

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – PAPIZZEC S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 269/2023, 31 de octubre de 2023
Información Financiera cortada al 31 de agosto de 2023

Analista: Ing. Juliana Pacheco
julianan.pacheco@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

PAPIZZEC S.A. es una empresa de servicios, establecida en el año 2004, que se dedica a establecimiento, administración y representación de restaurantes, donde elabora toda clase de pizzas con la marca PAPA JOHN'S, de procedencia estadounidense. Además, maneja la franquicia de la marca para Ecuador, pudiendo vender sub-franquicias y establecer nuevos locales propios con la marca.

Revisión

Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-0000191 emitido el 08 de enero de 2020.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 269/2023 del 31 de octubre de 2023 decidió otorgar la calificación de **"AA" (Doble A)** a la Segunda Emisión de Obligaciones – PAPIZZEC S.A. por un monto un millón quinientos mil dólares (USD 1.500.000,00).

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

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

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

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

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, 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 períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada a la Segunda Emisión de Obligaciones – PAPIZZEC S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- PAPIZZEC S.A. es una empresa de servicios, establecida en el año 2004, que se dedica a establecimiento, administración y representación de restaurantes, donde elabora toda clase de pizzas con la marca internacional "PAPA JOHN'S", de procedencia estadounidense.
- Se encuentra dentro de las cuatro franquicias de pizzerías más grandes a nivel nacional.
- PAPIZZEC S.A., maneja la franquicia de la marca para Ecuador, pudiendo vender sub-franquicias y establecer nuevos locales propios con la marca.

- Cuenta con más de 80 locales a nivel nacional, siendo en la ciudad de Quito donde registra mayor presencia, así mismo se encuentra en los Valles aledaños, Guayas, Manabí, Ambato, Santo Domingo de los Tsáchilas, Cuenca, Milagro, Loja, Machala, Quevedo.
- Los ingresos de PAPIZZEC S.A., registraron un comportamiento creciente durante el periodo analizado, pasaron de USD 9,88 millones en 2019 a 18,89 millones al cierre de 2022, en este último corte anual se evidencia una variación de +21,60% que obedece a la apertura de nuevos locales en ciudades estratégicas. En agosto de 2023, los ingresos de la compañía ascendieron a USD 12,48 millones, lo que significó un crecimiento del 15,32% frente a su similar de 2022 determinado también por la apertura de nuevos locales.
- Los ingresos generados por la Compañía cubrieron de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo en el periodo analizado, que pasó de significar el 6,09% de los ingresos en 2019 a un 5,33% de los ingresos en el 2022. En los cortes interanuales la utilidad operacional participó con el 12,11% de los ingresos en agosto de 2022 y el 7,78% de los ingresos en agosto de 2023.
- Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, participación de trabajadores e impuesto a la renta, la representación de la utilidad neta sobre los ingresos no sobrepasó el 1,00% en los ejercicios económicos anuales. Analizando los cortes interanuales la utilidad antes de participación e impuestos significó un 0,14% de los ingresos en agosto de 2023 (4,31% de los ingresos en agosto de 2022), afectada principalmente por el incremento de los gastos operativos.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía, presentó una evolución acorde al desempeño de su margen operacional, es así que luego de significar 12,78% de los ingresos en 2021, pasó a un 9,63% de los ingresos en 2022, mientras que agosto de 2023 la relación fue de 11,07% (14,70% de los ingresos en agosto de 2022). Dichos resultados reflejan sobre los gastos financieros una cobertura aceptable, siempre superior a la unidad.
- Los activos de PAPIZZEC S.A., pasaron de registrar una suma de USD 3,46 millones en diciembre de 2019 a USD 13,02 millones en diciembre de 2022 (7,95 millones al cierre de 2020)¹ y USD 13,87 millones en agosto de 2023, este comportamiento obedece al registro de mayor inversión en propiedad planta y equipo neto principalmente.
- Los pasivos crecieron de USD 7,87 millones (99,00% de los activos) en diciembre de 2020² a USD 10,00 millones (97,27% de los activos) en diciembre de 2021, USD 12,65 millones (97,18% de los activos) en diciembre de 2022 y USD 13,48 millones (97,22% de los activos) en agosto de 2023, comportamiento que se atribuye a una mayor deuda con costo, así como el registro del pasivo por contrato de arrendamiento de largo plazo. Por lo mencionado se puede apreciar que la empresa financia sus inversiones en mayor proporción con recursos de terceros.
- Al 31 de agosto de 2023, la deuda financiera que estuvo conformada por obligaciones con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y pasivos por arrendamiento de largo plazo, ascendió a USD 9,41 millones y financió el 67,81% de los activos a la misma fecha (USD 8,39 millones, 64,45% de los activos en diciembre de 2022). En agosto de 2023 el peso de la deuda financiera dentro del pasivo fue de 69,75%; considerando el patrimonio, la deuda financiera superó a éste en aproximadamente 25 veces.
- En diciembre de 2021 y diciembre de 2022 el patrimonio refleja crecimiento, su saldo asciende a USD 0,28 millones y USD 0,37 millones respectivamente, así mismo su peso dentro del financiamiento del activo pasó de 2,73% a 2,82% en el mismo orden; la utilidad del ejercicio fue el determinante en esta conducta. En agosto 2023, el patrimonio totalizó USD 0,38 millones (2,78% de los activos), su incremento del 4,89% frente a en diciembre de 2022, fue efecto del movimiento en resultados acumulados y la utilidad del ejercicio.
- El capital social no registró ninguna variación en términos monetarios durante el periodo analizado, manteniéndose en la suma de USD 691.000,00; no obstante, para este último periodo financió el 4,98% de los activos (5,31% en diciembre de 2022).
- PAPIZZEC S.A., para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez (razón circulante) inferiores a la unidad, demostrando que la compañía no posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo. Ocurriendo lo mismo para la liquidez inmediata, lo que reflejó la importancia del inventario en el negocio. Esto se debe a la alta inversión en apertura de locales y parte del flujo operacional de la compañía ha sido destinado para pagar estas inversiones que tendrán su rédito a futuro.

¹ El importante incremento entre los años 2019 y 2020 obedece a los efectos de la conversión de sus estados financieros de Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

