

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

PRODUCTORA CARTONERA S.A

Novena Emisión de Obligaciones a Largo Plazo

Fecha de comité	Calificación Asignada	Período de evaluación	Calificación Anterior	Analista Responsable
12 de noviembre 2021	AA	Al 30 de Septiembre 2021	AA	Econ. Emily Salazar S. esalazar@summaratings.com

Categoría AA: Corresponde a las acciones cuya emisora presente una buena situación económico - financiera, difunde muy buena información en el mercado, tiene muy buena liquidez, ha generado utilidades de acuerdo a lo previsto en los dos últimos años y presenta en el último año, una moderada tendencia alcista del precio en el mercado, sin tomar en cuenta factores especulativos.

Tendencia de la Categoría: Sin Tendencia

El presente Informe de Calificación de Riesgos, correspondiente a la Novena Emisión de Obligaciones de la compañía PRODUCTORA CARTONERA 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 Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 20.000.000,00) para la Novena 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” para la Novena 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.

Mencionamos que CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no es un asesor legal, fiscal o financiero, las calificaciones emitidas son opiniones de ésta y no constituyen una recomendación de inversión, comprar, vender o mantener los valores por parte de los inversionistas, obligacionistas o tenedores de valores en general, además no puede considerarse como una auditoría, solo proporciona una opinión de riesgos de los valores calificados. CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no se hace responsable de la veracidad de la información brindada por el EMISOR.

A fin de precautar la propiedad intelectual de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. queda expresamente limitada la divulgación pública del contenido de este documento y de los informes o documentos que han derivado de la suscripción de un contrato previo, la divulgación de la documentación e información corresponderá única y exclusivamente entre las partes, es decir, entre LA FIRMA CALIFICADORA y el EMISOR, además de ser incorporada en las plataformas o páginas web que ameriten para el desarrollo del objeto del contrato, en cumplimiento a lo dispuesto por los organismos de control y la normativa vigente de Mercado de Valores, por ningún motivo se podrán realizar copia, duplicado, fotocopias, o reproducción de la información o documentación objeto de la presente prestación de servicios sin previa autorización por escrito de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A., incluso cuando la información sea requerida por terceros relacionados al emisor se necesitará la previa autorización caso contrario no podrá ser considerado como un documento emitido por la Firma Calificadora, pudiendo ejercer las acciones legales que de esta deriven.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Moderado

- Las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 2,8% en el 2021 acorde a estimaciones del BCE siendo de las tasas de crecimiento esperadas más bajas en la región.
- El Banco Mundial definió como limitantes para un mayor crecimiento de la economía ecuatoriana en el corto plazo 5 factores: restricciones al comercio y la inversión, rigidez en el mercado laboral, debilidades en el marco de competencia del país, sector financiero superficial y sobrerregulado, así como procedimientos complejos para los negocios.
- Posterior a los 100 primeros días de posesionado el nuevo gobierno la polarización social sigue latente en el país. Si bien es cierto se llevó a cabo de manera exitosa el plan de vacunación mitigando de esta manera riesgos asociados a la emergencia sanitaria, la negativa continua de la Asamblea Nacional a los proyectos presentados por el ejecutivo imposibilita un accionar ágil del mismo.
- La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes. Se evidencia problemas estructurales en las finanzas públicas. A julio de 2021, la deuda pública significó el 61,50% del PIB.
- Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda.

Riesgo Sectorial: Bajo

- El sector cartonero se encuentra concentrado y los ingresos por ventas evidencian un comportamiento creciente desde el 2017 al 2020.
- El subsector al que pertenece Productora Cartonera S.A., venta al por mayor de cajas de cartón, no se vio significativamente afectado por la pandemia de COVID-19 debido a su elevada dependencia con el sector agroexportador.
- El subsector posee alto protagonismo en la economía ecuatoriana dada la versatilidad de funciones que sus productos ofrecen para las actividades comerciales de otros sectores, su contribución al sostenimiento ecológico y aporte al dinamismo económico del país.
- Existen barreras de entrada altas debido a la presencia de economías de escala, fuerte competitividad en términos de precios, experiencia, reconocimiento de marca de las empresas existentes, requisitos de inversión en capital inicial y personal calificado elevados.
- El poder de negociación frente a los proveedores es bajo, ya que, si bien la materia prima utilizada, pulpa de papel, corresponde a un producto escasamente diferenciado es, en gran proporción, importada, viéndose el sector sujeto a precios internacionales.
- El poder de negociación frente a los clientes es bajo dado que poseen un nivel de concentración mucho más elevado que el sector producción de cartón, además, existe una amenaza creíble de integración hacia atrás, escenario dentro del cual los clientes (bananeros, camaroneros, comercializadores de flores, frutas, entre otros) podrían considerar más beneficioso elaborar sus propias cajas y empaques para sus productos.
- La amenaza de sustitutos es baja debido a la creciente conciencia ambiental de la población que incentiva el consumo de productos ecológicos o biodegradables.

Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- Productora Cartonera S.A. posee 55 años de experiencia en el subsector de ventas al por mayor de cajas de cartón y se ubica como una de las empresas más representativas del mercado cartonero en el país.

Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- Es miembro del Grupo Surpapel, al igual que Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. y Surpapelcorp S.A. con quien cuenta con una sinergia estratégica que favorece la optimización de costos.
- Certificaciones: ISO 9001:2015, Business Alliance for Secure Commerce (BASC), Forest Stewardship Council (FSC) (Cadena de Custodia), Food Safety System (FSSC 22000) aplicada a la producción de envases de cartón ondulado.
- Posee Licencia Ambiental para la ejecución del proyecto “Planta de Producción de Cajas de Cartón Corrugado” otorgado por el Ministerio del Ambiente.
- Busca diferenciarse de sus competidores y fidelizar a sus clientes a través de la calidad de la caja de cartón e impresión en sus productos y servicio post-venta que ofrece soporte técnico a sus clientes.
- Ejecuta pruebas de calidad y resistencia a sus productos de empaque: pruebas de calibre, columna corta o ECT, separación por espiga, pruebas de compresión.
- El ciclo de conversión de efectivo presenta un deterioro de septiembre de 2020 a septiembre de 2021, pasando de 138 días a 100 días, debido a una disminución de los días de cartera y un crecimiento de los días de proveedores.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Bajo

- Productora Cartonera S.A. evidencia una estructura de gobierno corporativo sólida, liderada por una alta gerencia con experiencia y conocimiento en la industria y un buen manejo corporativo respaldada por un grupo económico consolidado.
- La empresa cuenta con un manual de “Políticas generales que conforman el Gobierno Corporativo del Grupo Surpapel”, además de un Manual de Seguridad Industrial, un Reglamento Interno de Seguridad y Salud, un Código de Ética, una Política de Prevención del Medio Ambiente y una Política de Proyectos Sociales.
- La Junta General de Accionistas se posiciona como el mayor órgano de gobierno dentro de la estructura jerárquica de la organización.
- La empresa no registra obligaciones patronales en mora, ha cumplido con sus obligaciones tributarias hasta el 01 de noviembre 2021 y no registra deudas en firme.
- Política de inversión periódica en maquinaria especializada, equipos, infraestructura y reparación.

Riesgo Posición de Estructura Financiera: Bajo

- Los activos de Productora Cartonera S.A. totalizan a septiembre de 2021 USD 192,68 Millones; los cuales han presentado un comportamiento creciente dentro de los períodos evaluados en el presente análisis (2018-septiembre de 2021), impulsado por el constante crecimiento en las cuentas otros activos corrientes y otros activos no corrientes. Los otros activos corrientes están conformados por las cuentas anticipos, otras cuentas por cobrar impuestos por recuperar, gastos anticipados y activos para la venta.
- Los pasivos totales, a septiembre de 2021, se ubican en USD 141,35 millones, y evidencian un comportamiento creciente dentro de los períodos evaluados en el presente análisis (2017, 2018, 2019, 2020 septiembre 2020 y septiembre de 2021) dado por los constantes crecimientos de los pasivos con costo a largo plazo (emisiones de obligaciones de largo plazo y préstamos con instituciones bancarias.)
- El patrimonio se constituye, a septiembre de 2021, de USD 51,33 millones, y se ubica por encima del nivel de patrimonio promedio de los competidores del subsector al tratarse de una empresa líder y representativa del mercado.

Cont.

Riesgo Posición de Estructura Financiera: Bajo

- Los ingresos acumulados a los 9 meses de 2021, se ubicaron en USD 120,41 millones, experimentando un crecimiento de 3,69% con respecto los 9 meses del 2020, lo que evidencia una ligera recuperación respecto a los 5 primeros meses del 2021.
- Durante el mes de septiembre de 2021, los costos de ventas se incrementaron debido al aumento del precio del papel, principal materia prima para la fabricación de sus productos, además del uso de maquila al verse afectada la capacidad operativa de la compañía y su necesidad de cumplir con los contratos establecidos con sus clientes, sin embargo, este costo de maquila decreció a los 3 primeros meses de 2021. Estos costos representaron el 84,65% de los ingresos por ventas, a septiembre de 2021, la empresa generó utilidades, el emisor prevé en los siguientes meses traspasar el costo del precio del papel de forma paulatina al precio de sus productos.
- Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) de 2020 se ubicaron en USD 20,46 millones, decreciendo en un 59,21% con respecto al período 2019, como resultado del aumento de la los pasivos espontáneos. A septiembre de 2021, las NOF se ubicaron en USD 29,67 millones.
- Los Fondos de Maniobra para el 2020 fueron de USD 29,74 millones y, a septiembre de 2021, se ubicaron USD 30,184 millones, evidenciando que la compañía ha utilizado financiamiento para su operatividad.
- La razón FM/NOF, al 31 de diciembre de 2020, se ubicó en 1.45 veces y en 1.02 veces a septiembre de 2021, variación que obedece al incremento de pasivos con costo de largo plazo debido a la estrategia corporativa de reestructurar sus pasivos de corto plazo a largo plazo. Sin embargo, cabe mencionar que el incendio ocurrido en la planta industrial de la empresa ha ocasionado afectaciones en el capital de trabajo de la compañía, desde inicios de septiembre de 2020, que deberá reponer en el corto plazo para la continuidad operativa. Aunque, históricamente, el emisor ha mantenido este ratio por debajo de la unidad.
- Los indicadores de rentabilidad, septiembre de 2021, fueron ROA igual a -0,97% y ROE igual a -3,64% , experimentando ambos indicadores una disminución con respecto a septiembre de 2020.
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto financiero) se ubicó, a septiembre de 2021, en 1,43 veces, mientras que, a diciembre de 2020, fue de 1,75 veces. Por lo anterior, si bien se evidencia un deterioro de su capacidad de hacer frente a los intereses de las deudas adquiridas dado el aumento de las mismas, la compañía se mostraría en capacidad para cubrir sus gastos financieros.
- El ratio Deuda/EBITDA se ubicó, bajo la información interanual acumulada de los últimos 12 meses en 7,26 veces a septiembre de 2021 mientras que en septiembre de 2020 fue de 4,17 veces, mostrando un deterioro en el indicador, dada la contracción del rubro del EBITDA. La compañía se encuentra en una posición adecuada, ya que, todavía, evidencia una capacidad de pago de deuda corporativa dentro del promedio.
- El Flujo de Caja Libre proyectado para el 2021 en el escenario estándar ascendería a USD 13,73 millones y USD 12,41 millones para el 2022, considerando el incremento de costo de ventas dado el incremento del precio de su materia prima y del transporte. La empresa presentaría capacidad de generar flujos para el pago de sus obligaciones en el corto y mediano plazo y, en el escenario pesimista I, se mantiene también un flujo de caja positivo (USD 12,54 Millones) con una posible cobertura y capacidad de pago.
- El nivel de apalancamiento financiero medido por el ratio Total Activo/Patrimonio de la compañía, a septiembre de 2021, se ubicó en 3,75 veces, mientras que a septiembre de 2020 fue de 3,45 veces, mostrando que la compañía posee un nivel de apalancamiento alto, dado que mantiene instrumentos financieros emitidos en el mercado de valores y préstamos en instituciones bancarias.

Riesgo Posición de Estructura Financiera: Bajo

- Las pérdidas que se generaron por el siniestro en noviembre de 2020 se esperaban cubrir con desembolso de la aseguradora Zurich Seguros Ecuador S.A. que estaba vigente hasta febrero de 2021, cuyo pago se esperaba para el primer semestre del 2021. Sin embargo, el desembolso no se realizó y se encuentra en un proceso administrativo.

Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado: Muy Bajo

- El indicador de liquidez a septiembre de 2021 se ubicó en 1,64 veces y la prueba ácida en 1,07 veces.
- El indicador de endeudamiento patrimonial, septiembre de 2021, se ubica en 2,75 veces, mientras que, a diciembre de 2020, fue de 2,59 veces. Evidenciando un leve nivel de deterioro del mismo.
- Productora Cartonera S.A., a septiembre de 2021, cumple con la garantía general y resguardos de la ley de la presente emisión.
- Mantiene una relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación de 4,87 veces mayor al 1,25 veces dispuesto.
- El límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, a septiembre de 2021, se ubica en 1,36 veces, dando cumplimiento a lo establecido para la presente emisión que debe ser menor o igual a 2,5 veces.
- Productora Cartonera S.A. mantiene una relación de patrimonio sobre activos del 26,64% mayor al límite del 15% dispuesto en la emisión.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

Productora Cartonera S.A. fue constituida mediante escritura pública celebrada ante el Notario Cuarto del Cantón Guayaquil otorgada el 19 de marzo del 1965 e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el 24 de marzo del 1965. Se dedica a la elaboración de láminas de cartones para la venta, o para con ellos fabricar cajas que podrían ser empleadas en la movilización de productos y mercadería en general. La cartonera, cuya planta está ubicada en Durán, posee una experiencia de más de 50 años y se encuentra posicionada como una empresa líder de la industria, aportando soluciones innovadoras e integrales de empaques que incluye el transporte, protección, exhibición y promoción de los productos de sus clientes del mercado local e internacional.

Forma parte del Grupo Surpapel, del cual conforman, además, Repapers Reciclaje del Ecuador S.A., planta recicladora y Surpapelcorp S.A., proveedora de bobinas de papel, que genera una estratégica sinergia para el suministro de cartón corrugado a la industria exportadora.

Posee un capital suscrito a la fecha de USD 27,56 millones y reportó un nivel de ventas al 30 de septiembre de 2021 de USD 120,32 millones, mientras que, a septiembre de 2020 las ventas totalizaron USD 116,04 Millones por lo que de 2021 a 2020 el total de ventas creció en un 3,69%. A septiembre de 2021 cuenta con un total de 562 trabajadores distribuidos en equipo gerencial, administrativo y producción.

Hechos relevantes

- El 29 de marzo de 2021 mediante resolución SCVS-INS-DNNR-2021-00002773 el Intendente Nacional de Seguros aceptó parcialmente el reclamo administrativo presentado por la compañía Productora Cartonera S.A y ordenó a Zurich Seguros Ecuador se pague el valor correspondiente por el siniestro del 02 de septiembre de 2020
- Mediante escrito el 14 de abril de 2021 la compañía Zurich Seguros Ecuador interpuso un recurso de apelación de la resolución SCVS-INS-DNNR-2021-00002773.
- El 18 de junio de 2021 se emite la sentencia del proceso civil por Pago por Consignación que tiene como ofendido a Zurich Seguros Ecuador S.A y como procesado a Productora Cartonera

S.A a favor de Zurich Seguros Ecuador S.A y se establece el pago de USD 2,7 millones después de impuestos.

