaron variaciones interanuales pocos significativas (a la fecha de corte) pasando de 0,04 a 0,19 y de -57,08% a -52,25%. Cabe recalcar que los valores mostrados por los indicadores en mención responden a la estructura del negocio, en donde los activos inmovilizados tienen un peso significativo en el fondo de maniobra, lo cual influye de manera metodológica a obtener ratios negativos. Se valora positivamente el incremento en el capital de trabajo a la fecha de corte.

Apalancamiento Financiero

Analizando el indicador de apalancamiento del total de activos sobre el patrimonio, a la fecha de corte de información el indicador en mención fue de 4,96; representando un incremento respecto a noviembre de 2019 en donde este indicador fue de 3,81. El indicador presentó una tendencia creciente del 2017 al 2019. En este sentido, la empresa se encuentra con un mejor rendimiento con respecto al promedio del sector. En lo que respecta al indicador de ventas sobre el total de activos, este mostró un valor de 0,32 en el periodo de análisis, evidenciándose un leve deterioro respecto a noviembre 2019 (0,07 puntos).

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 0,62; representando un decrecimiento significativo con respecto a noviembre de 2019 (1,67), reflejando un aspecto a mejorar para Surpapelcorp S.A. Como se mencionó en párrafos anteriores, el peso de los gastos financieros, así como el deterioro y ciclicidad de las ventas son factores fundamentales para explicar dicho resultado. En este sentido la empresa se encuentra en una posición desfavorable con respecto al sistema.

Por su parte, el ratio Deuda/Ebitda al corte de la información fue de 14,22 al corte de la información, representando un deterioro con respecto a noviembre y diciembre del 2019 (periodos en donde el indicador fue de 4,52 y 4,01 respectivamente). Históricamente, este ratio presenta una tendencia creciente y se ubica en una posición desfavorable con respecto al rendimiento del sector (información del sector con corte al 2018). Se evidencia un deterioro significativo del apalancamiento financiero a la fecha de corte de la información en función de los factores expuestos. Es importante recalcar que el impacto de factores exógenos (siniestros, contracción económica derivado de la pandemia y overhall) afectan directamente al deterioro de los indicadores y la estructura financiera del emisor. Las expectativas de recuperación, mejora en la calidad de la deuda y disminución de costos de producción para el 2021 (mantenimiento del molino) configuran un escenario favorable en lo que respecta al componente de apalancamiento financiero.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la siguiente tabla. Estos supuestos se basan en el rendimiento histórico del sector, su relación con la tasa de crecimiento económico del país y los sectores relacionados; así como las estimaciones realizadas por el emisor. Las estimaciones de decrecimiento para el Ecuador (de acuerdo con estimaciones de entidades internacionales como Goldman Sachs y Banco mundial) para el año 2021 son inferiores al 5%.

Tabla 11. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	Opex/Ventas
ESTÁNDAR	2020	-15,80%	127	116	142	4,21%
	2021	6,50%	127	116	142	4,21%
	2022	8,00%	68	127	142	4,21%
	2023	2,00%	68	127	142	4,21%
	2024	2,00%	68	127	142	4,21%
PESIMISTA I	2020	-17,77%	154	140	112	4,21%
	2021	5,69%	100	140	112	4,21%
	2022	7,00%	82	154	112	4,21%
	2023	1,75%	82	154	112	4,21%
	2024	1,75%	82	154	112	4,21%
PESIMISTA II	2020	-18,42%	163	148	102	4,21%
	2021	5,42%	135	148	102	4,21%
	2022	6,67%	87	163	102	4,21%
	2023	1,67%	87	163	102	4,21%
	2024	1,67%	87	163	102	4,21%

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se evidencia una recuperación en el flujo de caja en el año 2021 (respecto a años 2020) con un flujo de caja libre de USD 5,43 millones. Se espera que para el año 2021 se mantengan los valores en el ciclo de conversión de efectivo. En lo que respecta al ratio EBITDA/Ventas se espera una mejora para el año 2021 respecto al 2020 (pasando de 8,55% a 12,79%). Se evidencian dificultades en la cobertura de gastos financieros a través de la generación de flujos (para el año 2021), al esperarse un valor de 0,67 en el ratio Flujo de caja libre sobre gastos financieros. De igual manera, se evidencia un deterioro en la cobertura de la deuda mediante la generación de flujos. A continuación, se presenta las proyecciones esperadas en los que respecta al análisis de flujo de caja libre hasta el año 2024:

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar (miles de dólares)

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-15,80%	6,50%	8,00%	2,00%	2,00%	0,18%
Ventas	68.943	73.424	79.298	80.884	82.501	75.637
Ciclo de Conversión de Efectivo	100	100	53	53	53	77
Margen Bruto / Ventas	87,24%	83,00%	83,00%	83,00%	83,00%	84,06%
EBITDA / Ventas	8,55%	12,79%	12,79%	12,79%	12,79%	11,73%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-13.991	5.436	16.580	7.482	7.631	3.877
FCL/Gastos Financieros	0,00	0,67	2,31	1,08	1,13	1,01
Deuda/FCL	0,00	18,04	5,19	11,10	10,48	8,58

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Se espera que para el año 2021, en este escenario, los días de cobro disminuyan a 100 días y disminuyan respecto al año 2020 en contexto de: su principal cliente (empresa relacionada) Procarisa S.A. recibirá un inyección de liquidez en el corto plazo por concepto de indemnización del siniestro efectuado en sus instalaciones en noviembre de 2020; lo cual sumado a las necesidades de liquidez creciente de Surpapelcorp S.A. en un escenario más estresado, generaría condiciones y la obligatoriedad para recuperar la cartera con el cliente en mención. Por su parte, los días de inventario y proveedores se estiman por 140 y 112 días respectivamente en este escenario.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario “Pesimista I” se evidencia una recuperación en el flujo de caja en el año 2021 (respecto al años 2020) con un flujo de caja libre de USD 15,69 millones. En lo que respecta al ratio EBITDA/Ventas se espera también una mejora para el año 2021 respecto al 2020 (pasando de 8,55% a 12,79%). Se evidencia capacidad de cobertura de gastos financieros a través de la generación de flujos para el año 2021, al esperarse un valor de 1,70 en el ratio Flujo de caja libre sobre gastos financieros.

De igual manera, se evidencia una mejora en la cobertura de la deuda mediante la generación de flujos en el corto plazo. A continuación, se presenta las proyecciones esperadas en los que respecta al análisis de flujo de caja libre hasta el año 2024:

Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-17,77%	5,69%	7,00%	1,75%	1,75%	-0,83%
Ventas	67.334	71.166	76.151	77.485	78.842	73.034
Ciclo de Conversión de Efectivo	182	128	125	125	125	140
Margen Bruto / Ventas	87,24%	83,00%	83,00%	83,00%	83,00%	84,06%
EBITDA / Ventas	8,55%	12,79%	12,79%	12,79%	12,79%	11,73%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-27.823	15.695	6.684	6.965	7.087	380
FCL/Gastos Financieros	0,00	1,70	0,80	0,86	0,89	0,84
Deuda/FCL	0,00	7,33	15,48	14,59	14,02	9,35

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Se espera que para el año 2021, en este escenario, los días de cobro se ubiquen en 135 días y disminuyan respecto al año 2020 en contexto de: su principal cliente (empresa relacionada) Procarisa S.A. recibirá un inyección de liquidez en el corto plazo por concepto de indemnización del siniestro efectuado en sus instalaciones en noviembre de 2020; lo cual sumado a las necesidades de liquidez creciente de Surpapelcorp S.A. en un escenario más estresado, generaría condiciones y la obligatoriedad para recuperar la cartera con el cliente en mención. Por su parte, los días de inventario y proveedores se estiman por 148 y 102 días respectivamente en este escenario.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario “Pesimista II” se evidencia una recuperación en el flujo de caja en el año 2021 (respecto al años 2020) con un flujo de caja libre de USD 10,42 millones. Se evidencia capacidad de cobertura de gastos financieros a través de la generación de flujos para el año 2021, al esperarse un valor de 1,17 en el ratio Flujo de caja libre sobre gastos financieros.