² El importante incremento entre los años 2019 y 2020 obedece a los efectos de la conversión de sus estados financieros de Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados pasando de 8,68 veces en el 2019 a 98,83³ veces en el 2020 y 35,59 veces en el 2021. Para diciembre de 2022, esta relación baja a 34,47 veces y aumenta a 35,03 veces en agosto 2023, lo que evidencia que la compañía financia su inversión principalmente con recursos de terceros.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 18 de septiembre de 2019, se reunió la Junta General Universal de Accionistas de PAPIZZEC S.A., misma que decidió aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 1.500.000,00.
- Con fecha 08 de enero de 2020, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 1.500.000,00, bajo la Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00000191, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 14 de enero de 2020, determinando además, que el plazo de vigencia de la oferta pública venció el 08 de octubre de 2020.
- Con fecha 06 de febrero de 2020, PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 08 de julio de 2021 colocó el 100% del total aprobado (USD 1,50 millones).
- Hasta el 31 de agosto de 2023 el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, luego de haber cancelado de manera oportuna los valores respectivos, ascendió a la suma de USD 0,19 millones.
- La Segunda Emisión de Obligaciones se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismos que se detallan a continuación:
 - ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor a partir de la autorización de la Oferta Pública y hasta la redención total de los valores:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,70, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ✓ Al 31 de agosto de 2023, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.
- La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el literal f) del art. 164 de la ley de Mercado de Valores, que el endeudamiento Financiero (deudas con bancos y entidades financieras, más la emisión de obligaciones), no superen el 0,60 del Activo Total en el **promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre** de cada año mientras dure la emisión.
 - ✓ Para el promedio semestral de enero a junio de 2023, el emisor cumplió con límite establecido.
- Adicionalmente, para dar cumplimiento al Artículo 9 del Capítulo I del Título II del libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias Financieras de Valores y Seguros, a fin de cubrir el excedente del 200% del patrimonio, sobre los valores en circulación y el monto de la nueva emisión, los accionistas se comprometen a entregar una Fianza Mercantil Solidaria por el monto que corresponda a fin de cubrir el 120% de este excedente a favor del representante de Obligacionistas.
 - ✓ Al 31 de agosto de 2023 se mantiene vigente la Fianza Mercantil Solidaria y no se ha hecho uso de la misma.
- El emisor constituye un Resguardo Voluntario, constituido por el Fideicomiso de Flujos PAPIZZEC II, administrado por FIDUCIARIA ECUADOR FIDUECUADOR S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.
 - ✓ Según el último informe de Rendición de Cuentas e Informe de Gestión del “Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS” con corte a julio de 2023, las provisiones se han ido efectuando con normalidad y conforme las condiciones que le fueron señaladas en el contrato del Fideicomiso. En este sentido, se

³ El importante incremento entre los años 2019 y 2020 obedece a los efectos de la conversión de sus estados financieros de Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

evidenció que las provisiones correspondientes a la cancelación de los dividendos de capital e interés fueron constituidas en la cuenta corriente del Fideicomiso, creada en el Produbanco.

- Con fecha 31 de agosto de 2023, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 12,96 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 10,37 millones. Dicho valor genera una cobertura de 55,30 veces sobre el saldo de la emisión, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones – PAPIZZEC S.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Durante el periodo transcurrido, se observa que las cifras a agosto de 2023 fueron comparadas con las proyecciones al tercer trimestre de 2023, haciendo la calificadora constar su avance.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, lo cual podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, afectando los resultados de la compañía.
- La agresiva y creciente competencia de cadenas de comida rápida, con el ingreso de nuevos participantes en el mercado o de marcas internacionales, podrían determinar un cambio de conductas de consumo de los ecuatorianos, sin embargo, siendo una de las cadenas más importantes de su país de origen, la marca Papa John's está muy bien posicionada.
- Cambios en las tendencias de consumo de la población, como por ejemplo nuevas preferencias, podría afectar la demanda de los productos del emisor y por lo tanto ocasionaría una posible disminución de sus ingresos y volúmenes de venta.
- Las variaciones de precios de materias primas en el mercado local podrían afectar los márgenes brutos de la compañía.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- La actividad de PAPIZZEC S.A. se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía. Sin embargo, la compañía no ha presentado hasta la fecha ningún problema laboral.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con PAPIZZEC S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial, incluyendo el petróleo.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son: instalaciones, maquinaria y equipo, equipo de computación, vehículos, muebles y enseres, equipos de oficina e inventarios libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a este tipo de activos podrían ser:

- Los activos referentes a instalaciones, maquinaria y equipo, equipo de computación, vehículos, muebles y enseres, equipos de oficina que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de control de la empresa, como es el caso de incendios, u otros similares. Sin embargo, la compañía cuenta con una póliza de seguros multirisgos.
- Al referirnos a los inventarios que respaldan la emisión, se debe indicar que estos podrían estar expuestos a daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, por lo cual, el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguros vigentes.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de proveedores, por lo que su producción se vería afectada.
- Finalmente, al referirnos de los inventarios se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación. Mientras que sus instalaciones, maquinaria y equipo, equipo de computación, vehículos, muebles y enseres, equipos de oficina, tienen un grado de liquidación bajo, por la naturaleza y especialidad de los mismos, por lo que su liquidación podrá depender mayormente de que la compañía esté operando.

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

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En este caso, los activos que respaldan la emisión son únicamente los inventarios e instalaciones, maquinaria y equipo, equipo de computación, vehículos, muebles y enseres, equipos de oficina.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones – PAPIZZEC S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones.
- Escritura del Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC S.A. DOS.
- Actas de la Junta General Universal de Accionistas de PAPIZZEC S.A.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 de PAPIZZEC S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos al 31 de agosto de 2022 y al 31 de agosto de 2023.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.
- Informe del Representante de los Obligacionistas.

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

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la

emisión.

- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser líquidos.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma, pues no es una actividad para la cual esté autorizada.

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

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

Con fecha 18 de septiembre de 2019, se reunió la Junta General Universal de Accionistas de PAPIZZEC S.A., misma que decidió aprobar la Segunda Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 1.500.000,00.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA SEGUNDA EMISIÓN A LARGO PLAZO

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO – PAPIZZEC S.A.	
Emisor	PAPIZZEC S.A.
Capital a Emitir	USD 1.500.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Fecha de firma del Contrato de Emisión	21 de octubre de 2019
Obligaciones	Serán desmaterializados y su valor nominal USD 1.000,00.
Clase	Clase B
Redención, sorteos y rescates anticipados	No contempla rescates anticipados
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de Underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Mecanismos de colocación	Bursátil.
Plazo	1.440 días.
Agente Colocador, Estructurador Financiero y Asesor Legal	PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.

Representante de Obligacionistas	CORPORACIÓN JUAN ISAAC LOVATO VARGAS CIA LTDA.
Tipo de Garantía	Garantía General, conforme a lo dispuesto en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Garantía Específica	Adicionalmente, para dar cumplimiento al art 9 del Cap. I del Título II del libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias Financieras de Valores y Seguros, a fin de cubrir el excedente del 200% del patrimonio, sobre los valores en circulación y el monto de la nueva emisión, los accionistas se comprometen a entregar una Fianza Mercantil Solidaria por el monto que corresponda a fin de cubrir el 120% de este excedente a favor del representante de Obligacionistas.
Fecha de emisión	Será la fecha en que se realice la primera colocación.
Tasa de Interés	Tasa 9,00% fija anual
Pago Intereses	Mensualmente (30 días)
Forma de cálculo intereses	30 / 360 días
Amortización Capital	Trimestralmente (90 días)
Destino de los recursos	Un 33,33% (USD 500.000) para la compra de materia prima, el 33,33% (USD 500.000) para el pago a proveedores y 33,33% (USD 500.000) para crecimiento de locales.
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ul style="list-style-type: none"> Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,70, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
Resguardo Voluntario	Adicionalmente, el emisor constituye un Resguardo Voluntario, constituido por el Fideicomiso de Flujos PAPIZZEC II, administrado por FIDUCIARIA ECUADOR FIDUECUADOR S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.
Limitaciones del Endeudamiento	La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el literal f) del art. 164 de la ley de Mercado de Valores, que el endeudamiento Financiero (deudas con bancos y entidades financieras, más la emisión de obligaciones), no superen el 0,60 del Activo Total en el promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre de cada año mientras dure la emisión.