- El 22 de junio de 2021 mediante CIRCULAR BVQ-AUT-118-21 se notifica que la empresa emisora debía honrar el pago del octavo cupón de interés y capital de la sexta emisión de obligaciones a largo plazo, sin embargo los recursos para que se realicen dichos pagos no llegaron al agente pagador.
- El 23 de junio de 2021 Productora Cartonera S.A presenta recurso de aclaración y ampliación del Juicio civil No. 09330-2021-00033.
- El 24 de junio de 2021 el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A envía un comunicado al intendente nacional de mercado de valores asegurando el pago con fecha máxima 25 de junio de 2021 incluyendo los intereses moratorios
- El 25 de junio de 2021 se envía vía correo electrónico Productora Cartonera S.A remite el comprobante del pago retrasado.
- El 26 de junio de 2021 se niega el recurso de acalaración y ampliación interpuesto por Productora Cartonera S. A e inicia el término para que las partes presenten apelación a la sentencia del Juicio civil No. 09330-2021-00033.
- El 09 de julio de 2021 mediante CIRCULAR BVQ-AUT-131-21 se comunica que Productora Cartonera S.A como aceptante de facturas comerciales negociables emitidas por las compañía SURPAPEL CORP S. A procedió a cancelar por medio de pago directo la factura comercial negociabile No. 01-001-003-000017827 correspondiente al vencimiento del 19 de febrero de 2021.
- El 12 de Julio de 2021 mediante resolución SCVS-INPAI-2021-00005790 el Superintendente de compañías valores y seguros resuleve negar el recurso de apelación de la resolución SCVS-INS-DNNR-2021-00002773 impuesto por parte de la compañía Zurich Seguros Ecuador S. A. Y, ratificar la resolución SCVS-INS-DNNR-2021-00002773 de fecha 29 de marzo de 2021 debiendo cumplirse dicho acto administrativo de pagar USD 40 millones.
- ZURICH SEGUROS ECUADOR S.A. presentó esta Acción de Protección con Medida Cautelar, en contra de la resolución No. SCVS-INS-DNNR-2021-00002773 emitida porest Superintendente de Compañías, Valores y Seguros, en fecha 12 de Julio del 2021.
- El 22 de Julio del 2021, la Jueza califica la Acción de Protección y niega la medida cautelar de suspensión de la Resolución No. SCVS-INS-DNNR-2021-00002773 solicitada por Zurich.
- El 23 de Julio de 2021 los trabajadores de Productora Cartonera S.A realizan un planton pacifico en los exteriores de Zurich Seguros Ecuador S. A para reclamar el pago de la póliza de seguro por el incendio ocurrido el 02 de septiembre de 2020
- Mediante oficio No. BCE-DNOP-2021-0131-OF el 23 de Agosto, el Banco Central del Ecuador comunica que los valores de acuerdo a la tabla de amortización del VIII Programa de emisión de obligaciones a largo plazo no fueron transferidos al Agente Pagador en los horarios determinados.
- Mediante comunicado de DECEVALE del 01 de septiembre de 2021, se comunicó que con fecha de 25 de agosto de 2021 se realizó la cancelación de los valores vencidos del 21 de agosto de 2021 de la octava emisión de obligaciones.
- El 01 de septiembre de 2021, el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. en calidad de representante de obligacionistas de la Octava Emisión de Obligaciones informe a la Intendencia Nacional de Mercado de Valores que el sexto dividendo de la clase 3, cuyo vencimiento fue el 28 de agosto del 2021, pagadero al 30 de agosto de 2021 no fue cancelado en la fecha establecida, este pago se realizó el 31 de agosto y se canceló el interés moratorio de los 3 días de retraso.
- 28 de septiembre del 2021, se llevó a cabo la Audiencia pública, en donde la Jueza ponente declaró sin lugar la Acción de Protección.
- Del 23 de septiembre de 2021 al 18 de septiembre de 2021 las empresas coaseguradoras han presentado medidas cautelares contra la resolución ResoluciónNo. SCVS-INS-DNNR-

2021-00002773 emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Siendo una de estas medidas revocadas, siendo un fallo a favor de la SVCS y PROCARSA.

- El 26 de octubre de 2021 la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros aprobó la Décima Emisión de Obligaciones a largo plazo por un monto de USD 15 millones.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Novena Emisión de Obligaciones.

PRODUCTORA CARTONERA S.A.	
NOVENA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta US\$ 20.000.000,00
Monto no Redimido	USD 11.500.000
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-2017-00020150
Junta de Accionistas	12/6/2017
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Clase y Serie de la Emisión	Clase 1: \$ 7'500,000 Clase 2: \$ 7'500,000 Clase 3: \$ 5'000,000
Plazo de la Emisión	Clase 1: 720 días Clase 2: 1080 días Clase 3: 1440 días
Rescates Anticipados	No contempla rescates anticipados
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Tasa de Interés	Clase 1, 2 y 3: Fija anual 8,00%
Agente Colocador	Activa Casa de Valores S.A.
Agente Estructurador y Legal	Activa 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
Pago de Interés	Pagos Trimestrales
Forma de Cálculo de Interés	Base Comercial 30/360
Destino de los Recursos	Para sustitución de Pasivos Financieros y Capital de Trabajo
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Límite de Endeudamiento	Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 2,5 veces el patrimonio de la empresa.
Resguardos adicionales	Mantener la relación del Patrimonio sobre Activos siempre sobre el 15%.
Emisiones en circulación	Quinta Emisión de Obligaciones; USD 7.000.000; Vencimiento: 2021; Monto no redimido: USD 212.760 Sexta Emisión de Obligaciones; USD 5.000.000; Vencimiento: 2022; Monto no redimido: USD 260.625 Séptima Emisión de Obligaciones; USD 5.000.000; Vencimiento: 2023; Monto no redimido: USD 689.535 Octava Emisión de Obligaciones; USD 15.000.000; Vencimiento: 2023; Monto no redimido: USD 5.502.825 Novena Emisión de Obligaciones; USD 20.000.000; Vencimiento: 2024; Monto no redimido: USD 11.500.000

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El instrumento está respaldado con garantía general por parte Productora Cartonera 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 61,57 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 3,10 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 4,87 veces, cumplimiento con lo estipulado en la normativa vigente.

Procesos Legales Activos

De acuerdo con la página del Servicios de Rentas Internas, Productora Cartonera S.A., a septiembre de 2021, no registra deudas firmes, por concepto de deudas impugnadas, ni facilidades de pago y ha cumplido con sus obligaciones patronales y tributarias. Por otra parte, en el portal del Consejo de la Judicatura, registra 7 procesos como figura de demandado 2 de estos a favor de Perez Tranding por acción de cobro de dinero de USD 2,40 millones y 1,81 millones, el primero proceso fue archivado por inadecuación y el segundo se encuentra en acuerdo de pago. El último proceso en contra es por cobro de factura por el monto de USD 14 mil. Cuatro procesos a favor Productora Cartonera S.A en contra de NINA BANANA S.A, EXBAFRUC, FLORALSTAR y, EXTRACTORA Y PROCESADORA DE ACEITES, las cuales se encuentran en acuerdo de pago, secuestro de muebles, nombramiento de perito y, recabando información respectivamente. Esta situación puede representar un riesgo sobre el desenvolvimiento de la compañía.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

La aparición y propagación de la pandemia Covid-19 (coronavirus) en el año 2020 generó efectos negativos en la economía mundial y local (en contexto de la paralización de actividades, emergencia sanitaria y restricciones de movilidad). Estos efectos sumados a la caída en el precio del petróleo, baja certidumbre institucional y los casos de corrupción en el aparato estatal han deteriorado el equilibrio macroeconómico ecuatoriano. Posterior a los 100 primeros días de posesionado el nuevo gobierno la polarización social sigue latente en el país. Si bien es cierto se llevó a cabo de manera exitosa el plan de vacunación mitigando de esta manera riesgos asociados a la emergencia sanitaria, aún queda como grandes desafíos combatir la corrupción, mejorar la seguridad, reactivar la economía y solucionar el problema estructural de las finanzas públicas del Estado.

El Presidente de la República ha hecho anuncios importantes los cuales se enfocan en cambios institucionales y normativos importantes como lo son: eliminación del Consejo de Participación Ciudadana y Control Social, reforma a la Ley de Educación Superior y Código Laboral, incremento del salario básico a USD 500, eliminación del impuesto de 2% de utilidades a las ventas de la pequeña y mediana empresa y del impuesto a la salida de divisas (ISD). También se ha anunciado como objetivo del nuevo gobierno la meta de eliminar con completo el déficit presupuestario del Estado hasta el 2025. Es importante mencionar además que la actualización del acuerdo con el FMI aclara el panorama sobre la política de ajuste fiscal que adoptará el gobierno de Lasso, ya que posterior a la presentación de la proforma presupuestaria en agosto 2021 surgieron interrogantes. El gobierno se comprometió en realizar un ajuste fiscal centrado en la reducción del gasto público por un equivalente de 4,2 puntos porcentuales del PIB en el periodo 2020-2025.

Acorde al último informe del Índice de Progreso Social¹ (2020), Ecuador ocupó el puesto 53/163 disminución de 1 posición respecto al 2019, ubicándose por encima de países de la región como Brasil, Colombia y Perú. La pandemia afectó significativamente a Latinoamérica, afectaciones que se evidenciarán el IPS 2021. En el Ecuador el deterioro del mercado laboral y consecuentemente el incremento de la tasa de desempleo ha sido uno de los principales factores que influencia en el deterioro de las condiciones de vida. A diciembre de 2020, la tasa de desempleo fue de 5,04% mientras que la tasa de subempleo fue de 22,7% (deterioro respecto a diciembre 2019 en donde dichas tasas fueron de 3,8% y 17,8% respectivamente). El gobierno con la finalidad de mejorar la

¹ Índice de condiciones de vida el cual mide el desempeño de los países en aspectos sociales y ambientales. Permite una evaluación no solo del desempeño absoluto del país, sino también del desempeño relativo en comparación con los pares económicos de un país. El índice considera factores como nutrición y salud, cobertura de servicios, seguridad, acceso a conocimiento, medioambiente, libertad, inclusión y derechos humanos.

coyuntura laboral y “buscar la reactivación económica” presentó la “Ley de Creación de Oportunidades” misma que fue rechazada por la Asamblea Nacional.

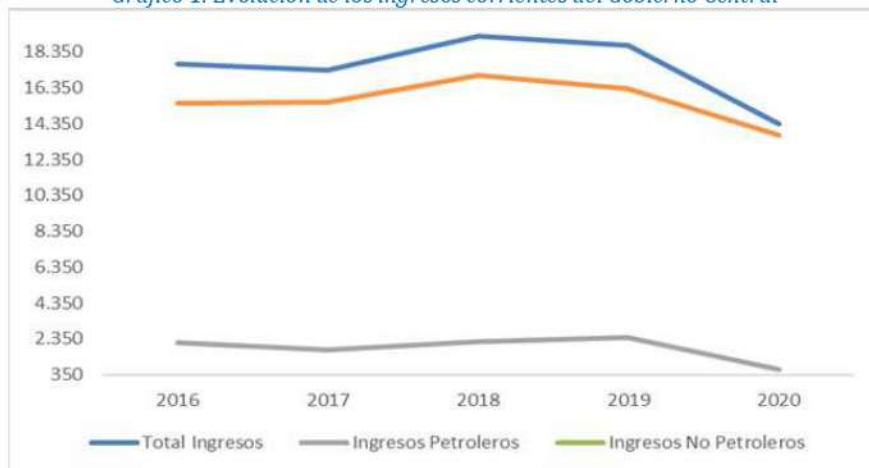
Al mes de agosto de 2021 se evidencia una leve disminución en el desempleo nacional, significando el 4,9% de la Población Económicamente Activa. Las expectativas de mejora de las condiciones de vida de la población no son favorables en el corto plazo considerando los problemas institucionales y las complicaciones para reactivar la economía en el corto plazo. No obstante, existen altas expectativas de una recuperación por los efectos intrínsecos de las dinámicas del ciclo económico (recuperación y expansión de la economía posterior a la recesión).

Acorde al último reporte del Índice de competitividad Global² publicado por el Foro económico Mundial, el Ecuador ocupó la posición 93/141 en el Índice de Competitividad Global mejorando 6 posiciones respecto al año 2019. Los fundamentos de mejor posición para Ecuador en el ranking global son infraestructura y apertura de nuevos mercados. El país mejoró su puntaje en el pilar de calificación de la mano de obra, mercado laboral, mercado de productos, emprendimiento y capacidad para innovar. El impacto de la pandemia se evidenciará en el Índice de Competitividad Global 2021.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La disminución de la actividad comercial y el consumo afectaron a los ingresos del país en el año 2020. En el análisis histórico se evidencia un decrecimiento constante en los ingresos del Estado desde el año 2016 (exceptuando el año 2018 en donde la variación anual de los ingresos fue de 11,07%) hasta el 2020. En el último periodo fiscal los ingresos del estado decrecieron en -23,38%. En el análisis diferenciado por ingresos petroleros y no petroleros se observa al cierre del 2020 un decrecimiento de -74,44% y -15,70% respectivamente. En el corto plazo, las expectativas de recuperación de los ingresos están ligadas principalmente al grado de actividad comercial y productiva de los distintos sectores estratégicos; así como de la expansión de la demanda agregada. El posible alargamiento de la emergencia sanitaria conllevaría a una prolongación de la tendencia de los ingresos evidenciada hasta el momento.

Gráfico 1. Evolución de los ingresos corrientes del Gobierno Central



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

El Producto Interno Bruto experimentó las mayores tasas trimestrales históricas de decrecimiento económico en el 2020. Hasta el tercer trimestre del 2019 el PIB mostraba una tendencia creciente en la tasa de variación trimestral, aunque con una desaceleración constante. En el cuarto trimestre de 2019 y primer trimestre de 2020 empezó un decrecimiento de la economía como consecuencia de

² The Global Competitiveness Report: How Countries are Performing on The Road to Recovery (Special Edition 2020).

la contracción del consumo, exportaciones y la formación bruta de capital fijo. La emergencia sanitaria que golpeó al país empezó en el mes de marzo 2020, de la cual se derivaron una serie de factores que agravaron los problemas macroeconómicos existentes, dando como resultado una tasa de decrecimiento del PIB en el segundo trimestre 2020 del -10,9% (variación negativa más significativa en la historia del país desde que existe registro). Posterior a la fuerte contracción económica, en el último semestre de 2020 el PIB presentó una tasa de variación positiva (derivada de una reanudación de actividades y a un “rebound effect”).

La economía inicia una fase de recuperación, no obstante, su tasa de crecimiento depende de factores exógenos ajenos al natural desenvolvimiento de esta. El Banco Central del Ecuador estima un crecimiento de la economía para el presente año del 2,8% respecto al 2020, mientras que el Fondo Monetario Internacional estima una tasa del 2,5% y el Banco Mundial 3,4%. El nuevo Gobierno tiene por delante un rol fundamental en las expectativas de crecimiento en el corto y mediano plazo, en concordancia con las políticas públicas que lleve a cabo y la confianza que genere en los mercados nacionales e internacionales. Cabe recalcar que la tasa de crecimiento esperada para el Ecuador al cierre del 2021 es de las más bajas de la región. En el 2020 la economía decreció en -7,8% respecto al 2019.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes frente a los problemas estructurales en las finanzas públicas evidenciados (incremento de la deuda pública/PIB). Las reservas internacionales del país mostraron una tendencia creciente en el año 2020, respondiendo a un manejo responsable de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Como consecuencia de la agudización de la crisis económica y el incremento del gasto público por la emergencia sanitaria, generaron en el primer trimestre del 2021 un decrecimiento de las reservas internacionales del Banco Central. A agosto de 2021 las reservas internacionales fueron de USD 5.872 millones. En lo que respecta a otros indicadores monetarios externos, la inversión extranjera directa mostró una recuperación en el cuarto trimestre de 2020 y representando en dicho periodo el 1,96% del PIB. Por su parte las remesas de igual manera presentaron una tendencia creciente y representaron el 3,94% del PIB.