Tabla 14. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-18,42%	5,42%	6,67%	1,67%	1,67%	-1,16%
Ventas	66.797	70.419	75.118	76.371	77.646	72.176
Ciclo de Conversión de Efectivo	209	181	149	149	149	172
Margen Bruto / Ventas	87,24%	83,00%	83,00%	83,00%	83,00%	84,06%
EBITDA / Ventas	8,55%	12,79%	12,79%	12,79%	12,79%	11,73%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-32.283	10.423	12.168	6.813	6.927	-720
FCL/Gastos Financieros	0,00	1,17	1,52	0,87	0,91	0,89
Deuda/FCL	0,00	10,63	8,12	14,18	13,58	8,23

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando las proyecciones en su conjunto, se observa que el emisor presenta capacidad de redimir el pasivo con costo y cubrir los gastos financieros en el corto plazo en el escenario “Pesimista I”; adicionalmente, no obstante, se observa un deterioro de los aspectos mencionados a partir del año 2022. Cabe recalcar que Surpapelcorp S.A. espera un crecimiento en ventas para el 2021 (respecto al

2020) del 10%. La calificadora se mantiene conservadora en las proyecciones efectuadas en lo que respecta al crecimiento en ventas como se evidencia en el análisis de los distintos escenarios.

ANALISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ SURPAPEL CORP S.A, se compromete durante la vigencia de la **Segunda Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y/o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada a diciembre de 2020 muestra que durante el mes de enero a diciembre 2020 se negoció un total de USD 11.887.820 miles, correspondientes a la suma de USD 11.856.009 miles en valores en renta fija y USD 31.812 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de diciembre de 2020, en renta fija el 7,16% de los valores corresponden a papel comercial y el 4,23% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 332 emisores inscritos, de los cuales 178 pertenecen a la provincia del Guayas y 106 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 27% del sector industrial y 13% de servicios.

Liquidez de los valores

Al analizar los indicadores de liquidez, se evidencia una liquidez corriente al mes de noviembre de 2020 de 1,1. La liquidez corriente presenta una tendencia constante en el análisis histórico de datos. El promedio semestral de liquidez a la fecha de corte de la información fue de 1,05 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. Por su parte el capital de trabajo fue de USD 7,59 millones al corte de la información; se evidencia una tendencia creciente del indicador; respecto a noviembre de 2019 la variación observada es de 19,88%. Por su parte, la prueba ácida presentó un valor de 0,84 al mes de noviembre del 2020, evidenciándose una mejora en el indicador con respecto al mismo mes del 2019 (0,06 puntos).

El indicador de presencia bursátil ⁷permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario. En el año 2020, la Segunda Emisión de Obligaciones registra 10 transacciones en el mercado secundario equivalente a un monto negociado de USD 3,21 millones.

⁷ Indicador Presencia Bursátil: No. de días negociados en el mes / No. de ruedas en el mes.

La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

En lo que respecta al cumplimiento de las garantías, y resguardos de ley se presenta en la siguiente tabla la posición del emisor referente estas:

Tabla 15. Garantías y Resguardos de Ley

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2019	2017	2018	2019	nov-20
1	Liquidez Corriente	1,41	1,10	0,93	1,00	1,10
2	Endeudamiento Patrimonial	1,49	2,39	2,72	2,74	3,96
Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información						
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen no superior al 80%				12,79%
Cumple	Resguardos de Ley	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.				1,25
		La razón de liquidez o circulante, promedio semestral				1,05
No Cumple	Límite de Endeudamiento	Mantener durante el periodo de vigencia de la emisión un indicador promedio semestral pasivo/patrimonio no mayor a 2,5 veces				3,82

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Límite de Endeudamiento

La compañía mantendrá semestralmente la relación pasivo total sobre patrimonio menor o igual a tres puntos cinco (2,5) veces, durante el plazo que esté vigente la emisión de obligaciones. A la fecha de corte Surpapelcorp S.A. no cumplió con el límite de endeudamiento establecido al presentar un indicador semestral pasivo total sobre patrimonio de 3,82 veces.

Garantía Específica – Mecanismo de Fortalecimiento

Fideicomiso Mercantil Irrevocable “FORTELECIMIENTO – SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SURPAPEL CORP”, el cual consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del CONSTITUYENTE, de la FIDUCIARIA, del BENEFICIARIO o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la FIDUCIARIA.