Fuente: Escritura de Emisión/ Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta la tabla de amortización de capital y pago de intereses de la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo:

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

Fecha	Pago K	Pago I	K+I	Saldo Final
				1.500.000,00
6/3/2020	-	11.250,00	11.250,00	1.500.000,00
6/4/2020	-	11.250,00	11.250,00	1.500.000,00
6/5/2020	93.750,00	11.250,00	105.000,00	1.406.250,00
6/6/2020	-	10.546,88	10.546,88	1.406.250,00
6/7/2020	-	10.546,88	10.546,88	1.406.250,00
6/8/2020	93.750,00	10.546,88	104.296,88	1.312.500,00
6/9/2020	-	9.843,75	9.843,75	1.312.500,00
6/10/2020	-	9.843,75	9.843,75	1.312.500,00
6/11/2020	93.750,00	9.843,75	103.593,75	1.218.750,00
6/12/2020	-	9.140,63	9.140,63	1.218.750,00
6/1/2021	-	9.140,63	9.140,63	1.218.750,00
6/2/2021	93.750,00	9.140,63	102.890,63	1.125.000,00
6/3/2021	-	8.437,50	8.437,50	1.125.000,00
6/4/2021	-	8.437,50	8.437,50	1.125.000,00
6/5/2021	93.750,00	8.437,50	102.187,50	1.031.250,00
6/6/2021	-	7.734,38	7.734,38	1.031.250,00
6/7/2021	-	7.734,38	7.734,38	1.031.250,00
6/8/2021	93.750,00	7.734,38	101.484,38	937.500,00
6/9/2021	-	7.031,25	7.031,25	937.500,00
6/10/2021	-	7.031,25	7.031,25	937.500,00
6/11/2021	93.750,00	7.031,25	100.781,25	843.750,00
6/12/2021	-	6.328,13	6.328,13	843.750,00
6/1/2022	-	6.328,13	6.328,13	843.750,00
6/2/2022	93.750,00	6.328,13	100.078,13	750.000,00

6/3/2022	-	5.625,00	5.625,00	750.000,00
6/4/2022	-	5.625,00	5.625,00	750.000,00
6/5/2022	93.750,00	5.625,00	99.375,00	656.250,00
6/6/2022	-	4.921,88	4.921,88	656.250,00
6/7/2022	-	4.921,88	4.921,88	656.250,00
6/8/2022	93.750,00	4.921,88	98.671,88	562.500,00
6/9/2022	-	4.218,75	4.218,75	562.500,00
6/10/2022	-	4.218,75	4.218,75	562.500,00
6/11/2022	93.750,00	4.218,75	97.968,75	468.750,00
6/12/2022	-	3.515,63	3.515,63	468.750,00
6/1/2023	-	3.515,63	3.515,63	468.750,00
6/2/2023	93.750,00	3.515,63	97.265,63	375.000,00
6/3/2023	-	2.812,50	2.812,50	375.000,00
6/4/2023	-	2.812,50	2.812,50	375.000,00
6/5/2023	93.750,00	2.812,50	96.562,50	281.250,00
6/6/2023	-	2.109,38	2.109,38	281.250,00
6/7/2023	-	2.109,38	2.109,38	281.250,00
6/8/2023	93.750,00	2.109,38	95.859,38	187.500,00
6/9/2023	-	1.406,25	1.406,25	187.500,00
6/10/2023	-	1.406,25	1.406,25	187.500,00
6/11/2023	93.750,00	1.406,25	95.156,25	93.750,00
6/12/2023	-	703,13	703,13	93.750,00
6/1/2024	-	703,13	703,13	93.750,00
6/2/2024	93.750,00	703,13	94.453,13	-
TOTAL	1.500.000,00	265.781,25	1.390.781,25	

Fuente: Casa de Valores / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de agosto de 2023)

Con fecha 08 de enero de 2020, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 1.500.000,00, bajo la Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00000191, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 14 de enero de 2020, determinando además, que el plazo de vigencia de la oferta pública venció el 08 de octubre de 2020.

Adicionalmente se debe indicar que, mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00006519, de fecha 16 de octubre de 2020, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó una prórroga para la colocación de los valores de la emisión, que venció el 08 de julio de 2021.

Colocación de los Valores

Con fecha 06 de febrero de 2020, PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 08 de julio de 2021 colocó el 100% del total aprobado (USD 1,50 millones).

Saldo de Capital

Hasta el 31 de agosto de 2023 el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, luego de haber cancelado de manera oportuna los valores respectivos, ascendió a la suma de USD 0,19 millones.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - c. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,70, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;

- d. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
- Al 31 de agosto de 2023, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Limitaciones del Endeudamiento

La empresa queda obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el literal f) del art. 164 de la ley de Mercado de Valores, que el endeudamiento Financiero (deudas con bancos y entidades financieras, más la emisión de obligaciones), no superen el 0,60 del Activo Total en el **promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre** de cada año mientras dure la emisión.

- ✓ Para el promedio semestral de enero a junio de 2023, el emisor cumplió con límite establecido.

En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 3: LIMITACIONES Y RESGUARDOS

Relación	Límite	Semestre (ene-jun 2023)	ago-23	Cumplimiento
Indicador promedio de Liquidez	Mayor o igual 0,70 veces	0,70	-	Si
Activos reales / Pasivos exigibles	Mayor o igual a (1) veces	-	2,31 ⁴	Si
Deuda Financiera/ Activo Total (promedio semestral)	Menor a 0,60 veces	0,29	-	Si

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

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

CUADRO 4: CALCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (USD)

INDICADOR	ene-23	feb-23	Mar-23	abr-23	may-23	jun-23	PROMEDIO
ACTIVO CORRIENTE	3.185.720,15	3.512.121,29	3.671.007,68	3.629.681,93	3.588.356,17	3.477.259,56	0,70
PASIVO CORRIENTE	4.574.796,29	5.174.205,10	5.007.580,89	4.972.007,09	4.986.433,29	5.595.197,72	
LIQUIDEZ (veces)	0,70	0,68	0,73	0,73	0,72	0,62	

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

Garantía Específica

Adicionalmente, para dar cumplimiento al Artículo 9 del Capítulo I del Título II del libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias Financieras de Valores y Seguros, a fin de cubrir el excedente del 200% del patrimonio, sobre los valores en circulación y el monto de la nueva emisión, los accionistas se comprometen a entregar una Fianza Mercantil Solidaria por el monto que corresponda a fin de cubrir el 120% de este excedente a favor del representante de Obligacionistas.

Los Garantes (Señor Mario Alfredo Cordovez Lalama y la señora Rocío Pallares Villamar accionista de la compañía), constituyen una Fianza Mercantil Solidaria la cual garantiza en forma irrevocable el pago a los

⁴ Activos reales / Pasivos = 1,02 veces

tenedores de cada título de la Emisión, hasta por un monto total de USD 260.000,00 cada garante. En consecuencia, el monto total de la fianza es de USD 520,000.00.