El sector exportador ha mostrado estabilidad y no presentó tasas de decrecimiento significativas a pesar de la emergencia sanitaria configurándose como una fortaleza para impulsar el crecimiento de la economía ecuatoriana. Los principales productos exportables siguen siendo el camarón, cacao, banano, enlatados de pescado, productos mineros y flores; sin embargo, cada vez se diversifica más los productos nacionales que tienen presencia en los mercados internacionales. A agosto de 2021, el total de importaciones fue de USD 15.024 millones (variación interanual del 37,8%) y exportaciones en el mismo periodo fueron de USD 16.5838 millones (variación interanual del 30,5%). El principal socio comercial del país continúa siendo Estados Unidos con exportaciones a agosto 2021 por USD 4.168 millones. El país ha mantenido políticas de apertura de nuevas rutas comerciales. Las expectativas del alza del precio de barril de petróleo configuran un escenario favorable para el Ecuador.

Tabla 2. Precio del Barril de Petróleo WTI

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Septiembre 2021	71,65
Agosto 2021	67,73
Julio 2021	72,49
Junio 2021	71,38
Mayo 2021	65,17
Abril 2021	61,72

Fuente: The Economic Times
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los bienes de capital y consumo concentran el porcentaje mayoritario de importaciones del país, seguidos de materias primas y combustibles. El incremento de las importaciones se da principalmente por las importaciones no petroleras. La balanza comercial refleja un saldo positivo a julio 2021 (USD 1.819 millones). Las expectativas de mejorar la balanza comercial son positivas para el país. Se espera que el nuevo Gobierno siga promoviendo e incentivando el comercio internacional en contexto de las declaraciones efectuadas por el presidente electo.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

Existe 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. El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas. Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. Posterior a una renegociación exitosa de la deuda externa en agosto de 2020, el país mejoró su calificación de riesgos, mismas que lo ubicaban a Ecuador antes del acuerdo en mención en posición de default. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El nuevo Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda. Se espera que, en el corto plazo, coyunturalmente a la recuperación económica del país y la reducción de las tasas de interés a nivel mundial se mejore la calidad de la deuda soberana.

Tabla 3. Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador			
Fecha de la calificación	S&P	FITCH	MOODY'S
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
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.

La deuda pública agregada muestra una tendencia creciente en su comportamiento histórico. A julio de 2021, esta asciende a USD 63.091 millones. La deuda externa concentra el 71,39% del total de la deuda, y en términos generales ha mantenido su estructura en el tiempo. En el mes de julio de 2021 la deuda pública externa se compone principalmente por: 42,42% en préstamos externos (a organismos internacionales) y 39,42% en bonos emitidos en mercados internacionales. Por su parte, la deuda pública interna agregada se compone principalmente por: 77,13% en bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos, 8,5% en obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador, y el porcentaje complementario en obligaciones con el Banco Central del Ecuador y otras cuentas por pagar (seguridad social y obligaciones no pagadas en presupuestos clausurados). Cabe recalcar que con la finalidad de reducir el endeudamiento el Estado ha planteado políticas de austeridad. Para el presente año el presupuesto aprobado asciende a USD 31.949 millones, lo cual significa respecto al 2020 una reducción de USD 3.549 millones.

Analizando los indicadores de endeudamiento público, se observa una tendencia incremental en el ratio deuda pública sobre PIB. A junio de 2021, la deuda pública significó el 61,50% del PIB. El indicador de cuenta corriente sobre PIB, presenta una tendencia creciente desde el segundo trimestre del 2019 hasta el primer trimestre del 2021, en donde el indicador fue de 5,1%.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

En el análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria (M1) mostró una leve tendencia creciente en el año 2020. A agosto 2021, la oferta monetaria total del país fue de USD 28.673 millones con un crecimiento mensual del 0,70% (explicado principalmente por el

incremento de los depósitos a la vista). En lo que respecta a la liquidez total del sistema (M2) ha mostrado una tendencia creciente constante en los últimos 5 años, en el contexto del crecimiento constante de las captaciones de otras sociedades de depósito. A agosto 2021, la liquidez fue de USD 66.318 millones.

Al mes de septiembre de 2021, el informe mensual sobre el Índice de Precios al Consumidor muestra una variación anual de 1,07 % respondiendo a la leve recuperación de la demanda posterior a una mayor mitigación de la emergencia sanitaria. A septiembre de 2021, las tasas de interés del sistema financiero internacional han tendido a la baja. Desde abril de 2020 a la fecha actual la Tasa de la FED se ha mantenido en 0,25%, misma que se mantendrá hasta la finalización de la pandemia. En el Ecuador hasta agosto de 2021 las tasas de interés no han sufrido variaciones significativas a pesar de los efectos exógenos que recaen sobre los distintos ejes económicos del país. En el corto plazo se espera que se mantenga la estabilidad y robustez del sistema financiero en el contexto de la normativa vigente y resultados obtenidos hasta el momento. Al cierre de septiembre de 2021 el riesgo país se ubicó en 799 puntos. Cabe recalcar que conjuntamente con Argentina, Ecuador venía mostrando los valores elevados en este aspecto en contraste con el promedio de la región.

La pandemia no solo incrementó las necesidades de financiamiento del sector público, sino también del sector privado. Al cierre del 2020, el sistema bancario mostró una tendencia creciente en sus operaciones y otorgó créditos al sector privado por USD 45.649 millones (incremento anual del 2,50%). A agosto de 2021, los créditos al sector privado continúan con la tendencia creciente cerrando el mes con un monto colocado de USD 49.088 millones. El sistema financiero ecuatoriano sigue mostrando solidez a pesar de la pandemia configurándose como una fortaleza dentro del eje macroeconómico al ser un actor fundamental para impulsar el crecimiento.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

La industria manufacturera es la más grande de la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 12.4% 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 2021, la tasa de participación global fue de 65,3%, empleo adecuado de 31,8%, subempleo de 24,6% y desempleo de 5,2% 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 mayo de 2021 alcanzan USD 10,112 millones, siendo un 28,5% superior con respecto al mismo período en el 2020. Las exportaciones petroleras alcanzaron USD 3,479 millones, registrando un incremento del 92,1% con respecto al mismo período (enero-mayo 2020) y las no petroleras USD 6,633 millones, existiendo un incremento de 8,39% con respecto al período de enero a mayo de 2020.

Productora Cartonera S.A. se enmarca en la industria manufacturera y el subsector al que pertenece corresponde al de "Fabricación de envases de papel o de cartón ondulado" bajo el código CIU C1702.02. El sector cartonero posee alto protagonismo en la economía ecuatoriana dada la versatilidad de funciones que sus productos ofrecen, permitiéndoles convertirse en un aliado de otros sectores que requieren de productos de papel y cartón para sus actividades comerciales, como los exportadores de banano, camarón, flores, envolturas, industria gráfica, y el mercado doméstico que utiliza las cajas de cartón para el empaque de productos alimenticios, medicinas, licores y demás productos de consumo masivo. Por otro lado, el sector contribuye al sostenimiento ecológico al ofrecer una alternativa de transporte de productos a base de cartón corrugado, material 100% reciclable y biodegradable que mantiene una adecuada relación resistencia-peso. Se trata del material más ecológico en cuanto a "packaging" o empaques, su elaboración supone una reducción en las emisiones de CO₂, menor consumo de combustible, optimización en el uso del agua y residuos, generando menor impacto medioambiental. Además, incentiva al dinamismo económico del país no

solo por la dependencia de los demás sectores en sus productos sino, también, al involucrar varios procesos dentro de su cadena productiva; desde recicladores y plantaciones de madera para papel, fabricación de celulosa, papel y cartón, y recuperación de residuos con su regreso a las fábricas recolectoras y de reciclaje, comprendiendo así un importante generador de empleo.

Las empresas ecuatorianas del sector alcanzan una excelente calidad a un precio de mercado accesible y económico, frente a otras alternativas de empaque como la madera, tal que permite a las demás empresas del país consumir este producto localmente, reduciendo la salida de divisas y manteniendo una opción amigable con el medio ambiente. Sin embargo, Ecuador no produce la pulpa de papel, materia prima utilizada para la fabricación de papel y cartón, en su lugar, importa dicho insumo de países como Colombia, Brasil y Chile. El Ministerio de Industrias y Productividad sostiene que dichas importaciones alcanzan USD 380 millones anuales, siendo así, fue planteado por la entidad, en el 2015, la propuesta “Política Industrial del Ecuador en el contexto de la nueva plataforma generada”, proyecto que estima estar en operación plena en el 2025 y que busca impulsar el desarrollo de industrias básicas (que transforman materias primas originarias de recursos naturales, renovables y no renovables en productos semielaborados) entre ellas, la de pulpa para papel y cartón con el desarrollo de un Polo forestal para la implementación de fábrica productiva entre las provincias de Esmeraldas, Pichincha y Santo Domingo.

Dentro de la actividad económica de elaboración de cartón corrugado se registran 37 empresas, mismas que alcanzaron en el año 2020 ingresos de USD 385,83 millones y cuyos principales participantes, además del emisor, son: Grupasa Grupo Papelero S.A., Productora Cartonera S.A., e Industria Cartonera Ecuatoriana S.A. Se evidencia una elevada concentración por las empresas del sector, alcanzando la compañía Productora Cartonera S.A. un nivel de participación de mercado del 37,37% en las ventas del año 2020.

Respecto a las Fuerzas Competitivas de Porter, se evidencia altas barreras de entrada para potenciales competidores dada la presencia de economías de escala, fuerte competitividad en términos de precios, experiencia, reconocimiento y marca de las empresas existentes, requisitos de inversión en capital inicial y personal calificado elevados. Por otro lado, el poder de negociación con los proveedores es bajo, ya que, si bien la materia prima utilizada, pulpa de papel, corresponde a un producto escasamente diferenciado es, en gran proporción, importada, viéndose el sector sujeto a precios internacionales. Los compradores, por su parte, poseen un poder de negociación alto dado que poseen un nivel de concentración mucho más elevado que el sector producción de cartón, además, existe una amenaza creíble de integración hacia atrás, escenario dentro del cual los clientes (bananeros, camarones, comercializadores de flores, frutas, entre otros) podrían considerar más beneficioso elaborar sus propias cajas y empaques para sus productos. Finalmente, la amenaza de sustitutos es baja debido a la creciente conciencia ambiental de la población que incentiva el consumo de productos ecológicos o biodegradables.

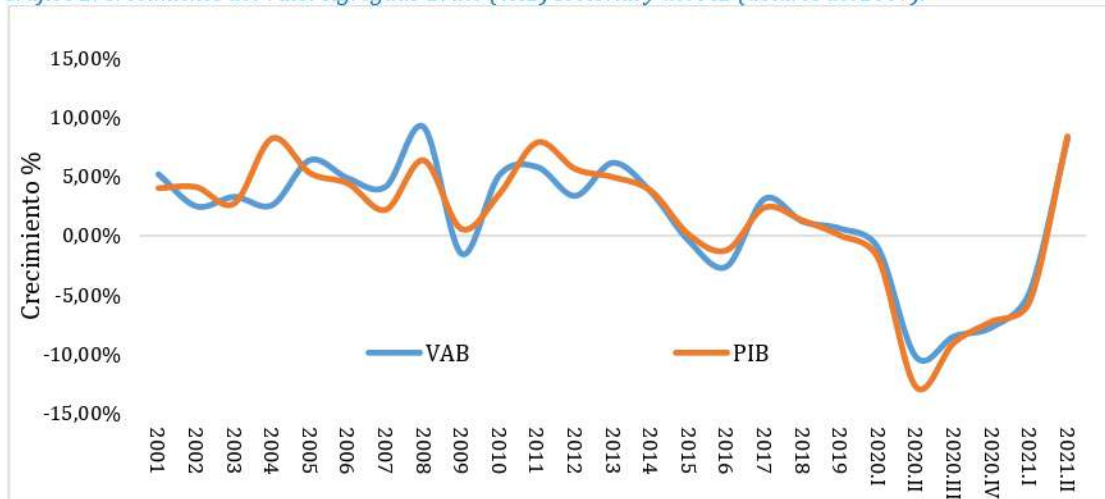
Análisis de los Principales Factores Cíclicos y de Crecimiento del Sector

Desde el 2015 al 2020, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio anual del 0,97%, cifra superior 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 14% del PIB. Para el primer trimestre de 2021, la economía se encuentra en estado de recuperación después del decrecimiento en el año 2020, actualmente la participación es de 14,23% del VAB de la manufactura excluyendo el refinanciamiento de petrolero creció un 4,37%, según el Banco Central del Ecuador con respecto al último trimestre 2020. Además, al tratarse de un sector procíclico, este se vio afectado en los años de decrecimiento del PIB, del año anterior (2020) al encontrarse la economía ecuatoriana en reactivación, las expectativas del sector fueron son favorables.

El subsector cartonero encamina su comportamiento acorde a la evolución de la economía del país y su desempeño se ve restringido a su dependencia a la importación de pulpa de papel, grado de

conciencia ambiental. Desde finales del cuarto trimestre de 2019, el sector presenta una tendencia decreciente, agudizada por la crisis económica, paralización de actividades en octubre de 2019 a causa de protestas socio-políticas y la pandemia del COVID-19 desde marzo de 2020 hasta el presente. En este sentido, si bien la actividad cartonera depende en gran proporción al sector exportador, se vio negativamente afectado por los efectos de la pandemia: ausentismo, restricciones comerciales y de movilización. Con respecto al Índice de Producción de la Industria Manufacturera, IFI-M, según la INEC, se ubica en 143,71 a septiembre de 2020, representando una variación positiva de 11,04% con respecto al mes anterior y 2,81% con respecto a septiembre de 2019, evidenciando mejoras en términos de productividad en el sector.

Gráfico 2. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007).



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Considerando las 10 empresas comparables³ dentro de la misma actividad de Productora Cartonera S.A., las ventas a finales de 2020 totalizaron USD 375 millones, con un decrecimiento con respecto al período 2019 de -9,84%. El EBITDA del 2020 fue de USD 38 millones con una reducción del 15,43% con respecto al año anterior. El indicador de rendimiento EBITDA/Ventas para el 2020 indica que el 10,14% de los ingresos por ventas son ganancias netas antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización, mientras que en el 2019 fue de 10,81%, evidenciando una disminución en el indicador.

Tabla 4. Indicadores Generales del sector.

Año	Ventas Miles USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2018	395	-	41	-	10.41%
2019	416	5.16%	45	9.24%	10.81%
2020	375	-9.84%	38	-15.43%	10.14%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

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

³ Se consideraron las siguientes empresas con el mismo código CIIU C1702.02: Productora Cartonera S.A., Grupasa Grupo Papelero S.A., Industria Cartonera Ecuatoriana S.A., Industrias Omega C.A., Escobar Ruiz C.L., Cartonera del Austro Cartoaustró Cía. Ltda., Servicarton Cía. Ltda., Molpack Ecuador Ecuamolpack S.A., Interbasa Cía. Ltda., Gagua S.A.

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 exportador del país y afectado la demanda de las cajas de cartón.

La compañía Productora Cartonera S.A., además, está sujeta 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.

RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

Productora Cartonera S.A. es una empresa ecuatoriana constituida en el año 1965, en el cantón Guayaquil, con la actividad principal de elaboración de cartones ondulados, rígidos o plegables ofreciendo alternativas de embalaje para el sector agroexportador y mantiene vigente, además de la presente emisión, la Quinta, Sexta, Octava, Séptima, Novena y Décima Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores.

Posición Competitiva del Emisor

La compañía desempeña sus actividades dentro del sector manufacturero (cuya aportación a la economía del país es relevante) y el subsector al que pertenece es el cartonero, dedicando sus actividades a la fabricación de cajas de cartón, principalmente, destinadas al empaque de productos de la agroindustria. Dentro del subsector, se registran alrededor de 37 empresas para el año 2020, con un nivel de ingresos promedio de USD 385.83 millones.