Tabla 16. Descripción del Fideicomiso

Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Fortalecimiento – Segunda Emisión de Obligaciones SURPAPEL CORP”	
Constituyente	SURPAPEL CORP S.A.
Fiduciaria	FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles
Ciente Seleccionado	Productora Cartonera S.A.
Obligacionistas	Son el o los titulares de las Obligaciones de Largo Plazo emitidas a su favor por el CONSTITUYENTE, como parte de la Emisión de Obligaciones.
Objeto del fideicomiso	El presente FIDEICOMISO tiene por objeto administrar los FLUJOS, que se generen como producto del recaudo del DERECHO DE COBRO, es decir por la suma mensual de USD 350,000 (Trescientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América), para acumular dentro del FIDEICOMISO los recursos que se requieren trimestralmente, a efectos de cancelar los dividendos de las OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO a favor de los OBLIGACIONISTAS. No obstante, lo anterior, el CONSTITUYENTE y la FIDUCIARIA aclaran de manera expresa que el presente FIDEICOMISO es un

	<p>Fideicomiso de Administración de Flujos, mas no se trata de un Fideicomiso de Garantía.</p> <p>En tal sentido, las mismas partes aclaran expresamente que, en caso de que el FIDEICOMISO no reciba los FLUJOS, o los reciba tan sólo parcialmente, y en cualquiera de estos casos no disponga, total o parcialmente, de los recursos que se requieran trimestralmente a efectos de cancelar los dividendos de las OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO a favor de los OBLIGACIONISTAS, ni la FIDUCIARIA ni el FIDEICOMISO tendrán responsabilidad alguna por tal concepto, ya que el único responsable directo del pago íntegro, cabal y oportuno de las OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO es el CONSTITUYENTE.</p>
<p>Bienes aportados al fideicomiso</p>	<p>El CONSTITUYENTE transfiere y aporta al FIDEICOMISO, sin reserva ni limitación alguna, la suma de USD 2.000,00 (Dos mil dólares de los Estados Unidos de América). Esta suma de dinero es aportada por el CONSTITUYENTE al FIDEICOMISO mediante la entrega de un cheque girado a la orden del FIDEICOMISO. Dicha suma de dinero servirá para abrir la CUENTA DEL FIDEICOMISO e integrar inicialmente el FONDO ROTATIVO, conforme lo estipulado en la cláusula octava del FIDEICOMISO. El CONSTITUYENTE, desde ya, aporta, cede y transfiere al FIDEICOMISO, el DERECHO DE COBRO, esto es el derecho a percibir los FLUJOS correspondientes a las CUENTAS POR COBRAR que se generen a favor del CONSTITUYENTE ante el CLIENTE SELECCIONADO como consecuencia de las OPERACIONES DE VENTAS de PRODUCTOS, las cuales deben ser pagadas por el CLIENTE SELECCIONADO a favor del CONSTITUYENTE, desde la fecha de apertura de la CUENTA DEL FIDEICOMISO y mientras se encuentre vigente el FIDEICOMISO, por la suma mensual de USD 350.000 (Trescientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América).</p>

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los activos que respaldan la Segunda Emisión de Obligaciones son: inventarios y propiedad, planta y equipo. A la fecha de corte de la información los saldos de las cuentas en mención fueron de USD 19,66 millones y USD 132,84 millones respectivamente.

- El Inventario que posee la empresa, puede verse afectado por: robo, factores externos que ocasionare que el producto final contenga averías o fallas.
- Eventos de carácter catastrófico que podrían dañar la infraestructura de la propiedad, planta y equipo de la empresa.