La Garantía establece como beneficiario de la misma a la CORPORACIÓN JUAN ISAAC LOVATO VARGAS CIA. LTDA., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de conformidad al Convenio de Representación de Obligacionistas suscrito con fecha 19 de septiembre del 2019.

Esta Fianza tiene el carácter de solidaria con el Emisor y por tanto cada garante deberá cumplir con los inversionistas hasta por el monto que cada uno se comprometió en tanto el Emisor no honre el pago por el monto y en la fecha en que las Obligaciones sean exigibles. En caso de que no se cubra esta Fianza por parte de uno o los dos garantes, de manera total en dinero, se deberá ejecutar esta fianza en bienes de propiedad de los garantes, y/o en cualquier momento que lo decidan los inversionistas. El Representante de los Obligacionistas convocará inmediatamente a la Asamblea de Obligacionistas, para informarles de este acontecimiento.

- Al 31 de agosto de 2023, se mantiene vigente la Fianza Mercantil Solidaria y no se ha hecho uso de la misma. Vale mencionar, que los garantes cuentan con la capacidad patrimonial necesaria para cumplir con las obligaciones del emisor en caso de requerirlo.

Resguardo Voluntario

El emisor constituye un Resguardo Voluntario, constituido por el Fideicomiso de Flujos PAPIZZEC DOS, administrado por FIDUCIARIA ECUADOR FIDUECUADOR S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.

Fideicomiso de Flujos PAPIZZEC DOS

Con fecha 30 de octubre de 2019, mediante Escritura Pública celebrada ante el Notario Vigésimo Sexto del Cantón Quito, PAPIZZEC S.A., conjuntamente con FIDUCIARIA ECUADOR FIDUECUADOR S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS, suscribieron el contrato del Fideicomiso Mercantil de Garantía y Flujos denominado "Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS".

CUADRO 5: CARACTERISTICAS GENERALES DEL FIDEICOMISO

"FIDEICOMISO DE FLUJOS PAPIZZEC II"	
Constituyente / Beneficiario / Deudor	PAPIZZEC S.A.
Fiduciaria	FIDUCIARIA ECUADOR FIDUECUADOR S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS
Representante de los Obligacionistas	CORPORACIÓN JUAN ISAAC LOVATO VARGAS CIA.LTDA.
Activo Generador de Flujos	Es el 100% de los derechos de cobro de los flujos provenientes de las ventas presentes y futuras realizadas por el Constituyente, en los locales ubicados en la ciudad de Santo Domingo de los Tsáchilas y Ambato , para que dichos recursos sirvan como primera fuente de pago a favor de los inversionistas que adquieran valores emitidos por el Constituyente dentro de un proceso de emisión de obligaciones. En caso de que los recursos que se reciban por los pagos realizados y que fueran efectivamente recibidos por el Fideicomiso, sean insuficientes para realizar los pagos y provisiones previstas, el Constituyente aportará al Fideicomiso los recursos necesarios para cumplir con el objeto del Fideicomiso.

Fuente: Contrato de Fideicomiso / Elaboración: Class International Rating

Patrimonio Autónomo

El Constituyente crea un Fideicomiso Mercantil de garantía y flujos denominado "Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS", mediante la transferencia, a título de Fideicomiso Mercantil y de manera temporal e irrevocable, de los derechos de cobro provenientes de los valores facturados por el constituyente a sus clientes.

Trasferencia de Dominio a Título de Fideicomiso Mercantil

El Constituyente transfiere a título de Fideicomiso Mercantil, al patrimonio autónomo lo siguiente:

- El 100% de los derechos de cobro de los flujos provenientes de las ventas presentes y futuras realizadas por el Constituyente en los locales ubicados en la ciudad de Santo Domingo de los Tsáchilas y Ambato, para que

dichos recursos sirvan como primera fuente de pago a favor de los inversionistas que adquieran valores emitidos por el Constituyente dentro del proceso de emisión.

- El aporte de los flujos provenientes de los flujos de las ventas presentes y futuras realizadas por el Constituyente deberá realizarse con periodicidad **mensual**. El Constituyente declara que dichos flujos se encuentran libres de cualquier tipo de limitación y son de su exclusiva propiedad, asumiendo las responsabilidades que se pudiesen derivar por reclamos de parte de terceros por el aporte realizado.
- Adicionalmente a los aportes realizados conforme lo previsto en el contrato de fideicomiso, en caso de que los flujos sean insuficientes para realizar los pagos y provisiones previstas en el Contrato, el Constituyente tendrá que aportar flujos adicionales, conforme a las actas de aporte que serán suscritas por instrumentos privados por el Constituyente y la Fiduciaria. Estos aportes se seguirán realizando hasta que se haya cumplido con cancelar la totalidad de las Acreencias.

Instrucciones de la Fiduciaria

La Fiduciaria como Representante Legal del Fideicomiso Mercantil, cumplirá con las instrucciones fiduciarias estipuladas el contrato del Fideicomiso Mercantil de garantía y flujos denominado “Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS”⁵.

Situación Financiera del “Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS”

Al 31 de agosto de 2023, el “Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS” registró un total de activos de USD 36.804,93 que corresponden a efectivo y equivalentes de efectivo depositados en la cuenta corriente del Produbanco. Los pasivos contabilizaron la misma suma de los activos, y corresponden a cuentas por pagar PAPIZZEC.

Situación Actual del “Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS”

Según el último informe de Rendición de Cuentas e Informe de Gestión del “Fideicomiso de Administración de Flujos PAPIZZEC DOS” con corte a julio de 2023, las provisiones se han ido efectuando con normalidad y conforme las condiciones que le fueron señaladas en el contrato del Fideicomiso. En este sentido, se evidenció que las provisiones correspondientes a la cancelación de los dividendos de capital e interés fueron constituidas en la cuenta corriente del Fideicomiso, creada en el Produbanco.

No obstante, en dicho informe se menciona que no se cumplió con la instrucción “invertir en forma temporal hasta la totalidad de los recursos dinerarios que ingresen al Fideicomiso Mercantil, en los instrumentos de inversión que sean determinados por el Constituyente, siempre y cuando se realicen en instrucciones financieras con calificación de riesgos A+ o superior”.

Desde marzo hasta agosto de 2023, la Fiduciaria recaudó USD 0,26 millones, mientras que las restituciones durante ese mismo periodo ascendieron a USD 0,06 millones, como se ilustra en el siguiente cuadro:

CUADRO 6: RECAUDACIONES Y RESTITUCIONES (USD)

MES	RECAUDADO	RESTITUIDO
mar-23	48.971	25.000
abr-23	37.305	0
may-23	42.194	15.000
jun-23	40.707	0
jul-23	41.865	0
ago-23	45.035	15.000
Total	256.077	55.000

Fuente: FIDUECUADOR Administradora de Fondos & Fideicomisos S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁵ Controlar de manera mensual los recursos ingresados al Fideicomiso y el monto de la cobertura que, deberá mantener el Fideicomiso a favor de los Acreedores y que deberá ser por lo menos del 100% del monto máximo de provisión mensual a realizarse en el escenario pesimista. En caso de no contar con los montos mensuales establecidos en el punto anterior hasta el 5to día hábil del mes inmediato posterior, la Fiduciaria notificará al Constituyente, a fin de que éste proceda a transferir los recursos necesarios de manera inmediata. Provisionar mensualmente los recursos derivados de los pagos a efectuarse que sean necesarios para que se cancele la totalidad de las acreencias, que ascenderán a la suma de hasta USD 1.500.000,00 a pagarse totalmente. Además, se aprovisionarán y pagarán de los recursos que ingresen: i) los honorarios de la Fiduciaria y ii) los costos, gastos, honorarios y tributos derivados de la constitución, administración y liquidación del Fideicomiso.