Productora Cartonera S.A., por su parte, cuenta con 55 años experiencia dentro del mercado y forma parte del Grupo Surpapel, junto con las compañías Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. y Surpapelcorp S.A., siendo Repapers una planta recicladora que provee de materia prima a Surpapelcorp S.A., fabricante de bobinas de papel para proveer a Productora Cartonera S.A. el material requerido para la elaboración de cajas de cartón corrugado. En este sentido, el Grupo Empresarial le permite una beneficiosa optimización de costos dada la sinergia estratégica entre ellas.

Su cartera de productos se compone por empaques corrugados, láminas de cartón corrugado, papeles corrugados (corrugado medio, kraftliner, kraftliner blanco), pads de cartón y esquineros de cartón con destino de consumo a los siguientes segmentos:

- Exportador, principalmente para el sector bananero, florícola y camaronero.
- Doméstico, como aceites, jabones y alimentos.
- Otros, como la comercialización de desperdicios y bobinas de papel.

Las ventajas comparativas y competitivas son:

- Economías de escala.
- Empresa líder en el mercado cartonero.
- Servicio post-venta que ofrece soporte técnico a sus clientes.
- Stock suficiente para abastecer la demanda del mercado nacional.
- Optimización de costos bajo una sinergia estratégica con su relacionada Surpapelcorp S.A., proveedora de materia prima para la empresa.
- Maquinaria y equipo tecnológico pre-printer que brinda impresiones de alta gráfica en las láminas de papel previo a la elaboración del cartón.
- Excelente acabado en las cajas de cartón para embalaje de productos.
- Ejecuta pruebas de calidad y resistencia a sus productos de empaque: pruebas de calibre, columna corta o ECT, separación por espiga, pruebas de compresión.
- Certificaciones: ISO 9001:2015, Business Alliance for Secure Commerce (BASC), FSC y FSSC.
- Licencia Ambiental para la ejecución del proyecto “Planta de Producción de Cajas de Cartón Corrugado” otorgado por el Ministerio del Ambiente.

Es importante citar el incendio ocurrido el 02 de septiembre de 2020 en la planta cartonera en Durán, en el que las brigadas contra incendios dentro del personal y el sistema de bombeo subterráneo de Productora Cartonera S.A. contribuyeron al cese del fuego que dejó una pérdida aproximada en inventarios de USD 20 millones, maquinaria de USD 13 millones y edificios (dos bodegas del complejo industrial) de USD 5 millones, montos que esperaban sean cubiertos por Zurich Seguros Ecuador S.A. en un tiempo estimado de 6 a 8 meses a partir del siniestro. Sin embargo, este inició un proceso judicial en contra para retrasar el pago del anticipo para la organización evitando que PROCARSA siga por la vía administrativa el proceso. Por lo anterior, la empresa podría disminuir su competitividad en el corto plazo y presentar dificultades para generar flujos suficientes que cubran sus obligaciones y pasivos con terceros en caso de existir eventualidades que agraven la situación actual de la compañía. Es relevante enfatizar que, la maquina corrugadora de la empresa a 25 días después del siniestro estuvo operativa al 75%, actualmente la máquina corrugadora está 100% operativa.

Como plan de acción inmediata y medida de contingencia, Productora Cartonera S.A. se ha apoyado en la capacidad instalada de sus colegas corrugadores, que ofrecieron su solidaridad para permitir al emisor continuar produciendo y poder atender a sus clientes más dependientes como DOLE, el cual mantiene un contrato de suministro de exclusividad.

Principales Competidores

El mercado en el que se desenvuelve Productora Cartonera S.A. posee un nivel de competitividad muy elevado en términos de precios debido a la escasa diferenciación de productos y estructura de costos. El Ecuador no produce la materia prima requerida para la elaboración de cartón corrugado, esto es la pulpa de papel, de tal manera que se importa. Aquellos considerados como competencia directa son: Cartones Nacionales S.A.I Cartopel, líder del mercado de cartón corrugado en el país, seguido por las empresas Grupasa Grupo Papelero S.A., Papelera Nacional S.A., Industria Cartonera Ecuatoriana S.A., Corrugadora Nacional CRANSA S.A. y Cartorama C.A.

PROCARSA a diciembre de 2020 totalizó el 19% en la participación del mercado cartonero siendo la tercera empresa más representativa. Además, el emisor cuenta con el respaldo de las certificaciones antes mencionadas, Productora Cartonera S.A. procura mantener una estructura de costos altamente competitiva y flexible, gracias a la sinergia estratégica con las empresas del Grupo Surpapel, así como tecnología de impresión de alta gráfica, capacidad técnica del personal para el servicio post-venta y alta calidad en las cajas de cartón que brinda ventaja competitiva a la empresa y le permite diferenciarse de su competencia.

La amenaza de sustitutos es baja debido a la creciente conciencia ambiental de la sociedad global que incentiva el consumo de productos ecológicos o biodegradables dentro de las actividades productivas y consumo final. En lo que concierne a la amenaza de nuevos entrantes, se considera

limitada, dado que el sector requiere de inversión de capital inicial elevado, economías de escala dentro de su proceso, fuerte competitividad en términos de precios, experiencia, reconocimiento y marca de las empresas existentes.

Principales Clientes

Con respecto a los clientes de Productora Cartonera S.A., los 10 principales corresponden a empresas no relacionadas que se encuentran posicionadas en el mercado en el que desempeñan sus actividades, siendo comercializadores locales e internacionales de banano, productos del mar, aceites, frutas y verduras. Se evidencia una cartera de principales clientes con un nivel de concentración elevado, la Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A. UBESA, comercializada por la marca Dole, que dedica sus actividades a la exportación de banano en el Ecuador, es el cliente más representativo, con un alcance de participación en las ventas totales, al cierre del 2020, de 33,33% mientras que para septiembre de 2021 este valor decreció hasta un 27,14%. Con este cliente (UBESA), el emisor cuenta con un contrato proveeduría exclusiva, lo cual refleja podría exponer una dependencia con este cliente, que podría resultar beneficioso en escenarios favorables para la exportación, pero, también, riesgoso en escenarios de restricción al corresponder, en gran volumen de facturación a esta empresa. Además, el segundo cliente principal a septiembre de 2021 es CARTONERAS NACIONALES S.A. CARTOPEL., dedicado a la fabricación y comercialización de cartones, cartulinas y papeles, que posee un 4,06% de participación a septiembre de 2021 y el restante de clientes principales mantienen participaciones inferiores a esta.

En términos generales, la cartera de clientes de la empresa se encuentra concentrada en el sector agroexportador, lo cual beneficia al emisor en términos de demanda sostenible, sin embargo, cabe mencionar que el sector exportador en el Ecuador se ha visto afectado en el presente año debido a las mayores restricciones y protocolos de sanidad para evitar la propagación de nuevas cepas de COVID-19 en los países de destino, por lo que podría impactar negativamente en la demanda de cajas de cartón.

Las cuentas por cobrar comerciales de Productora Cartonera S.A. incluyen aquellas obligaciones de cobro a clientes locales y del exterior por la venta de cartones para los segmentos de exportación (banano y camarón), doméstico (alimenticios) y otros (no alimenticios). La empresa maneja políticas de créditos de plazos desde los 30 días hasta superiores a 181 días, acorde a los contratos establecidos con cada cliente y a las líneas de negocio existentes. Al 31 de septiembre de 2021, el saldo de cuentas por cobrar es de USD 38,68 millones, mientras que el saldo de la última revisión, esto es con corte al 30 de septiembre de 2021, fue de USD 39,10 millones. Con respecto a la composición de la cartera, a septiembre de 2021, el 89,70% corresponde a clientes no relacionados (a julio de 2021, fue de 92,79%), el 10,30% en clientes relacionados (a julio de 2021 fue 7,21%).

Por otro lado, el poder de negociación de los clientes de Productora Cartonera S.A. es medio, el sector exportador, cuya participación es la más representativa en las ventas del emisor, se encuentra mayormente concentrado en comparación con el sector cartonero y manejan volúmenes de compra relevantes. Además, es posible que los compradores podrían considerar más beneficioso elaborar sus propias cajas y empaques para sus productos

Tabla 5. Principales clientes.

Cliente	% Participación 2020	% Participación Sep-2021
UNION DE BANANEROS ECUATORIANOS S.A. UBESA	33.33%	27.14%
CARTONES NACIONALES S.A. I CARTOPEL	0.00%	4.06%
GREEN EXPRESS S.A. GREEN EXPRESA	1.81%	3.23%
CORRUCHECSA CORRUGADOS CHILENOS ECUATORIANOS S.A.	1.74%	2.74%
NEGOCIOS INDUSTRIALES REAL N.I.R.S.A. S.A.	2.51%	2.27%
DVS FRUTAS S A	2.17%	2.10%
INDUSTRIA CARTONERA ECUATORIANA S.A.	0.00%	2.07%

Cont.

Cliente	% Participación 2020	% Participación Sep-2021
ASOCIACION DE AGRICULTORES BANANEROS DEL LITORAL ASOAGRIBAL	0.85%	2.04%
ECUAGREENPRODEX S.A.	3.59%	2.04%
LA FABRIL S.A.	1.82%	1.98%
Otros	52.15%	50.34%
Total	100.00%	100.00%

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Principales Proveedores

La cartera de principales proveedores de Productora Cartonera S.A. se compone, en su mayoría, de empresas nacionales, con actividades que, entre otras, corresponden a la fabricación de papel y cartón, sin embargo, quien ocupa la mayor participación y ubica a la cartera de proveedores bajo una estructura con elevada concentración es la empresa relacionada SURPAPEL CORP S.A., miembro del Grupo Surpapel al igual que el emisor, abasteciendo de bobinas de papel para la elaboración de láminas de cartón corrugado a la planta cartonera, con una participación de 36,53% en compras a proveedores a septiembre de 2021 (en julio de 2021, su participación fue de 32,54%), mientras que el segundo principal proveedor, DOLE FRESH FRUIT COMPANY (EE.UU) posee una participación de 14,39%, mientras que los demás principales proveedores poseen participación inferior a esta, evidenciando un decrecimiento en la exposición al proveedor relacionado y aumentando la posibilidad de otro proveedor de cubrir con las necesidades de la empresa en caso de incumplimiento por parte del proveedor principal. Lo anterior, no obstante, aporta a una optimización de costos para el emisor en términos de precios y logística y disminuye la sujeción a precios internacionales para la adquisición de materia prima. A esta revisión de información (septiembre-2021) se observa una distribución favorable para mitigar el riesgo de desabastecimiento.

Los días de pago a proveedores del exterior se realizan entre los 90 a 180 días y a los proveedores locales entre los 90 y 150 días. Durante el escenario de emergencia sanitaria, se establecieron nuevas condiciones enmarcadas sin afectación o disminución del servicio o calidad de los insumos.

Por otro lado, el poder de negociación con los proveedores es bajo debido a que la materia prima dotada por SURPAPEL CORP S.A., bobinas de papel, no satisface la capacidad productiva de la planta cartonera, por lo que el restante es importado, generando dependencia a precios internacionales de los principales molinos papeleros mundiales, no obstante, se debe considerar que la empresa mitiga esta dependencia al ubicar a su relacionada como el principal proveedor de dicha materia prima. Cabe mencionar que la empresa busca el aseguramiento de precios y abastecimiento por medio de anticipos a sus proveedores.

Tabla 6. Principales proveedores.

Proveedor	% Participación 2020	% Participación Sep-2021
SURPAPEL CORP S.A.	50.72%	36.53%
DOLE FRESH FRUIT COMPANY	9.32%	14.39%
BARNETT CORPORATION	12.80%	8.24%
REPAPERS	4.45%	3.89%
ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.	0.83%	3.17%
CARTONES NACIONALES S.A. I CARTOPEL	0.97%	1.03%
SELAP S.A.	0.42%	1.00%
KAO CHIMIGRAF S.L.	0.76%	0.87%
COPAP INC	1.49%	0.78%
TRANSPORTE PESADO CHISINCHETRAN S A	0.73%	0.70%
Otros	17.49%	29.41%
Total	100.00%	100.00%

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

Según la información provista por la empresa, la principal línea de negocio corresponde a las cajas de cartón, principalmente, para banano, el cual representa el 56,52% de las ventas de los últimos 9 meses del 2021, y evidencia una tendencia decreciente dentro de los períodos considerados para el presente análisis. La segunda línea de negocios más representativa comprende a otros no cartón con una representación de 12,90%, cuya tendencia es, creciente dentro de los períodos evaluados. En este sentido, se evidencia dependencia en el sector exportador y, aunque sus líneas de negocios podrían considerarse diversificadas, existe un posible riesgo en caso de retiro o afectaciones en aquellos sectores como los precios de los productos de exportación o restricciones comerciales a destinos internacionales.

Tabla 7. Ventas por líneas de negocio. (cifras en miles de USD).

Línea de Negocio	Sep-20		2020		Sep-21	
	USD	%	USD	%	USD	%
BANANO	72,626	62.59%	90,678	63.37%	68,006	56.52%
CONVERTIDORES	4,343	3.74%	5,952	4.16%	6,297	5.23%
BEBIDAS	1,192	1.03%	1,449	1.01%	1,114	0.93%
PESCA/CAMARON	14,778	12.74%	17,319	12.10%	11,632	9.67%
FLORES	2,483	2.14%	2,995	2.09%	2,727	2.27%
ALIMENTOS	4,572	3.94%	5,574	3.90%	4,553	3.78%
ACEITES	4,410	3.80%	5,168	3.61%	3,706	3.08%
OTROS	6,588	5.68%	8,184	5.72%	5,979	4.97%
PIÑAS/MANGO	1,247	1.07%	2,304	1.61%	785	0.65%
OTROS NO CARTON	3,805	3.28%	3,462	2.42%	15,522	12.90%
Total	116,043	100.00%	143,085	100.00%	120,321	100.00%

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al 30 de septiembre de 2020, la empresa registró ventas de USD 116,04 millones y septiembre de 2021 de USD 120,21 millones, representando un crecimiento del 3,69% con respecto a septiembre de 2020 en respuesta la recuperación luego del impacto de la crisis sanitaria por la pandemia de COVID-19 sobre los precios de las cajas de cartón dentro de los meses del confinamiento a nivel nacional, ubicándose por debajo del promedio USD 1,010 por TM y el incendio ocurrido el 02 de septiembre del 2020, el cual generó afectaciones en el flujo de la compañía dadas las pérdidas materiales resultantes del siniestro, esto es inventario y maquinaria, por lo que la empresa tuvo que recurrir a la capacidad instalada de sus colegas cartoneros para mantener, al menos, la proveeduría a Dole, en los primeros meses del año (hasta marzo de 2021 de acuerdo a lo expresado por el emisor). En este sentido, las ventas de la compañía se vieron contraídas por la afectación sobre su capacidad productiva a causa del siniestro. Sin embargo, al 31 de marzo del 2020 la cantidad de láminas maquiladas para su producto final se redujo en un 100%. Esto quiere decir que, la organización ha disminuido sus costos de ventas generados por maquilar laminas, mientras que a en la maquila de empaques también se ha visto reducida en menor porcentaje.

Para enero de 2021 la empresa proyectó alcanzar el 5% de sus ventas a comparación del año 2020. Por su parte, la calificadora posee expectativas conservadoras referentes a la recuperación de flujos, ventas y crecimiento del emisor, puesto que se evidencia presión en el flujo de la compañía, considerando que no solo deberá reponer inventario, maquinaria y edificio siniestrado, sino que deberá cumplir en tiempo y forma con los dividendos resultantes de las obligaciones colocadas en el mercado de valores, así como las facturas comerciales negociadas por bolsa, pues la compañía no contará con el desembolso de la aseguradora hasta que el proceso administrativo tenga una resolución, a pesar de existir un resolución administrativa la aseguradora se encuentra en fase de apelación de dichas resoluciones. Sin embargo, existe un crecimiento en el precio del cartón que puede elevar las ventas de la compañía.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Eficiencia operativa y rentabilidad.