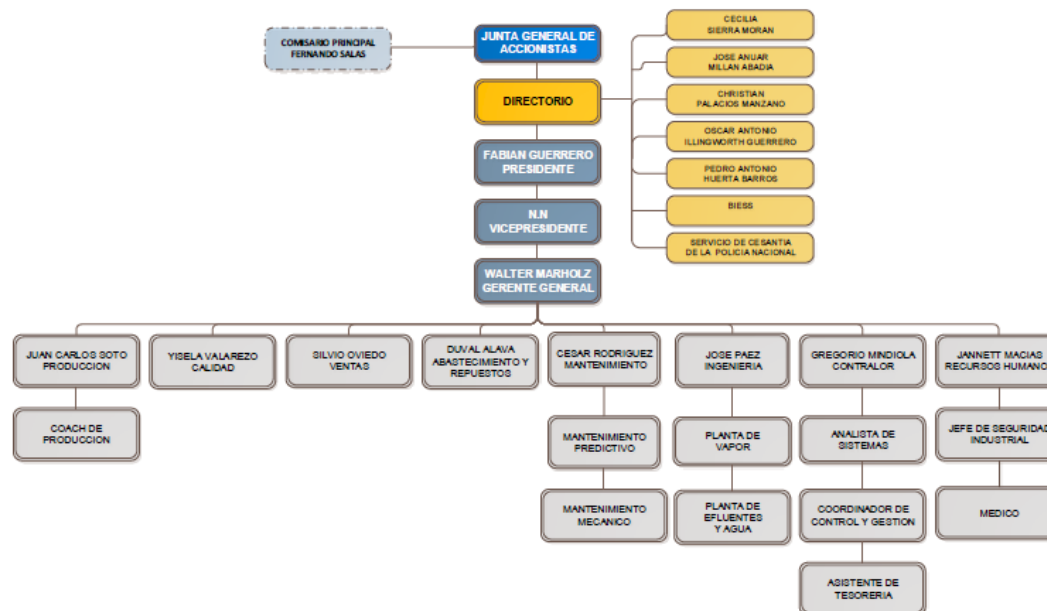
Riesgos Previsibles en el Futuro

- La implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas que encarezca el costo de la materia prima importada, incrementando los costos de producción y a su vez generaría un incremento en los precios de comercialización del producto. El ingreso de nuevos competidores podría ocasionar una pérdida de participación del mercado en el que se desenvuelve la empresa.

	
<p>Ing. Natalia Cortez Gerente General</p>	<p>Econ. Mario Zambrano Analista</p>

ANEXOS

Gráfico 2. Organigrama General de SURPAPEL CORP S.A.



Fuente: SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: SURPAPEL CORP S.A.

Tabla 17. Estado Situación Financiera (Expresado en Miles)