Monto Máximo de Emisión

La Segunda Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por PAPIZZEC S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que, al 31 de agosto de 2023, PAPIZZEC S.A. llegó a sumar un total de activos de USD 13,87 millones, de los cuales el 93,46% son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 7: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (USD, AGOSTO 2023)

Concepto	Libres	%
Disponibles	73.787	0,57%
Exigibles	1.500.702	11,58%
Realizables	1.739.945	13,42%
Activo Fijo	8.993.090	69,38%
Otros activos	654.283	5,05%
Total	12.961.808	100,00%

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

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de agosto de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias⁶.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de agosto de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 12,96 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 10,37 millones. Dicho valor genera una cobertura de 55,30 veces sobre el saldo de capital de la Emisión, de esta manera se puede determinar que la Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PAPIZZEC. S.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de agosto de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 69,13 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 8: CALCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (AGOSTO 2023)

Descripción	USD
Total Activos	13.869.095
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-
(-) Activos Gravados	907.287
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ⁷	-

⁶ “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

⁷ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

(-) Derechos Fiduciarios ⁸	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁹	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ¹⁰	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	12.961.808
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	10.369.447
Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	187.500
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	69,13
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	55,30

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

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de agosto de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que la emisión ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,96 veces¹¹ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de agosto de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 0,91 millones lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 12,96 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores en circulación, representan al 31 de agosto de 2023 el 24,36% del 200% del patrimonio y el 48,71% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 9: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (AGOSTO 2023)

Descripción	USD
Patrimonio	384.913
200% del Patrimonio	769.826
Segunda Emisión de Obligaciones	187.500
Valores en circulación / 200% del Patrimonio	24,36%
Valores en circulación / Patrimonio	48,71%

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

Proyecciones de la Empresa

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2021	2022	2023	mar-24
Ventas netas	11.178.030	11.401.591	11.629.622	2.907.406
Costo de ventas	3.800.530	3.876.541	3.954.072	988.518
Utilidad bruta	7.377.500	7.525.050	7.675.550	1.918.888
Gastos administrativos y ventas	6.685.533	6.813.085	6.943.131	1.744.443
Participación a trabajadores	21.285	27.869	34.642	-
Utilidad operativa	670.682	684.096	697.777	174.445
Gastos financieros	204.965	174.485	143.015	29.074

⁸ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁹ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

¹⁰ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

¹¹ (Total Activos Deducidos - Saldo Emisión) / (Total Pasivo - emisión)

Otros Ingresos	323.817	323.817	323.817	80.954
Utilidad antes de impuestos	141.900	185.794	230.945	64.417
Impuesto a la Renta	116.429	127.403	138.691	-
Utilidad neta	25.471	58.391	92.254	64.417

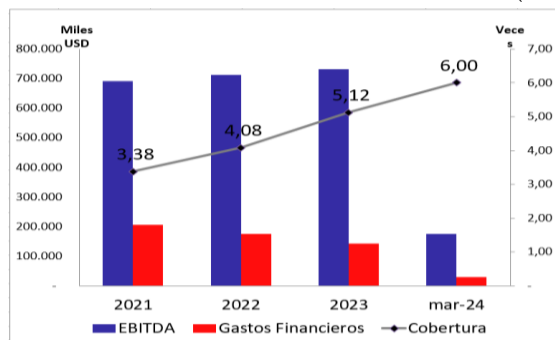
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La estructuración financiera prevé para el año 2021 una disminución en ventas de 6,98% frente al año 2020 (real). Posteriormente, se determinó una tasa de crecimiento del 2,00% para los años 2022 y 2023 como efecto de posibles aperturas de locales. Por su parte los costos de ventas significarían un 34,00% de los ingresos entre los años 2021 a 2023, lo que generaría un margen bruto que representaría en 66,00% (estable) de los ingresos durante todos los periodos proyectados.

Luego de descontar los gastos operativos, que incluyen gastos administrativos, de ventas y participación a trabajadores, la empresa arrojaría una utilidad operacional positiva, misma que representaría un 6,00% de los ingresos entre los años 2021 a 2023. Adicionalmente dentro del modelo financiero de la proyección se registran rubros pertenecientes a gastos financieros y otros ingresos, con representaciones inferiores al 2,00% de las ventas netas. Finalmente, luego de descontar los rubros mencionados anteriormente, además del impuesto a la renta, la compañía generaría una utilidad neta que significaría en promedio el 0,51% de los ingresos entre los años 2021 – 2023.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros durante el periodo analizado (2021-2023). En este sentido, existiría de acuerdo al modelo, una cobertura que pasaría de 3,38 veces en el año 2021 a 5,12 veces en el año 2023, evidenciando que la compañía contaría con la capacidad de pago adecuada.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el indicador de EBITDA/Deuda Total, para los periodos proyectados demostró una cobertura de 1,29 veces a diciembre de 2021, y de 1,54 veces en el año 2023. Además, el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital, significó 7,16 veces en 2021 y 8,39 veces en 2023.

El flujo de efectivo proyectado presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de PAPIZZEC S.A., donde arroja flujos de operación positivos para todos los periodos proyectados, en cuanto al flujo de inversión la compañía planifica para el periodo proyectado adquisiciones de activos, finalmente presenta los flujos generados de actividades de financiamiento que contemplan las actuales obligaciones con costo.

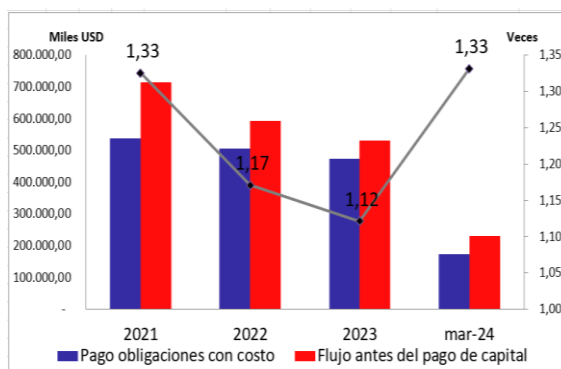
CUADRO 11: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2021	2022	2023	mar-24
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN				
Recibido de Clientes	11.214.417	11.414.899	11.643.197	2.907.406
Pago a proveedores y a empleados	(10.702.334)	(11.050.783)	(11.273.811)	(2.737.171)
Intereses pagados	(17.624)	7.360	7.866	3.516
Otros ingresos (gastos), netos	(39.434)			
Participación a trabajadores	25.018	21.285	27.869	
Impuesto a la renta	122.652	116.429	127.403	
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	602.696	509.190	532.524	173.751

FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN				
Adquisiciones de activos fijos	(96.675)	(91.841)	(87.249)	
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	(96.675)	(91.841)	(87.249)	
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO				
Prestamos financieros	(163.347)	(131.131)	(99.143)	(80.000)
Capital Emisión de Obligaciones	(375.000)	(375.000)	(375.000)	(93.750)
Flujo de Efectivo utilizado en actividades de Financiamiento	(538.347)	(506.131)	(474.143)	(173.750)
FLUJO DE EFECTIVO NETO				
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	(32.326)	(88.782)	(28.868)	1,00
Saldo al comienzo del año	207.553	175.227	86.445	57.577
SALDOS AL FIN DEL AÑO	175.227	86.445	57.577	57.578

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 1,33 veces en 2021, y 1,12 veces en el año 2023. Además, la rentabilidad esperada resultaría positiva para todos los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés a dicho modelo, afectando a una de sus variables dentro del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que las proyecciones se han realizado bajo supuestos conservadores, ya que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 0,22% para el 2021, 0,51% para el año 2022 y 0,79% para el 2023, en el costo de ventas, generando resultados netos positivos en todos los periodos ocurriendo lo mismo para su flujo.

Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado

Se realizó un comparativo entre los datos reales obtenidos hasta agosto de 2023 y las proyecciones a septiembre de 2023, lo que evidenció que hasta la fecha, la compañía logró un cumplimiento satisfactorio con respecto al tercer trimestre del 2023, registrando un cumplimiento de 143,08%, mientras que los costos de ventas se sitúan en un 133,20%, lo que generó una utilidad bruta que supera las previsiones con un 148,17%.

Al referirnos a los gastos operativos, estos alcanzaron un cumplimiento del 144,43%, lo que generó un margen operativo con un cumplimiento del 185,54%. Finalmente, al deducir los gastos financieros y otros ingresos, egresos la compañía alcanzó una utilidad al final del periodo con un avance del 10,56%.

CUADRO 12: ESTADO PROYECTADO VS REAL (USD)

Rubro	2023-III Proyectado	Ago-23 Real	Avance
Ventas netas	8.722.218	12.479.669	143,08%
Costo de ventas	2.965.554	3.949.978	133,20%
Utilidad bruta	5.756.664	8.529.691	148,17%
Gastos administrativos y ventas	5.233.329	7.558.683	144,43%
Utilidad operativa	523.335	971.008	185,54%
Gastos financieros	110.425	936.922	848,47%

Otros Egresos	242.862	89.024	52,35%
Otros Ingresos	-	72.888	-
Utilidad antes de impuestos	170.048	17.950	10,56%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de agosto de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que registró un valor de USD 0,01 millones, mientras que su flujo procedente de actividades de financiamiento fue de USD 0,07 millones y un flujo procedente de actividades de inversión de USD -1,21 millones, lo que generó un neto de efectivo y equivalentes de efectivo de USD 0,26 millones.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiera, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,4% en 2023 y 1,8% en 2024¹². La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 1,3% en el 2023 y un 1,9% en 2024¹³. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹⁴.

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero¹⁵. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 1,5% para el año 2023 y de 0,8% para 2024, a lo largo del año, las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹⁶.

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

¹² <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.aspx>

¹³ <https://www.bancomundial.org/es/topic/development/publication/world-bank-regional-economic-updates>

¹⁴ <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

¹⁵ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

¹⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 2,1% en 2023 (+1,5% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,7% en 2023 y +1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,2% en 2023 y 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para los años 2023 y 2024¹⁷.

Por último, el FMI menciona que es necesaria una cooperación multilateral más rápida y más eficiente en las resoluciones de la deuda para evitar tensiones por sobreendeudamiento. La cooperación es también necesaria para mitigar los efectos del cambio climático y acelerar la transición verde, entre otras formas garantizando el flujo transfronterizo regular de los minerales necesarios¹⁸.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a agosto de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 13: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (jul 2023)	48,68%	Inflación mensual (ago 2023)	0,50%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-jul 2023	1.350,96 Superávit	Inflación anual (ago 2023)	2,56%
Reservas Internacionales (millones USD 06-oct-2023)	5.896,78	Inflación acumulada (ago 2023)	1,92%
Riesgo país (05 de oct 2023) ¹⁹	1.853 puntos	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 10-oct-2023)	85,97	Tasa de Desempleo urbano (ago 2023)	4,5%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el segundo trimestre del 2023 el PIB creció en 3,3% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de +2,5% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el segundo trimestre de 2023 en la industria suministro de electricidad y agua (+10,8% en comparación a su similar de 2022); seguida de acuicultura y pesca de camarón (+10,5% respecto al segundo trimestre de 2022); enseñanza y servicios sociales y de salud (+8,5% respecto a su similar de 2022); y, correo y comunicaciones (+7,5% en relación al segundo trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del gasto del gobierno, consumo final de los hogares y formación bruta de capital flujo (FBKF)²⁰.

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones²¹.

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento

¹⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

¹⁸ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2023

¹⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformelIT_2023.pdf

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf>

considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

El **Riesgo País** registró 1.853 puntos al 05 de octubre de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés²².

La coyuntura política actual define un indicador de riesgo país superior a los 1.700 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la muerte cruzada aplicada por el Presidente de la República, que desencadenó el inicio de un nuevo período electoral. En este sentido, los inversionistas internacionales poseen un escenario de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana²³.

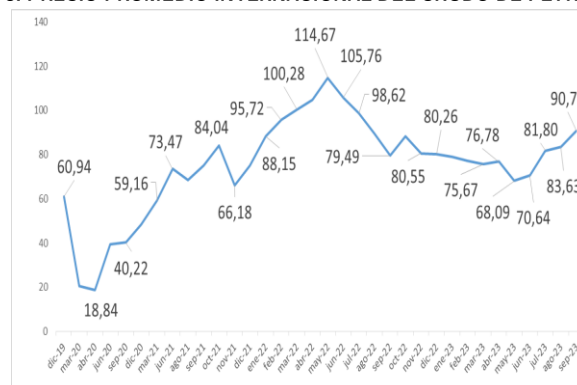
Para julio de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 16.375,35 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 17.346,16 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, bienes de capital, combustibles y lubricantes, y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para julio de 2023 alcanzaron USD 17.726,31 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 19.590,29 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta julio de 2023 arrojaron una suma de USD 12.964,26 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 4.762,05 millones.

Hasta julio de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.350,96 millones, USD 893,17 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.244,13 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.162,29 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 188,67 millones²⁴.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia variable y en septiembre de 2023 cierra en USD 90,79 por barril (USD 85,97 por barril al 10 de octubre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²⁵ por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²⁶.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF> / Elaboración: Class International Rating

²² <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/bonos-externos-caida-precios-muerte-cruzada/>

²⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE/Mensual/m2058/IE-M-322-e.xlsx>

²⁵ <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-anos-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20>

²⁶ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

En agosto de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,91 millones de barriles, lo que representa un 2,72% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,72 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 12,18 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁷.