Eficiencia		Promedio Industria		PRODUCTORA CARTONERA S.A		
		2020	2019	sep-20	2020	sep-21
Días de cartera	d	44	78	125	84	108
Días de inventario	d	65	79	142	77	133
Días de proveedores	d	144	91	77	78	118
Ciclo de conversión de efectivo	d	-35	66	190	83	123
Utilidad/Ventas	%	0.60%	2.46%	0.81%	0.10%	-1.55%
Ventas /Activo	%	90.83%	104.94%	0.51%	0.07%	-0.97%
Margen Bruto / Venta	%	16.35%	19.59%	19.18%	13.74%	15.31%
ROA	%	0.55%	2.58%	0.51%	0.07%	-0.97%
ROE	%	1.43%	7.50%	1.74%	0.26%	-3.64%

Fuente: Productora Cartonera S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Considerando la información acumulada de 9 meses hasta septiembre de 2021 para este apartado, Productora Cartonera S.A. posee un indicador de 108 días de cartera, representando una variación de -17 días con respecto a septiembre de 2020. Comparado con el promedio de 10 empresas dentro del sector en el 2020 (44 días), la compañía se ubica en una posición desfavorable, ya que la empresa evidencia recuperación de cartera en un menor tiempo estimado aun siendo Productora Cartonera S.A. una de las empresas líderes del mercado cartonero en el país. Por otra parte, el saldo de cuentas por cobrar se ubica en USD 39,10 millones, de los cuales los clientes no relacionados componen el 89,70% y el 10,30% corresponde a clientes relacionados. La cartera vencida a septiembre de 2021 representa aproximadamente el 59,36% del total de la cartera por cobrar a los clientes no relacionados, lo cual sugiere un manejo de cartera relativamente sano por parte de la compañía.

Cabe mencionar que se evidencian créditos con plazos muy flexibles debido a que gran proporción de las facturas resultantes con empresas locales, tanto relacionadas como no relacionadas, se inscriben en el mercado de valores como negociables, de tal manera que el de flujo ingresa en menor tiempo al estimado, sin embargo, esta dinámica no puede ser aplicada en aquellas correspondidas a empresas del exterior, estas, al contrario, están sujetas a las disposiciones del cliente extranjero, lo cual desfavorece el tiempo de recuperación de cartera en este segmento.

Al 30 de septiembre de 2020, la compañía ubica el indicador días de inventario en 133 días y, a septiembre de 2021, se ubica en 142 días, representando una ligera disminución en la rotación de inventario de 9 días en el indicador dado el incremento del rubro inventarios a causa de la adquisición de materia prima, principalmente y el incremento del costo de ventas. La empresa posee pólizas de seguros con vencimiento a febrero de 2021 por un monto de USD 125,52 millones que cubre siniestros de este tipo. Por otro lado, en comparación con las empresas del sector, se posiciona en desventaja.

El indicador de días de proveedores se ubicó en 118 días para septiembre de 2021, con un incremento de 41 días en el indicador con respecto a septiembre de 2020. Las políticas de cuentas a proveedores se definen acorde al origen del proveedor, flexibilizando los plazos hasta más de 180 días. Se evidencia, un poder de negociación bajo debido a la dependencia de precios internacionales de materia prima, pulpas de papel, de lo cual, se puede considerar favorable que el principal proveedor de bobinas de papel sea la empresa nacional y relacionada SURPAPEL CORP S.A., reduciendo la dependencia de precios y salida de divisas de la cartonera.

Debido a la variación en los días de inventario y, días de proveedores, se evidencia una mejora en el ciclo de conversión de efectivo de la empresa a septiembre de 2021 que pasa de 190 día a septiembre de 2020 a 123 días para el corte de información. En este sentido, se demuestra que la empresa después del incendio, ha mantenido una estrategia comercial con proveedores y clientes, así como rotación de inventarios que favorece el manejo de liquidez de la compañía. A tal efecto, es relevante mencionar que la compañía cuenta con capital de trabajo positivo y creciente dentro de los períodos 2018 al 2020, llegando a ubicarse en USD 42,40 millones al 30 de septiembre de 2021, equivalente a un incremento por encima del 4.06% con respecto a septiembre de 2020, la reestructuración de

pasivos de corto plazo a largo plazo como estrategias de la compañía. No obstante, es importante considerar la situación actual de la empresa, pues el siniestro del segundo día de noviembre del año 2020 supone una mayor necesidad de capital de trabajo en el corto plazo dada la pérdida de insumos de la compañía, lo cual generó presión en su liquidez, riesgo que iba a ser mitigado con el desembolso de la aseguradora en el primer semestre de 2021. Sin embargo, ahora se espera sea mitigado por un incremento del 27% en el precio del cartón TM debido a una escasez de papel a nivel mundial.

En referencia a la actividad operativa de la compañía, durante la pandemia, Productora Cartonera S.A. operó al 70%, aproximadamente, bajo la asistencia del área operativa en planta con horario laboral superior al establecido, logrando así mantener cercanía con los volúmenes de venta normales hasta los meses posteriores en los cuales retomó el 100% de capacidad. Sin embargo, el 02 de septiembre de 2020, la planta industrial de la compañía, vía Durán-Tambo, sufrió un incendio de gran magnitud que ocasionó la pérdida de bobinas de papel, maquinaria y edificios valorados en USD 38 millones, con lo cual la capacidad operativa de la cartonera se vio afectada disminuyendo hasta el 75% estimaba el desembolso del seguro por parte de la empresa aseguradora Zurich S.A para el primer semestre del año 2021. Sin embargo, la aseguradora sigue un proceso de apelación para evitar el desembolso del anticipo.

La rentabilidad de la Productora Cartonera S.A. viene dada por la proveeduría de cajas de cartón, principalmente, al sector exportador. El margen neto evidenció un deterioro importante, ubicándose en -1,55% a septiembre de 2021, mientras que en septiembre de 2020 fue de 0,81%, debido a la disminución de la capacidad operativa a raíz del incendio y, del incremento de sus costos de ventas. A septiembre de 2021, la rotación de activos se ubicó en 0,62 veces, mostrando mantenerse constante a septiembre de 2020 (0,62 veces). Por el otro lado, el multiplicador de capital se ubicó en 3,75 veces, mostrando un incremento con respecto a septiembre de 2020 (3,45 veces) dado el mayor costo financiero asumido por la empresa. Con el anterior análisis Dupont, se evidencia que la compañía ha visto afectada la obtención de rentabilidad a causa del incendio, pues estos indicadores evidencian deterioro, también, con respecto a la última revisión realizada al emisor se observa un deterioro (septiembre-2021).

Finalmente, el rendimiento sobre los activos (ROA), a septiembre de 2020, se ubicó en 0,51%, mientras que, para septiembre de 2021, se ubica en -0,97%. La rentabilidad sobre los fondos propios de la empresa (ROE), por su parte, se ubicó en 1,45% a septiembre de 2020 y en -3,64% a septiembre de 2021, ambos deterioros serían consecuencia de la contracción de la ganancia neta del período (septiembre de 2021) obtenida por la compañía generada por un menor rubro de ingresos y un ligero incremento de gasto financiero. Además, en comparación al promedio de las 10 empresas del subsector consideradas para el presente análisis, la compañía ya se ubicaba, en el 2020, en una posición desfavorable dado que su estructura de capital comprende más deuda que capital propio, reduciendo así sus márgenes de rentabilidad.

RIESGO ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

Según la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la compañía Productora Cartonera S.A. cuenta con un capital suscrito a la fecha de USD 27,56 millones y presenta la siguiente composición accionaria:

Tabla 9. Participación accionaria.

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	COMERCIALIZADORA DE PAPELES Y CARTONES SURPAPEL S.A.	ECUADOR	20,663	74.98%
2	INTERNATIONAL PACKAGING SYSTEMS (PROCARSA) B.V.	HOLANDA	5,512	20.00%
3	ILLINGWORTH GUERRERO OSCAR ANTONIO	ECUADOR	1,385	5.02%
TOTAL			27,559	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El accionista principal, Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A., cuenta, además, con participación accionaria en la empresa Surpapelcorp S.A., empresa dedicada a la producción y

suministro de bobinas de papel (miembro del Grupo Surpapel, cliente relacionado y principal proveedor del emisor), Soluciones de Empaques SDE S.A. (cliente relacionado del emisor) convertidora de cajas, y Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. (cliente relacionado del emisor), recicladora de papel y cartón.

Por su parte, International Packaging Systems (PROCARSA) B.V. no posee participación accionaria en otras empresas hasta la fecha de corte del presente informe, mientras que Illingworth Guerrero Oscar Antonio es también accionista de las empresas: Compañía Técnica Nacional Tecnac S.A., Geonal S.A., Hurios S.A., Lojoa S.A., Lunisol S.A., Ilcresa S.A., Ferrolsa S.A., Surpapelcorp S.A. (miembro del Grupo Surpapel, cliente relacionado y principal proveedor del emisor), Soluciones de Empaques SDE S.A. (cliente relacionado del emisor), Tolkien S.A. (cliente no relacionado del emisor), Holding Grandes Lagos Granlagosa S.A. y Destilería de Aceites del Sur Destilsursa S.A. (cliente no relacionado del emisor).

Cabe señalar que “Productora Cartonera S.A.” posee participación accionaria en las siguientes empresas: Escobar Ruiz C.L., productora de cartón (competidor y cliente no relacionado del emisor), Surpapelcorp S.A. e Hidroalto Generación de Energía S.A.

La empresa forma parte del Grupo Surpapel junto con Repapers Reciclaje del Ecuador S.A., y Surpapelcorp S.A., el proveedor de más del 50% de necesidad de papel por parte emisor, consolidando una integración estratégica que abarca diversos aspectos de la cadena de valor que garantiza un proceso productivo de cartones corrugados de alta calidad bajo un nivel de competitividad elevado.

Dentro de la plana gerencial, el Ing. José Anuar Millán Abadía ocupa el cargo de presidente con un tiempo de permanencia de 4 años, con el respaldo de la Abg. Cecilia del Carmen Sierra Morán, vicepresidenta, con 4 años de permanencia. Por otra parte, el cargo de Gerente General lo ocupa el Lcdo. Damián Baeza García, con 3 años de permanencia y Gerente de Planta por el Sr. Luis Enrique Jijón Wilson con 9 años de permanencia. CPA Gregorio Mindiola de la Torre como Contralor Corporativo, MBA Carlos Condo Morán como Gerente Financiero Corporativo. Es menester mencionar que, en el mes de septiembre de 2020, fueron designados como miembros directores estos dos últimos colaboradores junto con el Ing. Walter Marholz Aranguiz.

La empresa cuenta con un manual de “Políticas generales que conforman el Gobierno Corporativo del Grupo Surpapel”, además de un Manual de Seguridad Industrial, un Reglamento Interno de Seguridad y Salud, un Código de Ética, una Política de Prevención del Medio Ambiente y una Política de Proyectos Sociales.

Gobierno de la Corporación

La Junta General de Accionistas se posiciona como el mayor órgano de gobierno dentro de la estructura jerárquica de la organización. En lo que respecta a las directrices operativas y administrativas, las competencias recaen sobre el Directorio de la empresa, mismo que está conformado por el presidente, vicepresidente, Gerente General y cuatro directores antes mencionados. Las personas que conforman el Directorio en mención ostentan títulos de tercer nivel.

Por otra parte, al ser miembro del Grupo Surpapel, la empresa cuenta con el manual de “Políticas generales que conforman el Gobierno Corporativo del Grupo Surpapel” en el que se contemplan disposiciones como:

- Política de selección y contratación de personal.
- Política de plan de carrera empresarial.
- Políticas de desarrollo tecnológico continuo.
- Políticas operacionales que norman las actividades operativas de cada unidad acorde a los lineamientos del Plan Estratégico.
- Política de control de inventario.

Dentro del manual, además se dispone de políticas para el manejo y resolución de conflictos de interés como:

- Prohibiciones a los accionistas.
- Prohibiciones a los representantes legales.
- Atribuciones y deberes de los representantes legales.

Adicionalmente, cuenta con otros manuales de políticas y procesos específicos como: Manual de Seguridad Industrial, Reglamento Interno de Seguridad y Salud (aprobado por el Ministerio de Relaciones Laborales), Código de Ética, Política de Prevención del Medio Ambiente y Política de Proyectos Sociales. En este sentido, se evidencia una estructura de gobierno corporativo sólida, liderada por una alta gerencia con una experiencia y conocimiento en la industria elevados y se recalca un buen manejo corporativo, tanto a nivel de empresa como de grupo al que pertenece.

Además, del plan de emergencia y evacuación implementando desde el año 2019 que permitió seguir una cadena de acciones las cuales pusieron operativa a PROCARSA en 3 días después de mitigar el incendio. Cabe mencionar que, a septiembre de 2021, la compañía posee 564 trabajadores, distribuidos en 5 colaboradores de equipo gerencial, 71 administrativos, 448 trabajadores en el área de producción.

Política y Estrategia Corporativa

De acuerdo con la información provista por Productora Cartonera S.A., la estrategia corporativa de la empresa se fundamenta en una estructura de costos competitiva y flexible, capaz de absorber los incrementos de costos temporales en algunas fases del proceso, como aquellos resultantes de la pandemia de COVID-19, que incluyen costos referentes a seguridad del abastecimiento de las materias primas gracias a tener el control de la cadena de suministro, un excelente nivel de servicio que ha permitido en momentos críticos atender los requerimientos de los clientes, una ubicación logística estratégica, conectados con todas las arterias, tanto locales como de exportación.

Desde el punto de vista estratégico, la compañía mantiene tres enfoques:

- Contar con una estructura de costos competitiva y flexible que permite absorber los incrementos de costos temporales en algunas fases del proceso de la pandemia.
- Seguridad del abastecimiento de las materias primas gracias a tener el control de la cadena de suministro, un excelente nivel de servicio que ha permitido en momentos críticos atender los requerimientos de los clientes, una ubicación logística estratégica en Durán
- Conectar con todas las arterias tanto locales como de exportación, unos clientes consolidados en los mercados locales y de exportación con carteras aseguradas, sanas y una sólida situación financiera, y sobre todo una excelente implicación de nuestros colaboradores.

A septiembre de 2021 el cumplimiento estratégica comercial es del 84,31% y, su cumplimiento presupuestario de ventas asciende en septiembre 2021 al 90,87%. Además, la empresa cuenta con una sinergia estratégica con las empresas del Grupo Surpapel, optimizando eficientemente los recursos y los costos implícitos del negocio. El objetivo de la empresa radica en posicionarse como la principal empresa del sector, con un modelo de gestión eficiente, sustentable y socialmente responsable. Entre las fortalezas de la corporación sobresale la tecnología avanzada implementada en los procesos y servicio personalizado a los clientes, grupo de trabajo altamente calificado.

Investigación y desarrollo

Productora Cartonera S.A. ha aunado sus esfuerzos en la modernización tecnológica de maquinaria y equipo con la finalidad de ser el proveedor con los costos más bajos del mercado y con la mejor calidad. Busca el desarrollo industrial sostenible e inclusivo por medio de generación de conocimientos, educación e innovación permanente. La empresa, además, utiliza métodos científicos

probados para los diseños personalizados de cartón que responden a las necesidades específicas de sus clientes.

Responsabilidad Social

La estructura integrada en el enfoque de ciclo cerrado de la organización garantiza que el papel y los empaques de cartón corrugado sean reciclados de forma responsable, eficiente y confiable. Las fábricas de Productora Cartonera S.A. elaboran papel a partir de fibras recicladas con diseños sustentables que garanticen el cuidado del medio ambiente.