	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	nov-19	2019	nov-20	2016	2017	2018	2019	nov-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	nov19-nov20
TOTAL ACTIVOS	158.710	180.304	204.280	209.076	203.267	222.513	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	13,61%	13,30%	-0,50%	6,43%
ACTIVO CORRIENTE	35.202	52.104	61.655	69.639	66.372	84.185	22,18%	28,90%	30,18%	32,65%	37,83%	48,02%	18,33%	7,65%	20,89%
Efectivo	603	506	423	6.058	2.215	1.372	0,38%	0,28%	0,21%	1,09%	0,62%	-16,16%	-16,23%	423,15%	-77,36%
Clientes	5.979	7.458	22.690	9.788	9.424	24.983	3,77%	4,14%	11,11%	4,64%	11,23%	24,73%	204,24%	-58,47%	155,24%
Inventarios	13.700	22.413	23.427	20.503	26.224	19.665	8,63%	12,43%	11,47%	12,90%	8,84%	63,60%	4,52%	11,94%	-4,09%
Otros Activos Corrientes	14.920	21.728	15.114	33.290	28.508	38.165	9,40%	12,05%	7,40%	14,03%	17,15%	45,63%	-30,44%	88,62%	14,65%
ACTIVO NO CORRIENTE	123.508	128.199	142.626	139.437	136.895	138.328	77,82%	71,10%	69,82%	67,35%	62,17%	3,80%	11,25%	-4,02%	-0,80%
Activos Tangibles	108.533	118.051	132.896	133.065	131.130	132.844	68,38%	65,47%	65,06%	64,51%	59,70%	8,77%	12,58%	-1,33%	-0,17%
Activos Intangibles	0	0	47	0	27	0	0,00%	0,00%	0,02%	0,01%	0,00%	-	-	-43,03%	-
Otros Activos No Corrientes	14.975	10.148	9.683	6.373	5.738	5.485	9,44%	5,63%	4,74%	2,82%	2,46%	-32,23%	-4,59%	-40,74%	-13,93%
TOTAL PASIVOS	105.601	127.143	149.426	154.149	148.943	177.693	66,54%	70,52%	73,15%	73,27%	79,86%	20,40%	17,53%	-0,32%	15,27%
PASIVO CORRIENTE	35.024	47.321	66.042	63.303	66.243	76.589	22,07%	26,25%	32,33%	32,59%	34,42%	35,11%	39,56%	0,30%	20,99%
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	23.690	31.744	12.083	28.285	15.002	24.154	14,93%	17,61%	5,92%	7,38%	10,86%	34,00%	-61,93%	24,15%	-14,61%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	10.110	13.337	19.139	30.316	22.628	44.209	6,37%	7,40%	9,37%	11,13%	19,87%	31,92%	43,50%	18,23%	45,83%
Provisiones CP	527	670	0	0	327	0	0,33%	0,37%	0,00%	0,16%	0,00%	27,13%	-100,00%	-	-
Otros Pasivos sin Costo CP	697	1.569	34.820	4.702	28.285	8.226	0,44%	0,87%	17,05%	13,92%	3,70%	125,17%	2118,69%	-18,77%	74,94%
PASIVO NO CORRIENTE	70.577	79.822	83.384	90.845	82.701	101.104	44,47%	44,27%	40,82%	40,69%	45,44%	13,10%	4,46%	-0,82%	11,29%
Pasivo sin Costo LP	36.977	55.946	10.475	27.403	9.874	19.915	23,30%	31,03%	5,13%	4,86%	8,95%	51,30%	-81,28%	-5,74%	-27,33%
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	30.271	20.388	16.359	31.552	32.265	49.256	19,07%	11,31%	8,01%	15,87%	22,14%	-32,65%	-19,76%	97,23%	56,11%
Otros Pasivos con Costo LP	3.060	3.113	56.224	31.218	40.272	31.266	1,93%	1,73%	27,52%	19,81%	14,05%	1,74%	1705,93%	-28,37%	0,15%
Provisiones LP	268	375	326	672	290	667	0,17%	0,21%	0,16%	0,14%	0,30%	39,89%	-12,87%	-11,20%	-0,77%
PATRIMONIO NETO	53.110	53.161	54.854	54.927	54.324	44.820	33,46%	29,48%	26,85%	26,73%	20,14%	0,10%	3,18%	-0,97%	-18,40%
Capital	25.677	25.677	25.677	50.133	50.128	50.133	16,18%	14,24%	12,57%	24,66%	22,53%	0,00%	0,00%	95,23%	0,00%
Reserva	914	1.176	1.180	2.989	1.461	3.454	0,58%	0,65%	0,58%	0,72%	1,55%	28,67%	0,36%	23,83%	15,55%
Otros resultados Integrales	26.163	26.265	26.265	142	1.814	58	16,48%	14,57%	12,86%	0,89%	0,03%	0,39%	0,00%	-93,09%	-59,09%
Resultados Acumulados	356	43	1.732	-3.752	920	-974	0,22%	0,02%	0,85%	0,45%	-0,44%	-87,87%	3912,08%	-46,86%	-74,04%
Resultados del Ejercicio	0	0	0	5.416	0	-7.851	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-3,53%	0,00%	-	-	-244,97%

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 18. Estado de Resultados (Expresado en Miles)