Durante el primer trimestre de 2023, el precio promedio del petróleo ecuatoriano de exportación fue de USD 63,3 por barril, por debajo de lo que necesita el Presupuesto del Estado para financiarse. Lo que representa ingresos petroleros por USD 301 millones, 56% menos de lo registrado en el mismo período de 2022 (USD 677,7 millones). No obstante, se prevé un mejor escenario con el alza del precio del petróleo impulsada por dos factores: incremento de la demanda mundial gracias a la recuperación del consumo de China, y el recorte de la producción de petróleo hasta 2024 anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)²⁸.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta agosto de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 12.189,01 millones, es decir existió un incremento de 3,48% respecto al mismo período de 2022 (USD 11.779,41 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta agosto de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 5.651,81 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.252,74 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 736,98 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 564,18 millones²⁹.

La **inflación mensual** en agosto de 2023 registró una variación de 0,50%, mientras que la variación **anual** fue de 2,56% y la **acumulada** fue de 1,92%. Para agosto de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 74,45% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 25,55% se registraron resultados negativos, siendo Bienes y servicios diversos; y Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar, las de mayor variación³⁰.

En referencia al **salario nominal promedio**, para agosto de 2023, se fijó en USD 524,83³¹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 467,16 para agosto 2023³². En cuanto al costo de la canasta básica familiar en agosto de 2023, se ubicó en USD 785,47³³, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 106,94% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023³⁴.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,5% en agosto de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³⁵ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 35,0% en agosto de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 21,2% a agosto de 2023³⁶.

A junio 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 27,0% y la pobreza extrema en 10,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,0% y en el área rural alcanzó el 46,4% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁷, se ubicó en 0,467 a junio del 2023 (0,453 en junio de 2022), es decir existe un

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023199.pdf>

²⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-precio-alza-ecuador-presupuesto/>

²⁹ <https://www.sri.gov.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202308.pdf>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCovuntura/CifrasEconomicas/cie202308.pdf>

³² Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³³ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Agosto/Boletin_tecnico_08-2023-IPC.pdf

³⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html>

³⁵ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Agosto/202308_Mercado_Laboral.pdf

³⁷ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

leve crecimiento con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2023 se ubicó en USD 89,29 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,32 mensuales per cápita (a junio de 2022 USD 87,57 y USD 49,35 respectivamente)³⁸.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,51% para octubre de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,48%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,97%³⁹. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para agosto de 2023 alcanzó la suma de USD 77.661,1 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.807,9 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.249,5 millones⁴⁰.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.589 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía⁴¹.

Para agosto de 2023, la cartera de crédito total cerró en USD 40.937 millones, lo que representa un incremento de 10,4% frente a su similar período de 2022 (USD 3.863 millones más). El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para agosto de 2023, el 59% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 41% al consumo. Por otro lado, si bien el crédito sigue creciendo, existe una desaceleración en la entrega de financiamiento formal. Este comportamiento obedece a factores como la incertidumbre provocada por la normativa local de techos a las tasas de interés que es incompatible con la coyuntura de tasas de interés internacionales, el potencial impacto del Fenómeno de El Niño en la economía y la situación de alta incertidumbre frente al contexto electoral y de inseguridad. Según lo mencionado por la Asobanca, pese a los desafíos que enfrenta el país, la banca privada ratifica su compromiso de seguir apoyando con financiamiento a empresas y familias, especialmente para actividades productivas y al mejoramiento de la calidad de vida de los ecuatorianos⁴².

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior⁴³.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el segundo trimestre de 2023 totalizó USD 1.353,45 millones, cifra superior en 16,64% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.160,37 millones), y en 13,55% respecto al primer trimestre de 2023 (USD 1.191,99 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos (72,75% del valor recibido)⁴⁴.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2023 fueron de USD 83,43 millones; monto inferior en un importante 87,63% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 674,52 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el segundo trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁵. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte,

³⁸ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Junio/202306_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

⁴⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202308.pdf>

⁴¹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴² <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/09/2023-09-07-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴³ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren20231.pdf>

⁴⁵ <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros⁴⁶.

Para julio de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 46.350,86 millones, cifra inferior a la reportada en julio de 2022, cuando fue de USD 46.484,04 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para julio de 2023 fue de USD 11.766,06 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 755,13 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de julio de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,68% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁷.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para septiembre de 2023 totalizaron USD 6.312,20 millones (USD 5.896,78 millones al 06 de octubre de 2023)⁴⁸. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Las RL (Reservas de Liquidez)⁴⁹ constituidas alcanzaron USD 1.817 millones al 23 de agosto de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.472 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 346 millones⁵⁰.

La **calificación de deuda** para octubre de 2023⁵¹ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"⁵². Por otro lado, la agencia Fitch Rating rebajó la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en Ecuador de "B-" a "CCC+", calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país⁵³.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

PAPIZZEC CIA. LTDA., fue constituida mediante escritura pública el 02 de septiembre de 2004, debidamente inscrita en el Registro Mercantil el 20 de septiembre del 2004. El plazo de duración de la compañía es de 75 años que se contarán a partir de la inscripción del contrato del registro mercantil, plazo que podrá ser ampliado o reducido por resolución de la Junta General de Accionistas.

La empresa se dedica al establecimiento, administración, representación y manejo de restaurantes de comidas y bebidas, sobre todo para la elaboración de pizzas con la franquicia internacional estadounidense **Papa Johns**, la cual es la tercera cadena de restaurantes de pizza más grandes del mercado de Estados Unidos, y que se estableció en Ecuador, mediante PAPIZZEC S.A., siendo la cuarta cadena más grande de pizza a nivel nacional. Tiene presencia en otros 11 países a nivel mundial. Al llegar al país se encuentra con un mercado donde su principal competencia es Pizza Hut, Domino's Pizza y Ch Farina, quienes ya cuentan con experiencia en el mercado, aunque su menú simplificado garantiza la calidad superior de todos sus productos, lo que le permite diferenciarse de la competencia.

⁴⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

⁴⁷ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?id=14245>

⁴⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

⁴⁹ Los datos de Reservas de Liquidez se presentan en línea con la emisión de la Resolución de la Junta de Política y Regulación Monetaria Nro. JPRM-2023-013-M del 30 de junio de 2023.