Respecto a su compromiso con la sociedad, en colaboración con la fundación Acción Solidaria, la empresa ha generado varios programas como: vacacionales para niños y jóvenes, escuelas de fútbol, celebraciones del día de la madre y jornadas navideñas, programa de protección al medio ambiente y recuperación de áreas recreativas, programas de salud y paseos e integración comunitaria.

RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Para el presente análisis, se ha considerado información auditada proporcionada por la empresa BDO Ecuador S.A. para los ejercicios 2018, presentando en esta opinión con salvedades correspondientes a:

- Anticipos a proveedores por USD 495.270 con antigüedad superior a los 360 días y sobre los cuales la Administración de la compañía emisora no proporcionó a la empresa auditora un análisis adecuado de cómo serán liquidados dichos valores.
- Importaciones en tránsito de materia prima por USD 664.656 y repuestos por USD 763.482 sobre los cuales la compañía emisora no dispuso información suficiente y competente que evidencie el tipo de negociación y fecha de llegada de las importaciones.

Para el periodo 2019, se utilizaron los Informes Auditados por la empresa Moore & Asociados Cía. Ltda., donde se menciona que, al 31 de diciembre de 2019, ambas salvedades fueron regularizadas, reconociendo entre los ajustes efectuados USD 123.788 y USD 1.213.695, respectivamente, contra resultados acumulados en el patrimonio. Al 2020 se usaron los informes auditados por Moore & Asociados Cía., presentando opinión con salvedades. Finalmente, se utilizaron los Estados Financieros internos proporcionados por Productora Cartonera S.A. de Enero, febrero, marzo, abril y septiembre de 2021.

Opinion con salvedad informes 2020:

- Compañía al 31 de diciembre del 2020 mantiene en el rubro Cuentas por cobrar otras aproximadamente US\$23.000.000 correspondiente principalmente a los activos siniestrados. Productora Cartonera S.A. se encuentra en un proceso de reclamo administrativo ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros contra la compañía de seguros Zurich Seguros Ecuador S.A. a causa de las divergencias de criterios en cuanto a definir la cobertura en la que las partes califican al siniestro, lo cual afecta los valores que corresponden a la liquidación económica. La Compañía Productora Cartonera S.A. se encuentra reclamando el valor aproximado de US\$51.900.000 determinado por el ajustador del siniestro, mientras que la compañía Zurich Seguros Ecuador S.A. reconoce únicamente el valor de US\$3.000.000 menos el respectivo deducible. La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en base a los descargos recibidos, ha dispuesto a favor de la Compañía Productora Cartonera S.A. el pago parcial del valor reclamado por aproximadamente US\$40.250.000, lo cual ha originado que Productora Cartonera S.A. impugne los valores no reconocidos de aproximadamente US\$11.700.000.

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.

Periodo	Industria	2018	2019	sep-20	2020	sep-21	PROMEDIO 2018-2020
Activo	396	158,458	171,402	186,110	191,095	192,680	173,651
Pasivo	260	112,836	118,339	132,106	137,894	141,350	123,023
Patrimonio	136	45,621	53,063	54,003	53,200	51,330	50,628
Ventas	416	155,348	169,618	116,043	143,085	120,321	156,017
Margen Bruto	81	21,060	27,182	22,260	19,658	18,415	22,633
EBITDA	45	13,854	19,449	12,453	15,193	9,701	16,165
EBIT	41	9,303	13,667	8,180	8,529	4,603	10,499
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	11	2,742	4,329	940	137	-1,871	2,403
Utilidad/ Venta	2.46%	1.76%	2.55%	0.81%	0.10%	-1.55%	1.47%
Ventas / Total Activos	1.05	0.98	0.99	0.62	0.75	0.62	0.91
Total Activos / Patrimonio	2.91	3.47	3.23	3.45	3.59	3.75	3.43
ROA	2.58%	1.73%	2.53%	0.51%	0.07%	-1.39%	1.44%
ROE	7.50%	6.01%	8.16%	1.74%	0.26%	-5.21%	4.81%
NOF/VENTAS	0.21	0.15	0.30	0.31	0.14	0.25	0.20
FM/VENTAS	-9.97%	-19.52%	-6.37%	19.43%	17.66%	25.71%	-2.75%
FM/NOF	-0.48	-1.08	-0.29	0.71	1.45	1.02	0.03
Ebitda/ Gasto Financiero	4.22	2.95	2.78	1.54	1.75	1.10	2.49
Deuda/ Ebitda	1.61	2.78	3.73	4.77	4.87	7.26	3.79

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

Los activos de Productora Cartonera S.A. han presentado un comportamiento creciente dentro de los períodos evaluados (2018 a septiembre de 2021) y ubica este rubro por encima del nivel de activos promedio de las 10 empresas consideradas dentro del análisis ya que el emisor comprende a una de las empresas representativas y líderes del mercado cartonero en el país, además, por la política de inversión en equipos, maquinarias y suministros que aportan a la productividad de la compañía como las máquinas de alta impresión pre-printer. A finales del 2019, el rubro activos corrientes presentó un crecimiento del 8,17% como resultado del aumento de otros activos corrientes por 269,48%, dado el incremento de USD 966 mil a USD 2,39 millones en anticipo a proveedores (en su mayoría del exterior) del cual cabe mencionar que, al 31 de diciembre de 2018, incluía los USD 495 mil que el informe de auditoría 2018 hace mención como salvedad y el incremento de activos disponibles para la venta de USD 2,96 millones a USD 5,00 millones por superávit de revaluación de terreno y edificio en la ciudad de Quito, también registrado en otros resultados integrales, y se espera su disposición en el corto plazo. Al año 2020 se observa un incremento de 184,41% en la cuenta otros activos corrientes por la participación de la cuenta por cobrar del seguro por USD 23 millones. Al 30 de septiembre de 2021, los activos corrientes presentaron un crecimiento del 8,87%, como resultado del aumento de la cuenta Otros activos corrientes compuesta por: impuestos por recuperar, gastos por anticipado, anticipo a proveedores y otras cuentas por cobrar Cabe reiterar el suceso del 02 de noviembre de 2020, donde los activos de la empresa sufrieron daños relevantes: USD 20 millones en inventarios, USD 13 millones en maquinaria y USD 5 millones en edificios.

Al 30 de septiembre de 2021, la empresa distribuye sus activos totales en 56,63% en activos corrientes y 43,63% en activos no corrientes. Las cuentas más representativas dentro de los activos corrientes son la cuenta clientes con el 18,65%, y la cuenta inventarios con el 19,58% de participación. Mientras al 30 de septiembre de 2021, las cuentas por cobrar a corto plazo se ubicaron en USD 35,94 millones. En ese mismo período, el total de cuentas por cobrar evidencia un decrecimiento de 10,61% respecto a septiembre de 2020. En cuanto a las políticas de crédito de la empresa, éstas varían en función al origen del cliente, llegando a superar los 361 días, por lo que se evidencian créditos con plazos muy flexibles debido a que gran proporción de las facturas resultantes con empresas locales, se negocian en el mercado de valores, de tal manera que el de flujo ingresa en

menor tiempo al estimado, mientras que para empresas del exterior la compañía se ve sujeta a las disposiciones del cliente extranjero.

Con respecto a los inventarios, la política, generalmente, se enfoca el abastecimiento de un mínimo de 30 días para el papel y el reciclado y el producto terminado (cajas de cartón corrugado) más de 30 días, acorde a solicitud del cliente y asegura el abastecimiento por medio de pagos anticipados. A septiembre de 2021, los inventarios se ubican en USD 37,72 millones y se componen por el 56,77% de materia prima, 17,10% de repuestos, 5,52% de mercadería en poder de terceros, 2,62% en productos terminados, y el complemento distribuido en inventario en proceso, materiales, desperdicios, pallets, chatarra incendio y demás. El rubro inventarios en septiembre de 2021 experimentó un incremento, con respecto a septiembre de 2020, de 2,00%. Cabe mencionar que, dado que la compañía mantiene niveles constantemente elevados de inventarios, deteriora los indicadores de la compañía al corte; no obstante, favorece su capital de trabajo e indicadores de liquidez corriente. Por su parte, los activos tangibles, a septiembre de 2021, se ubicaron en USD 74,47 millones, con una variación negativa de -4,77% con respecto a septiembre de 2020. La empresa, además, cuenta con pólizas de seguros con vencimiento a marzo de 2022 por un monto de USD 212,63 millones que cubre siniestros como robos, incendios, roturas de maquinaria y equipo electrónico que será utilizado para contrarrestar la pérdida material en caso de siniestros.

La póliza que se utilizaba con vencimiento febrero 2021 es la que se encuentra dentro de un proceso administrativo en curso de la cual se encuentra en proceso de emisión de sentencia, esta póliza se cobra a causa del incendio ocurrido en los primeros días de septiembre de 2020 en la planta industrial y bodega de bobinas de papel ubicados en Durán de la compañía de la que se espera cobrar USD 52 millones.

Productora Cartonera S.A. comprende a una de las empresas representativas y líderes del mercado, con una estructura y participación mayormente proporcionada en el mercado. Al 30 de septiembre de 2020, los pasivos se ubicaron en USD 132,10 millones y USD 141,35 millones al 30 de septiembre de 2021. Esta cuenta se compone, en lo que a los 9 meses del año 2021 se refiere, por 34,36% en pasivos corrientes y 39,00% en pasivos no corrientes sobre el total de activos, lo cual mantiene concordancia con el enfoque estratégico de la compañía sobre refinanciar toda la deuda de corto plazo a largo plazo para mayor disponibilidad de flujos a comparación del año anterior cuya distribución 47,38% y 21,67% respectivamente sobre el total de activos.

La principal cuenta del pasivo corriente corresponde al pasivo sin costo bajo una participación de 17,26% sobre el total de activos, la segunda principal cuenta corresponde a los pasivos con costo (obligaciones con instituciones financieras) con el 8,89% de participación a septiembre 2021. Cabe mencionar que la compañía posee deudas de largo plazo con Cordiant Capital (USD 38,46 millones) y mantiene vigente la Quinta, Sexta, Séptima, Octava, Novena y Décima emisión de obligaciones en el mercado de valores y un préstamo en Banco Pichincha C.A. y Banco Guayaquil a corto plazo. Las cuentas por pagar al 30 de septiembre de 2021 a proveedores relacionadas son de US 8,23 millones y no relacionadas son de USD 32,59 millones dando un total de USD 40,82 millones.

Por otro lado, el patrimonio de Productora Cartonera S.A. Se ubica por encima del patrimonio promedio de la muestra de empresas del subsector. De septiembre de 2020 a septiembre de 2021, el rubro decreció 4,95%, como resultado de la disminución de la cuenta resultados del ejercicio que ascendió a USD -1,87 millones a septiembre de 2021 representando un decrecimiento de más del 100%. Por otro lado, es relevante resaltar que el incendio del 02 de septiembre de 2020 comprometió una evidente pérdida en el patrimonio de la compañía al verse afectados bienes materiales de valor operativo.

Respecto a los indicadores de liquidez, el capital de trabajo al término del 2020 ascendió a USD 34,09 millones, mientras que, a septiembre de 2021, el rubro se ubicó en USD 42,40 millones, el cual se incrementó comparando con septiembre de 2020 ocasionado por la reestructuración de pasivos de corto plazo a largo plazo por parte de la compañía. El indicador de liquidez total es de 1,64 veces

septiembre de 2021, mientras que a septiembre de 2020 fue de 1,69 veces. Finalmente, la prueba ácida a septiembre de 2021 es igual a 1.07 veces creciendo en un 0,65% con respecto a septiembre de 2020 (1,06 veces). Además, frente a la situación actual de la empresa, en el cual se encuentra solventando las pérdidas materiales y continuidad operativa, la necesidad de capital de trabajo incrementará, la generación de flujos se verá ajustada y el nivel de liquidez de la empresa se verá reducido, por lo que podría esperarse adquisición de más deuda, sustitución de la existente o reprogramación de pagos a instituciones financieras y/o mercado de valores, pues si bien el siniestro iba a ser cubierto por la aseguradora Zurich Seguros Ecuador S.A., el desembolso previsto para el primer semestre del año 2021 ha comenzado un proceso legal y administrativo para determinar el futuro del pago este proceso se encuentra en fase de emisión de sentencia.

Estado de Resultados

Los ingresos por ventas de Productora Cartonera S.A. experimentaron una reducción de 15,64% de 2019 a 2020. Para septiembre de 2021 la tendencia es de un ligero crecimiento de forma interanual que fue de 3,69% ubicándose en USD 120,32 millones, como resultado de dos principales factores: primero, la reactivación comercial después de la emergencia sanitaria sobre el precio de mercado de las cajas de cartón, ubicándose por debajo del promedio (USD 1,010 por TM), que, si es analizado en términos de toneladas, registró un incremento y segundo, por el incendio en la planta industrial que afectó a la capacidad operativa de la compañía y capacidad de respuesta a la demanda de sus clientes. Estas ventas, a septiembre de 2021, fueron aportadas en un 56,52% por cajas de cartón para banano, 12,90% por otros no cartón y el restante distribuido en las líneas distintas al banano, flores, pesca entre otros. Cabe mencionar que, la empresa posee ingresos no operacionales que, al 31 de septiembre de 2021, alcanzaron los USD 295 mil.

La utilidad bruta a septiembre de 2021, ascendió a USD 18,41 millones con una contracción de 17,27% con respecto a septiembre de 2020, dado por el incremento de los costos de ventas de la compañía a septiembre de 2021, por efectos negativos de la pandemia y el incremento del precio del papel y del transporte. El Margen Bruto/Ventas, por tanto, se contrae de septiembre de 2020 a septiembre de 2021, pasando de 19,18% a 15,31%, representando un deterioro en la obtención de beneficios por parte de la empresa entre ambos períodos, debido al incremento de la participación de los costos sobre las ventas hasta un 84.69% de los ingresos.

Por otro lado, la utilidad operativa hasta septiembre de 2021, ascendió a USD 9,70 millones, mientras que en septiembre de 2020 fue de USD 12,45 millones, lo cual representa una variación negativa de -22,10%. Los gastos operativos, sin embargo, presentaron un decrecimiento del 11,14% de septiembre de 2020 a septiembre de 2021. Los gastos en depreciación se ubican en USD 4,37 millones al acumulado de los 9 meses del año 2021, que contempla el deterioro de la propiedad, planta y equipo de la empresa. Los gastos financieros, por otra parte, presentaron una variación de septiembre de 2020 a septiembre de 2021 del 1,85% alcanzando USD 6,76 millones.

El EBIT a septiembre de 2021 se ubica en USD 5,16 millones, equivalente a una contracción de 28,11% con respecto a septiembre de 2020, ya que el costo de producción incrementó ya que mantenían un promedio histórico de 84% del costo sobre las venta pero, a septiembre de 2021 esta razón asciende a 86,35%. Por otro lado, al 30 de septiembre de 2021, la utilidad neta es negativa y, se ubica en USD -1,87 millones, siendo un 298,95% inferior con respecto a septiembre de 2020.

El apalancamiento medido en los activos totales sobre el patrimonio a septiembre de 2021 se encontró en 3,75 veces mientras que septiembre de 2020 este indicador ascendió a 3,45 veces; realizando una comparación interanual se observa un incremento en el apalancamiento sobre el capital. Por otro lado, la razón de ventas sobre los activos totales a septiembre de 2021 es igual a 0,62 veces mismo que a septiembre de 2020, cifra que esta por debajo del comportamiento histórico de el emisor cuyo promedio de 2018 a 2020 fue de 0,91 veces.