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	nov-19	2019	nov-20	2016	2017	2018	2019	nov-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	nov19-nov20
INGRESOS	49.259	62.580	96.943	74.543	81.880	63.582	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	27,04%	54,91%	-15,54%	-14,70%
COSTO VENTA	41.207	53.556	79.638	59.277	65.053	55.472	83,65%	85,58%	82,15%	79,45%	87,24%	29,97%	48,70%	-18,31%	-6,42%
GANANCIA BRUTA	8.053	9.024	17.306	15.266	16.827	8.110	16,35%	14,42%	17,85%	20,55%	12,76%	12,06%	91,77%	-2,77%	-46,87%
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	2.613	2.221	4.722	2.721	3.142	2.677	5,30%	3,55%	4,87%	3,84%	4,21%	-14,98%	112,57%	-33,45%	-1,63%
EBITDA	5.440	6.803	12.584	12.545	13.685	5.434	11,04%	10,87%	12,98%	16,71%	8,55%	25,05%	84,98%	8,75%	-56,69%
DEPRECIACIONES (dep)	0	0	2.609	2.601	3.140	3.402	0,00%	0,00%	2,69%	3,83%	5,35%	0,00%	0,00%	20,36%	30,81%
AMORTIZACIONES (amr)	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBIT	5.440	6.803	9.975	9.944	10.545	2.031	11,04%	10,87%	10,29%	12,88%	3,19%	25,05%	46,63%	5,71%	-79,57%
GASTOS FINANCIEROS	3.856	5.361	5.833	7.496	8.172	9.933	7,83%	8,57%	6,02%	9,98%	15,62%	39,01%	8,80%	40,12%	32,51%
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	80	-58	-294	156	-59	51	0,16%	-0,09%	-0,30%	-0,07%	0,08%	-172,67%	406,01%	-79,98%	-67,31%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	1.663	1.384	3.849	2.604	2.314	-7.851	3,38%	2,21%	3,97%	2,83%	-12,35%	-16,80%	178,15%	-39,88%	-401,52%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	250	219	0	0	0	0	0,51%	0,35%	0,00%	0,00%	0,00%	-12,42%	-100,00%	0,00%	0,00%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	7	78	1.037	0	478	0	0,01%	0,13%	1,07%	0,58%	0,00%	1100,03%	1221,54%	-53,96%	0,00%
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	1.406	1.086	2.812	2.604	1.837	-7.851	2,85%	1,74%	2,90%	2,24%	-12,35%	-22,77%	158,92%	-34,69%	-401,52%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	9.108	-16	0	0	-84	0	18,49%	-0,03%	0,00%	-0,10%	0,00%	-100,18%	-100,00%	0,00%	0,00%
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	10.514	1.070	2.812	2.604	1.753	-7.851	21,34%	1,71%	2,90%	2,14%	-12,35%	-89,83%	162,89%	-37,67%	-401,52%

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 19. Indicadores Financieros (Expresado en Miles)

INDICADORES FINANCIEROS	2016	2017	2018	nov-19	2019	nov-20
LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	178	4.784	-4.388	6.335	129	7.595
Liquidez	1,01	1,10	0,93	1,10	1,00	1,10
Prueba Ácida	0,61	0,63	0,58	0,78	0,61	0,84
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0,67	0,71	0,73	0,74	0,73	0,80
Pasivo / Patrimonio	1,99	2,39	2,72	2,81	2,74	3,96
Pasivo / Ventas	2,14	2,03	1,54	1,90	1,82	2,51
Apalancamiento	2,99	3,39	3,72	3,81	3,74	4,96
ROTACIÓN						
Días de Cuentas por Cobrar	44	43	84	43	41	127
Días de Inventario	120	151	106	114	145	116
Días de Cuentas Por Pagar	207	213	55	157	83	142
Período de Conversión de Efectivo	-44	-20	136	0	104	100
RENTABILIDAD						
Margen Bruto/Ventas	16,35%	14,42%	17,85%	20,48%	20,55%	13,64%
Margen de Utilidad en Operaciones	11,04%	10,87%	10,29%	13,34%	12,88%	3,71%
EBITDA/Ventas	11,04%	10,87%	12,98%	16,83%	16,71%	9,27%
Utilidad Neta/Ventas	2,88%	1,99%	2,90%	3,49%	2,24%	-12,15%
ROE	2,67%	2,34%	5,13%	5,17%	3,38%	-19,23%
ROA	0,89%	0,69%	1,38%	1,36%	0,90%	-3,87%
Dupont						
Margen Neto	2,88%	1,99%	2,90%	3,49%	2,24%	-12,15%
Rotación Activo	0,31	0,35	0,47	0,39	0,40	0,32
Multiplicador de capital	2,99	3,39	3,72	3,81	3,74	4,96

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 20. Tabla de Amortización Clase A (Expresado en Miles)