Por último, la rentabilidad sobre los activos de septiembre de 2021, se ubicó en -0,97% con un promedio de 2017 al 2020 de 1,49%, esta disminución de la rentabilidad en activos se debe a la reducción del EBIT que de septiembre de 2020 a septiembre de 2021 disminuyó en un 43,72% debido al incremento de los costos de ventas y de la depreciación dentro del mismo periodo de tiempo. La rentabilidad sobre el patrimonio se ubica en septiembre 2021 en -3,64%, cuando en promedio del emisor de 2017-2020 fue de 5,06%; esta disminución de la rentabilidad sobre patrimonio es resultado del decrecimiento de las utilidades netas a septiembre de 2021 decrecieron en más del 100% con relación a septiembre de 2020.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondo (NOF) representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2020, estos fondos se ubicaron en USD 20,45 millones, con un decrecimiento de 50.21% con respecto al período 2019, como resultado del la reducción de la cuenta inventarios y el incremento de cuentas por pagar a proveedores. Para el cierre del período 2021, se estima que las necesidades operativas de fondos superen los USD 28,34 millones, equivalente a un crecimiento de 38,56% con respecto al 2020 bajo la correlación del sector con el comportamiento de la economía y la gestión de la empresa llevada a lo largo del período, considerando, además, un crecimiento en ventas de 5,00%.

Por otra parte, los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF comprendido por el fondo de maniobra (FM), se ubicaron en el 2020 en USD 29,74 millones, lo cual indica que la empresa ha financiado sus actividades con fondos externos y activos inmovilizados. Para el período 2021, bajo el contexto de la situación de la economía y de la empresa, se estima que este rubro alcance los USD 29,36 millones dada el incremento la deuda a largo plazo y de los activos inmovilizados.

El indicador NOF/Ventas, considerando la información a septiembre 2021, se ubicó en 0,25 veces. Por otro lado, la razón FM/NOF al 2020 se ubicó en 1,45 veces y en 1,02 veces a septiembre de 2021, variación que obedece a la adquisición de mercadería que incrementa el rubro de inventarios. Además, que al comparar con la industria al 2020 (0,53 veces) el emisor se encuentra en una posición favorable. Cabe mencionar que, si bien el indicador se ha mantenido por debajo de la unidad dentro de los períodos de análisis, excepto para el 2020, se debe considerar que la compañía mantiene indicadores de liquidez favorables e históricamente congruentes con el desempeño del emisor, capital de trabajo positivo y creciente (USD 42,40 millones al 30 de septiembre de 2021), liquidez corriente de 1,64 veces (1,69 veces a septiembre de 2020) y, prueba ácida de 1,07 veces, evidenciando liquidez por parte de la compañía para responder a obligaciones de corto plazo.

Apalancamiento Financiero

Considerando la información interanual a septiembre de 2021 el indicador de apalancamiento financiero medido por Total Activos/Patrimonio de la compañía, era de 3,75 veces, mientras que, a septiembre de 2020, se ubicó en 3,45 veces, es decir, que la empresa mantiene un nivel de apalancamiento alto, financiando sus activos mayormente por deudas que con capital propio, esto se debe a que la compañía mantiene instrumentos financieros emitidos en el mercado de valores (V, VI, VII, VIII, IX y X Emisión de Obligaciones y Facturas Comerciales Negociables) que deterioran el indicador. Además, cuenta con obligaciones bancarias (con Banco Pichincha, Banco Guayaquil, Banco Amazonas Pacific Bank y Cordiant). Comparado con el indicador a diciembre de 2020 de las empresas del subsector consideradas en el presente análisis (2,63 veces), la compañía se encuentra en una posición desfavorable (3,77 veces).

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto financiero) se ubicó, a septiembre de 2021, en 1,43 veces, aunque sigue siendo mayor a la unidad se puede observar una contracción en comparación con septiembre de 2020 (1,87 veces) y diciembre de 2020 (1,75 veces), deterioro que se ve dado por el incremento del gasto financiero y por el incremento del costo de venta producido por compañía como resultado de la afectación a su capacidad operativa a raíz del incremento del

precio del papel y del incremento de su demanda interna en un 40%. Además, de un deterioro de su capacidad de hacer frente a los intereses de las deudas adquiridas, también tiene dificultades de conservar beneficios para sí misma luego del pago de intereses.

Por otro lado, el ratio Deuda/EBITDA se ubicó, a septiembre de 2021, en 7,26 veces, mientras que, a septiembre de 2020, fue de 4,47 veces, presentando deterioro debido a la contracción del rubro EBITDA entre ambos períodos, evidenciando que la empresa ha generado menor rentabilidad a causa del incendio del 02 de septiembre de 2020 y, de la incapacidad de cobro al seguro, además de las afectaciones por el precio actual del cartón TM.

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la siguiente tabla. Dichos supuestos se basan en un crecimiento en ventas del 5,00% para el término del 2021 para el escenario estándar, se estima, además, un incremento de hasta 87 días de cuentas por cobrar y de inventario hasta 88 días, en el peor de los casos.

Tabla 11. Supuestos de proyecciones financieras.

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	Opex/Ventas
ESTÁNDAR	2021	5.00%	83	85	91	3.12%
	2022	2.00%	83	85	91	3.12%
	2023	2.00%	83	85	91	3.12%
	2024	2.00%	83	85	91	3.12%
	2025	2.00%	83	85	91	3.12%
PESIMISTA I	2021	4.85%	84	86	90	3.12%
	2022	1.94%	84	86	90	3.12%
	2023	1.94%	84	86	90	3.12%
	2024	1.94%	84	86	90	3.12%
	2025	1.94%	84	86	90	3.12%
PESIMISTA II	2021	4.55%	86	88	88	3.12%
	2022	1.82%	86	88	88	3.12%
	2023	1.82%	86	88	88	3.12%
	2024	1.82%	86	88	88	3.12%
	2025	1.82%	86	88	88	3.12%

Fuente: Productora Cartonera S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se estima el flujo de caja libre bajo en cada uno de los siguientes escenarios. En el escenario estándar, se estima un flujo de caja libre para el período 2021 de USD 13,73 millones, debido al manejo de indicadores de actividad por parte de la compañía, se evidencia que la empresa podría cubrir con los recursos que genera pagar sus deudas en el corto plazo considerando sus indicadores de liquidez a la fecha de corte que no presentarían mayor variación al término del período.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar.

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	5.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.75%
Ventas	150,239	153,244	156,309	159,435	162,624	154,807
Ciclo de Conversión de Efectivo	77	77	77	77	77	77
Margen Bruto / Ventas	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%
EBITDA / Ventas	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%
Flujo de Caja Libre (FCL)	13,737	12,419	12,668	12,921	13,180	12,936
FCL/Gastos Financieros	2.82	2.99	3.28	3.61	4.01	3.18
Deuda/FCL	3.91	4.00	3.61	3.23	2.87	3.69

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, bajo un escenario Pesimista I, se estima un crecimiento en ventas de 4,85%, equivalente a un nivel de ventas de USD 12,54 millones y una dilatación del flujo de conversión de efectivo (de 77 días en el escenario estándar) a 80 días. Bajo estas condiciones, el flujo de caja libre

para el período 2021 sería de USD 12,54 millones, se observa que el emisor en el corto plazo podría tener una capacidad de pago que asciende a 2,53 veces y cobertura de 4,37 veces.

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

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	4.85%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	2.67%
Ventas	150,023	152,933	155,899	158,923	162,006	154,445
Ciclo de Conversión de Efectivo	80	80	80	80	80	80
Margen Bruto / Ventas	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%
EBITDA / Ventas	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%
Flujo de Caja Libre (FCL)	12,540	12,391	12,632	12,877	13,126	12,610
FCL/Gastos Financieros	2.53	2.92	3.20	3.52	3.89	3.04
Deuda/FCL	4.37	4.10	3.71	3.34	2.97	3.88

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Bajo un escenario Pesimista II, se estima un crecimiento en ventas de 4,55% y una dilatación del flujo de conversión de efectivo (de 77 días en el escenario pesimista I) a 86 días. Bajo estas condiciones, el flujo de caja libre para el período 2021 sería de USD 1,25mil, bajo estas condiciones el emisor podría contar con capacidad ajustada (menor a la unidad) y cobertura de sus obligaciones financieras de corto plazo.

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

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio
Crecimiento Ventas %	4.55%	1.82%	1.82%	1.82%	1.82%	2.50%
Ventas	149,591	152,312	155,082	157,902	160,774	153,722
Ciclo de Conversión de Efectivo	86	86	86	86	86	86
Margen Bruto / Ventas	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%	85.46%
EBITDA / Ventas	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%
Flujo de Caja Libre (FCL)	1,257	12,340	12,564	12,792	13,025	9,738
FCL/Gastos Financieros	0.36	3.88	4.39	5.03	5.43	3.42
Deuda/FCL	32.51	2.96	2.56	2.17	1.99	10.05

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar las proyecciones en conjunto, se evidencia que en el escenario estándar (apegado a la realidad) el emisor podría contar con flujos para redimir el pasivo con costo de forma ajustada, al menos en el corto plazo. Este escenario está acorde a las proyecciones económicas y sectoriales pronosticadas.

RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ Productora Cartonera S.A., se compromete durante la vigencia de la **Novena 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.

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 al 30 de septiembre de 2021 muestra que durante el mes de enero a septiembre 2021 se negoció un total de USD 11.358.664 miles, correspondientes a la suma de USD 11.330.079 miles en valores en renta fija y USD 28.585 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de septiembre de 2021, en renta fija el 7% de los valores corresponden a papel comercial y el 4% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 303 emisores inscritos, de los cuales 177 pertenecen a la provincia del Guayas y 99 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 31% del sector comercial, un 25% del sector industrial y 12% de servicios.

Liquidez de los valores

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de Productora Cartonera S.A. en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Una vez recabada toda la información de febrero de 2021 a septiembre de 2021 sobre las transacciones del mercado secundario para la Novena Emisión de obligaciones de Productora Cartonera S.A. se puede observar que se han realizado 24 transacciones por un monto total de USD 2,19 millones. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario. 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.⁴

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 la ley, se presenta en la siguiente tabla la posición del emisor:

Tabla 15. Componente del Análisis de Posicionamiento del Valor en el Mercado.

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2020	2018	2019	2020	sep-21
1	Liquidez Corriente	1.02	1.01	1.01	1.51	1.64
2	Endeudamiento Patrimonial	1.91	2.47	2.23	2.59	2.75
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%				20.53%
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.				1.36
		2. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.				4.87
Cumple	Límite de Endeudamiento	Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 2,5 veces el patrimonio de la empresa.				1.37
Cumple	Resguardos Adicionales	Mantener la relación del Patrimonio sobre Activos siempre sobre el 15%.				26.64%

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El indicador de liquidez corriente, al 30 de septiembre de 2021, para Productora Cartonera S.A. se ubica en 1,64 veces, mientras que, al 30 de diciembre de 2020, fue de 1,69 veces, evidenciando un leve decrecimiento interanual. La empresa se ubica en términos de liquidez sobre del promedio de la muestra de empresas comparables del sector en el período 2020 (1,02 veces). La prueba ácida se ubicó en 1,07 veces a septiembre de 2021, mientras que en diciembre de 2020 fue de 1,11 veces.

Por otra parte, el capital de trabajo asciende a USD 42,40 millones, a septiembre de 2021, con un incremento de 4,06% con respecto a septiembre de 2020 (USD 40,75 millones) dada la reestructuración de los pasivos corrientes a pasivos de largo plazo.

⁴ Indicador de presencia bursátil: Permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar qué tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario.
No. de días negociados en el mes / No. de ruedas en el mes.

Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Los activos que respaldan la emisión corresponden a los inventarios (materia prima) libres de todo gravamen y cuentas por cobrar comerciales (sin provisión). Los riesgos que pueden afectar a la empresa en relación con la calidad de los activos que respaldan la presente emisión y su capacidad para ser liquidados son:

- Incremento de la morosidad de clientes que puedan afectar a la recaudación de créditos y cuentas por cobrar, es decir, el riesgo existente de un posible deterioro de la cartera de créditos.
- Inadecuada gestión de las políticas de cobro y recuperación de cartera.
- Baja rotación de inventarios o daños ocasionados por desastres naturales.



Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

A la fecha de corte, el rubro de cuentas por cobrar a relacionadas asciende a USD 8,47 millones en el corto plazo y USD 6,28 millones en el largo plazo. Los posibles riesgos a considerar son:

- Riesgo de crédito o recuperación de cartera.
- Escenarios económicos adversos que impidan el cumplimiento adecuado de los pagos o en los términos acordados por parte de las empresas relacionadas.

Riesgos Previsibles en el Futuro

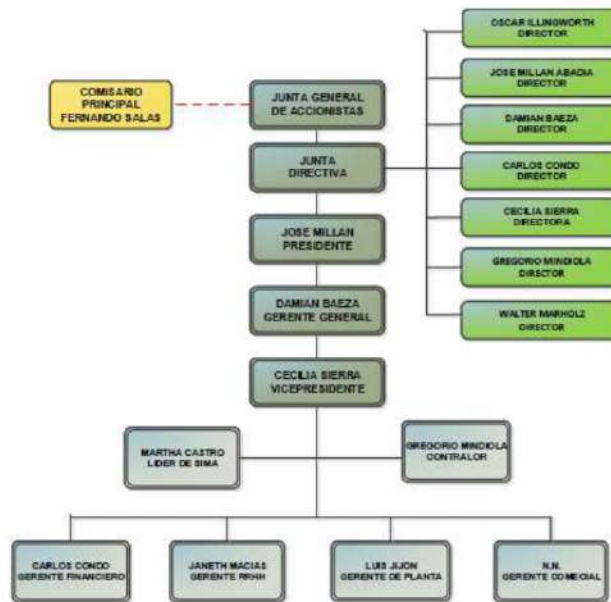
- Perspectivas económicas a nivel nacional e internacional desfavorables que pueden repercutir en el correcto desempeño de la compañía.
- Nuevas políticas gubernamentales que afecten al desempeño de la compañía.
- Afectaciones causadas por desastres naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios puedan verse afectados.
- En la presente emisión de obligaciones aprobada figura como agente pagador el Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A., quien está sujeto a un posible riesgo asociado a la transferencia a tiempo de los recursos para el pago de los inversionistas, dada que la entidad, en la actualidad, se encuentra intervenida.
- 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.
- Un posible atraso al momento de desaduanizar los productos importados, generaría un atraso en la logística y los procesos implementados por la empresa.
- Un posible paro en la maquina corrugadora operativa debido a los daños del siniestro del año anterior.
- En caso resolución desfavorable de parte de la Superintendencia y, que la aseguradora no se realice el desembolso en el corto plazo
- Disminución del precio del cartón TM que se encuentra al alza a este corte de información por el incremento de la demanda interna de cartón a nivel nacional.

 <p>Firmado electrónicamente por: ANDREA ESTEFANIA PAREDES RODRIGUEZ</p>	 <p>Firmado electrónicamente por: EMILY ALICIA SALAZAR SUAREZ</p>
<p>Ing. Andrea Paredes Rodriguez Gerente General</p>	<p>Econ. Emily Salazar Suárez Analista</p>

ANEXOS

Productora Cartonera S.A., tiene el siguiente organigrama general:

Anexo 1. Organigrama General de Productora Cartonera S.A.



Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 2. Estado Situación Financiera. (expresado en miles de USD)

	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	sep-20	2020	sep-21	2017	2018	2019	2020	sep-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	sep20-sep21
TOTAL ACTIVOS	145,432	158,458	171,402	186,110	191,095	192,680	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	8.96%	8.17%	11.49%	3.53%
ACTIVO CORRIENTE	60,788	77,831	82,081	99,769	100,977	108,619	41.80%	49.12%	47.89%	52.84%	56.37%	28.04%	5.46%	23.02%	8.87%
Efectivo	746	1,825	3,436	7,343	3,573	5,079	0.51%	1.15%	2.00%	1.87%	2.64%	144.62%	88.28%	3.99%	-30.83%
Clientes	32,590	32,229	33,660	40,208	33,269	35,941	22.41%	20.34%	19.64%	17.41%	18.65%	-1.11%	4.44%	-1.16%	-10.61%
Inventarios	21,545	32,782	31,764	36,981	26,532	37,720	14.81%	20.69%	18.53%	13.88%	19.58%	52.16%	-3.11%	-16.47%	2.00%
Otros Activos Corrientes	5,907	10,996	13,221	15,238	37,603	29,878	4.06%	6.94%	7.71%	19.68%	15.51%	86.15%	20.23%	184.41%	96.08%
ACTIVO NO CORRIENTE	84,645	80,626	89,321	86,341	90,118	84,061	58.20%	50.88%	52.11%	47.16%	43.63%	-4.75%	10.78%	0.89%	-2.64%
Activos Tangibles	82,667	77,561	81,263	78,203	73,724	74,471	56.84%	48.95%	47.41%	38.58%	38.65%	-6.18%	4.77%	-9.28%	-4.77%
Activos Intangibles	0	389	291	248	207	163	0.00%	0.25%	0.17%	0.11%	0.08%	38929700%	-25.24%	-28.86%	-33.96%
Otros Activos No Corrientes	1,978	2,676	7,767	7,890	16,187	9,427	1.36%	1.69%	4.53%	8.47%	4.89%	35.31%	190.24%	108.40%	19.49%
TOTAL PASIVOS	103,105	112,836	118,339	132,106	137,894	141,350	70.90%	71.21%	69.04%	72.16%	73.36%	9.44%	4.88%	16.52%	7.00%
PASIVO CORRIENTE	60,711	76,950	81,204	59,019	66,884	66,214	41.75%	48.56%	47.38%	35.00%	34.36%	26.75%	5.53%	-17.63%	12.19%
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	30,402	34,145	18,230	20,008	26,692	33,265	20.90%	21.55%	10.64%	13.97%	17.26%	12.31%	-46.61%	46.42%	66.26%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	27,425	31,737	58,835	9,565	23,737	17,127	18.86%	20.03%	34.33%	12.42%	8.89%	15.72%	85.38%	-59.66%	79.06%
Provisiones CP	1,244	1,819	3,663	1,110	232	24	0.86%	1.15%	2.14%	0.12%	0.01%	46.25%	101.41%	-93.68%	-97.80%
Otros Pasivos sin Costo CP	1,640	9,249	476	28,337	16,224	15,797	1.13%	5.84%	0.28%	8.49%	8.20%	463.88%	-94.86%	3310.91%	-44.25%
PASIVO NO CORRIENTE	42,394	35,886	37,135	73,087	71,010	75,136	29.15%	22.65%	21.67%	37.16%	39.00%	-15.35%	3.48%	91.22%	2.80%
Pasivo sin Costo LP	30,983	21,074	13,674	13,661	5,676	12,673	21.30%	13.30%	7.98%	2.97%	6.58%	-31.98%	-35.12%	-58.49%	-7.23%
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	2,524	6,717	13,691	49,812	50,267	53,325	1.74%	4.24%	7.99%	26.30%	27.68%	166.18%	103.82%	267.17%	7.05%
Otros Pasivos con Costo LP	6,016	5,738	2,638	2,882	14,517	2,939	4.14%	3.62%	1.54%	7.60%	1.53%	-4.62%	-54.02%	450.21%	1.98%
Provisiones LP	2,871	2,357	7,133	6,732	550	6,199	1.97%	1.49%	4.16%	0.29%	3.22%	-17.90%	202.64%	-92.29%	-7.91%
PATRIMONIO NETO	42,327	45,621	53,063	54,003	53,200	51,330	29.10%	28.79%	30.96%	27.84%	26.64%	7.78%	16.31%	0.26%	-4.95%
Capital	27,559	27,559	27,559	27,559	27,559	27,559	18.95%	17.39%	16.08%	14.42%	14.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Reserva	4,232	4,232	4,506	4,939	4,953	4,953	2.91%	2.67%	2.63%	2.59%	2.57%	0.00%	6.48%	9.91%	0.28%
Otros resultados Integrales	0	0	0	32,949	0	32,949	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Resultados Acumulados	10,537	13,831	20,998	-12,384	20,689	-12,260	7.24%	8.73%	12.25%	10.83%	-6.36%	31.26%	51.82%	-1.47%	1.00%
Resultados del Ejercicio	0	0	0	940	0	-1,871	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.97%	0.00%	0.00%	0.00%	298.95%

Fuente: Informes Auditados e Internos Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 3. Estado de Resultados, expresado en miles de USD.

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANALISIS VERTICAL					ANALISIS HORIZONTAL			
	2017	2018	2019	sep-20	2020	sep-21	2016	2017	2018	2019	sep-21	2017-2018	2018-2019	2019-2020	sep20-sep21
INGRESOS	120,385	155,348	169,618	116,043	143,085	120,321	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	29.04%	9.19%	-15.64%	3.69%
COSTO VENTA	102,510	134,289	142,436	93,783	123,427	101,906	85.15%	86.44%	83.97%	86.26%	84.69%	31.00%	6.07%	-13.35%	8.66%
GANANCIA BRUTA	17,875	21,060	27,182	22,260	19,658	18,415	14.85%	13.56%	16.03%	13.74%	15.31%	17.81%	29.07%	-27.68%	-17.27%
GASTOS OPERATIVOS (Ventas+Adm)	6,735	7,206	7,733	9,807	4,465	8,714	5.59%	4.64%	4.56%	3.12%	7.24%	6.99%	7.31%	-42.26%	-11.14%
EBITDA	11,140	13,854	19,449	12,453	15,193	9,701	9.25%	8.92%	11.47%	10.62%	8.06%	24.36%	40.39%	-21.89%	-22.10%
DEPRECIACIONES (dep)	3,365	4,431	5,032	3,554	5,834	4,377	2.80%	2.85%	2.97%	4.08%	3.64%	31.67%	13.57%	15.93%	23.18%
AMORTIZACIONES (amr)	140	120	750	720	830	720	0.12%	0.08%	0.44%	0.58%	0.60%	-14.29%	525.00%	10.67%	0.00%
EBIT	7,635	9,303	13,667	8,180	8,529	4,603	6.34%	5.99%	8.06%	5.96%	3.83%	21.84%	46.91%	-37.60%	-43.72%
GASTOS FINANCIEROS	3,845	4,689	6,996	6,646	8,690	6,769	3.19%	3.02%	4.12%	6.07%	5.63%	21.95%	49.19%	24.21%	1.85%
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	-350	-481	80	290	571	295	-0.29%	-0.31%	0.05%	0.40%	0.24%	-37.48%	116.65%	613.68%	1.69%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	3,440	4,132	6,751	1,824	410	-1,871	2.86%	2.66%	3.98%	0.29%	-1.55%	20.14%	63.37%	-93.92%	-
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	516	620	1,013	198	62	0	0.43%	0.40%	0.60%	0.04%	0.00%	20.14%	63.37%	-93.92%	-100.00%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	533	771	1,409	685	211	0	0.44%	0.50%	0.83%	0.15%	0.00%	44.51%	82.81%	-85.00%	-100.00%
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	2,390	2,742	4,329	940	137	-1,871	1.99%	1.76%	2.55%	0.10%	-1.55%	14.70%	57.90%	-96.83%	-
OTRO RESULTADO INTEGRAL	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	2,390	2,742	4,329	940	137	-1,871	1.99%	1.76%	2.55%	0.10%	-1.55%	14.70%	57.90%	-96.83%	298.95%

Fuente: Informes Auditados e Internos Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 4. Razones Financieras.

INDICADORES FINANCIEROS	2017	2018	2019	sep-20	2020	sep-21
LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	76	881	877	40,750	34,092	42,405
Liquidez	1.00	1.01	1.01	1.69	1.51	1.64
Prueba Ácida	0.65	0.59	0.62	1.06	1.11	1.07
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0.71	0.71	0.69	0.71	0.72	0.73
Pasivo / Patrimonio	2.44	2.47	2.23	2.45	2.59	2.75
Pasivo / Ventas	0.86	0.73	0.70	0.84	0.96	0.96
Apalancamiento	3.44	3.47	3.23	3.45	3.59	3.75
ROTACIÓN						
Días de Cuentas por Cobrar	97	75	71	125	84	108
Días de Inventario	76	88	80	142	77	133
Días de Cuentas Por Pagar	107	92	46	77	78	118
Período de Conversión de Efectivo	66	71	106	190	83	123
RENTABILIDAD						
Margen Bruto/Ventas	14.85%	13.56%	16.03%	19.18%	13.74%	15.31%
Margen de Utilidad en Operaciones	6.34%	5.99%	8.06%	7.05%	5.96%	3.83%
EBITDA/Ventas	9.25%	8.92%	11.47%	10.73%	10.62%	8.06%
Utilidad Neta/Ventas	1.99%	1.76%	2.55%	0.81%	0.10%	-1.55%
ROE	5.65%	6.01%	8.16%	1.74%	0.26%	-3.64%
ROA	1.64%	1.73%	2.53%	0.51%	0.07%	-0.97%
Dupont						
Margen Neto	1.99%	1.76%	2.55%	0.81%	0.10%	-1.55%
Rotación Activo	0.83	0.98	0.99	0.62	0.75	0.62
Multiplicador de capital	3.44	3.47	3.23	3.45	3.59	3.75

Fuente: Informes Auditados e Internos Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 5. Tablas de amortización

Clase 1

Trimestre	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
sep-20	938	150	1,088
dic-20	938	131	1,069
mar-21	938	113	1,050
jun-21	938	94	1,031
sep-21	938	75	1,013
dic-21	938	56	994
mar-22	938	38	975
jun-22	938	19	956
TOTAL	7,500	675	8,175

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Clase 2

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
sep-20	625	150	775
dic-20	625	138	763
mar-21	625	125	750
jun-21	625	113	738
sep-21	625	100	725
dic-21	625	88	713
mar-22	625	75	700
jun-22	625	63	688
sep-22	625	50	675
dic-22	625	38	663
mar-23	625	25	650
jun-23	625	13	638
TOTAL	7,500	975	8,475

Fuente: Productora Cartonera S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 5. Tablas de amortización

Clase 3

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interes	Pago de k+i
sep-20	313	100	413
dic-20	313	94	406
mar-21	313	88	400
jun-21	313	81	394
sep-21	313	75	388
dic-21	313	69	381
mar-22	313	63	375
jun-22	313	56	369
sep-22	313	50	363
dic-22	313	44	356
mar-23	313	38	350
jun-23	313	31	344
sep-23	313	25	338
dic-23	313	19	331
mar-24	313	13	325
jun-24	313	6	319
TOTAL	5,000	850	5,850

Fuente: Productora Cartonera S.A.
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 6. Necesidades Operativas de Fondos, expresado en miles de USD.

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA						
CÁLCULO NOF	A.C.		2019	sep-20	2020	sep-21
		+ Caja	3,436	7,343	3,573	5,079
		+ Clientes	33,660	40,208	33,269	35,941
		+ Inventarios	31,764	36,981	26,532	37,720
		P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	18,230	20,008	26,692
- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	476	28,337	16,224	15,797		
NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	50,154	36,187	20,457	29,678	
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		-	-	-59.21%	-17.99%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	53,063	54,003	53,200	51,330
		+ Deudas largo plazo	13,691	49,812	50,267	53,325
		- Activos Inmovilizados	81,263	78,203	73,724	74,471
	F.M.	= Fondo de Maniobra	-14,510	25,612	29,743	30,184
NOF-FM		64,664	10,575	-9,286	-506	

Fuente: Informes Auditados e Internos Nederagro 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.

Anexo 7. Cálculo del Monto Máximo de Emisión.

PRODUCTORA CARTONERA S.A	
sep-21	
(Expresado en miles dólares de los Estados Unidos de América)	
TOTAL ACTIVOS	192,680
(-) Activos gravados	69,658
Subtotal Activos libres de gravamen	123,022
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	163
(-) Activos en Litigio*	23,058
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	349
(-) 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.	19,883
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas 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	2,601
Activos menos deducciones	76,969
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	61,575
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	3.10
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	4.87

* Independientes de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren

Fuente: Informes Auditados e Internos Productora Cartonera S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo B. Cumplimiento de objetivos estratégicos

No.	OBJETIVO ESTRATÉGICO	MACROPROCESO	OBJETIVO 2021	CUMPLIMIENTO
1	Satisfacer los requerimientos acordados con los clientes, partes interesadas pertinentes y legales, reglamentarios o a los que se suscriba voluntariamente Productora Cartonera S.A.	Gestión Comercial	98%	84,31%
		Gestión Legal	100%	100%
		Gestión de Control de Calidad	-	52
2	Brindar las condiciones de administración y operatividad basados en la gestión del riesgo, control de agentes laborales y peligros, con el objetivo de vigilar y controlar los riesgos relacionados a la calidad, inocuidad, seguridad y salud ocupacional, ambiente, actividades ilícitas, corrupción, soborno, defensa y fraude alimentario.	Gestión de Producción (Desperdicio)	5%	6,43%
		Sistemas Integrados de Gestión (Revisión anual de riesgos operacionales)	95%	100%
		Sistemas Integrados de Gestión (auditoría interna)	100%	100%
		Sistemas Integrados de Gestión Cada Proceso	95%	100%
		Seguridad Física # de incidentes relacionados con Actividades Ilícitas	0	0
		Seguridad Física # de incidentes relacionados con soborno	0	0
		Seguridad Física # de incidentes relacionados con corrupción	0	0
		Gestión SSO	0	9
		Gestión SSO (Medio Ambiente)	100%	100%
3	Proveer los recursos necesarios económicos, humanos, materiales y tecnológicos para fortalecer y mejorar continuamente nuestro Sistema Integrado de Gestión, y así, lograr la satisfacción de los clientes y la seguridad de los procesos y productos.	Alta Dirección Sistemas Integrados de Gestión	95%	100%
		Gestión de Producción (Corrugado)	76%	52%
		Gestión de Producción (Empaque)	34%	29%
		Gestión de Desarrollo Humano (Rotación)	5%	1,51%
		Gestión de Desarrollo Humano (Capacitación horas hombres)	2	1,74
		Gestión de Desarrollo Humano (Ausentismo)	4%	2,40%

Fuente: Informes de Productora Cartonera S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 9. Indicadores Macroeconómicos.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio	Desv.Estd	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES									
Inflación anual (%)	3.4	1.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.9	0.60	1.53	-0.44
Crecimiento PIB real (%)	0.1	-1.2	2.4	1.3	-0.1	-7.8	-0.89	3.60	0.22
INDICADORES EXTERNOS									
Cuenta corriente / PIB (%)	-2.2	1.3	-0.3	-1.4	-0.07	3.10	0.06	1.92	-0.07
INDICADORES FISCALES									
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4.0	-5.6	-5.9	-3.7	-2.26	-5.52	-4.47	1.42	1.56
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6.0	-7.3	-4.5	-1.2	-0.1	-2.1	-3.52	2.85	1.20
Deuda pública interna / PIB (%)	12.6	12.5	14.2	12.5	14.75	18.01	14.09	2.15	0.31
Deuda pública externa / PIB (%)	20.4	25.7	30.4	32.6	38.02	45.91	32.17	9.03	0.65
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS									
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28,162	29,886	34,743	39,980	44,537	45,649	37159.50	7,404.70	1.00
OTROS INDICADORES									
Precio del Petróleo WTI	48.7	43.3	50.8	65.2	61.8	49.1	53.16	8.48	1.02
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995.5	994.9	621.3	641.1	677.6	2,412.1	1057.10	685.65	-0.55

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