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
12/02/2019	412,50	109,38	521,88
12/05/2019	412,50	100,35	512,85
12/08/2019	412,50	91,33	503,83
12/11/2019	412,50	82,30	494,80
12/02/2020	412,50	73,28	485,78
12/05/2020	412,50	64,26	476,76
12/08/2020	412,50	55,23	467,73
12/11/2020	412,50	46,21	458,71
12/02/2021	425,00	37,19	462,19
12/05/2021	425,00	27,89	452,89
12/08/2021	425,00	18,59	443,59
12/11/2021	425,00	9,30	434,30
TOTAL	5.000,00	715,31	5.715,31

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 21. Tabla de Amortización Clase B (Expresado en Miles)

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
29/01/2019	62,50	112,50	175,00
29/04/2019	62,50	111,09	173,59
29/07/2019	62,50	109,69	172,19
29/10/2019	62,50	108,28	170,78
29/01/2020	187,50	106,88	294,38
29/04/2020	187,50	102,66	290,16
29/07/2020	187,50	98,44	285,94
29/10/2020	187,50	94,22	281,72
29/01/2021	437,50	90,00	527,50
29/04/2021	437,50	80,16	517,66
29/07/2021	437,50	70,31	507,81
29/10/2021	437,50	60,47	497,97
29/01/2022	562,50	51	613,13
29/04/2022	562,50	38	600,47
29/07/2022	562,50	25	587,81
29/10/2022	562,50	13	575,16
TOTAL	5.000,00	1.271,25	6.271,25

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 22. Necesidades Operativas de Fondos (Expresado en Miles)

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA									
CÁLCULO NOF			2018	2019	2020	2021	2022	2023	
	A.C.	+ Caja		423	2.215	1.333	1.420	1.534	1.564
		+ Clientes		22.690	9.424	24.287	25.866	14.978	15.278
		+ Inventarios		23.427	26.224	19.312	19.567	23.290	23.756
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores		12.083	15.002	23.721	24.034	25.956	26.476
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)		34.820	28.285	8.226	8.226	8.226	8.226
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos		-363	-5.424	12.986	14.593	5.620	5.897
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		-	1394,07%	-339,43%	12,38%	-61,49%	4,93%	
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios		54.854	54.324	46.969	44.935	44.539	44.539
		+ Deudas largo plazo		16.359	32.265	59.701	51.618	49.383	48.948
		- Activos Inmovilizados		132.896	131.130	129.706	126.348	122.989	119.631
	F.M.	= Fondo de Maniobra		-61.683	-44.541	-23.036	-29.795	-29.067	-26.143
NOF-FM			61.320	39.118	36.022	44.388	34.687	32.040	

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Tabla 23. Activos Libre de Gravamen (miles de Dólares)

SURPAPEL CORP S.A.	
nov-20	
(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	222.513
(-) Activos gravados	93.282
Subtotal Activos libres de gravamen	129.231
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	0
(-) Activos en Litigio*	0
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	997
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en circulación.	15.700
(-) Cuentas por cobrar con personas juridicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	0
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	5.485
Activos menos deducciones	107.049
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	85.639
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	5,45
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	7,82

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 24. Indicadores macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv.Estd Muestral	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES								
Inflación anual (%)	3,4	1,1	-0,2	0,3	-0,1	0,90	1,49	-0,65
Crecimiento PIB real (%)	0,1	-1,2	2,4	1,3	-0,1	0,49	1,38	-0,43
INDICADORES EXTERNOS								
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,2	1,3	-0,3	-1,4	-0,07	-0,54	1,35	0,35
INDICADORES FISCALES								
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4,0	-5,6	-5,9	-3,7	-2,26	-4,26	1,48	1,35
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6,0	-7,3	-4,5	-1,2	-0,1	-3,81	3,08	1,21
Deuda pública interna / PIB (%)	12,6	12,5	14,2	12,5	14,75	13,31	1,08	1,34
Deuda pública externa / PIB (%)	20,4	25,7	30,4	32,6	38,02	29,43	6,72	1,28
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS								
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28.162	29.886	34.743	39.980	44.537	35.462	6.850	1,32
OTROS INDICADORES								
Precio del Petróleo WTI	48,7	43,3	50,8	65,2	61,8	54,0	8	0,95
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995,5	994,9	621,3	641,1	677,6	786,1	172	-0,63

Fuente: World Economic Forum. B.M. Transparency International. The Economist Intelligence Unit. INEC. BCE. Min. de Fin.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.