⁵⁰ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Sep23.pdf

⁵¹ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

⁵² <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

⁵³ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebajo-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-respndio-el-gobierno/>

Cuenta con más de 80 locales a nivel nacional, siendo en la ciudad de Quito donde registra mayor presencia, así mismo se encuentra en los Valles aledaños, Guayas, Manabí, Ambato, Santo Domingo de los Tsáchilas, Loja, Machala, Milagro, Cuenca, Quevedo.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de agosto de 2023, el capital suscrito y pagado de PAPIZZEC S.A. se mantiene en USD 691.000,00, constituido por 691.000 acciones ordinarias, nominativas e indivisibles con un valor nominal de USD 1,00. Cabe destacar, que el 54,51% de la participación accionaria se concentra en el FIDEICOMISO ADMINISTRACIÓN ACCIONES PAPIZZEC., a continuación, se evidencia un detalle de la distribución accionarial de la compañía:

CUADRO 14: ACCIONISTAS

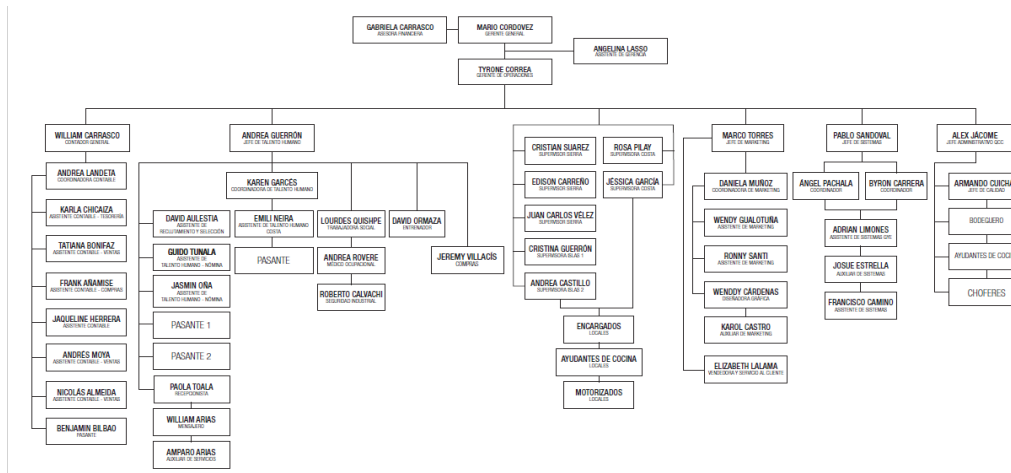
Nombre	Capital (USD)	Participación (%)
FIDEICOMISO ADMINISTRACIÓN ACCIONES PAPIZZEC	376.680,00	54,51%
PALLARES VILLAMAR ROCIO	290.220,00	42,00%
ARIAS QUIROZ EDGAR EFRAIN	24.100,00	3,49%
Total	691.000,00	100,00%

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

PAPIZZEC S.A. es gobernada por la Junta General de Accionistas, y administrada por el Presidente y Gerente General, los cuales cumplirán las funciones determinadas en los estatutos. Para la gestión de la empresa, se han establecido distintos departamentos, los cuales responden a la Gerencia Operativa de la compañía, la que a su vez mantiene diálogos directos con la Gerencia General.

Así mismo cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente/Elaboración: PAPIZZEC S.A.

Los principales ejecutivos⁵⁴ de la compañía se encuentran conformados por profesionales de alto nivel y cuentan con amplia experiencia en cada una de las actividades desarrolladas, lo que les permite promover una adecuada gestión y estimular de forma positiva el crecimiento del negocio.

CUADRO 15: DIRECTORIO

Nombre	Cargo
Roció Pallares Villamar	Presidente
Mario Cordovez Lalama	Representante Legal

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

⁵⁴ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

CUADRO 16: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Nombre	Cargo
Rocío Pallares Villamar	Presidente
Mario Cordovez Lalama	Gerente General
Tyrone Correa	Gerente de Operaciones

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

Gobierno Corporativo

PAPIZZEC S.A. no incluye formalmente prácticas de Buen Gobierno Corporativo en sus estatutos, sin embargo, en su actuar habitual usa prácticas de administración y comunicación interna que norman la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas (mayoritarios y minoritarios), altas gerencias como al personal en general.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento, además se determina aspectos generales de capitalización y distribución de utilidades, entre otras. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 31 de agosto de 2023, la empresa mantiene dentro de su nómina 611 empleados (558 en febrero 2023), mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de la empresa; el 89,36% de ellos se concentra en el área operativa, la diferencia del 10,64% forma parte del área administrativa. Es importante indicar que el 93,78% de los empleados de la Compañía cuenta con un contrato indefinido, el 5,73% hace referencia al personal con contrato de prestación de servicios y la diferencia del 0,49% registra contrato de pasantías.

Es importante mencionar que la compañía no posee sindicatos ni contratos colectivos que pueda alterar de alguna manera el funcionamiento normal de las operaciones de la empresa, por el contrario, mantiene una buena relación con sus colaboradores, los cuales se encuentran capacitados y calificados con varios años de experiencia.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

De acuerdo a información presentada por PAPIZZEC S.A., se tiene lo siguiente:

- Dresler S. A. (situación legal: activa): Es la razón social de la sub-franquicia de Cuenca. Relación: entrega de producto y cobros.
- Delesco S.A.: (situación legal: activa): Mario Cordovez Relación: Presidente
- Cadegru S.A. (situación legal: disolución y liquidación): Mario Cordovez, socio de esa empresa. Relación: Presidente
- Florícola La Rosaleda S.A. Florosal (situación legal: activa) Sra. Rocío Pallares, socia de esa compañía.
- Acuarela: (situación legal: canc. de inscripción anotada en RM): Sra. Rocío Pallares, socia de esa compañía.

Otros Aspectos de la Empresa

Productos

Los productos de PAPIZZEC S.A., se basan en la línea de alimentos, que conforman un menú simplificado de pizzas. La masa utilizada para sus pizzas siempre está fresca, además de que los productos que complementan su

elaboración siempre mantienen su frescura, pudiendo de esta manera garantizar la calidad superior de sus productos. Al mantener un menú simplificado, contar con productos frescos para sus comensales, le permite confirmar su filosofía de marca: “Nos enfocamos en nuestro objetivo y tratamos de hacerlo mejor que todos”.

Clientes⁵⁵

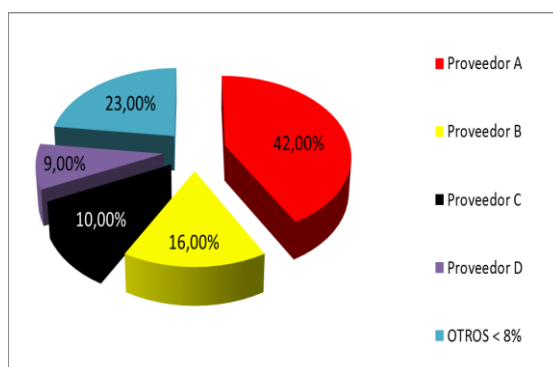
PAPIZZEC S.A. procesa, distribuye y vende directamente a consumidores finales todos sus productos, por lo que no dispone de una cartera de clientes. Cabe mencionar que el 99,00% de las ventas de PAPIZZEC S.A., son realizadas a consumidores finales, y el restante 1,00%, al único cliente sub-franquicia DRESLER, a quien le otorga un crédito de 45 días.

La compañía realiza sus ventas en un 60,00% en efectivo, el 40,00% mediante tarjetas de crédito.

Proveedores

Los proveedores de PAPIZZEC S.A. abastecen a la empresa, principalmente de: materia prima, insumos y suministros necesarios para la consecución de su objetivo. Al 31 de agosto de 2023, el proveedor A, Compañía dedicada a la venta de productos lácteos, registra una participación del 42,00% sobre el costo de ventas, le sigue el proveedor B con el 16,00%, los demás tuvieron participaciones individuales inferiores o iguales al 10,00%.

GRÁFICO 5: PROVEEDORES (AGOSTO 2023)



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

El ámbito en el que la compañía desarrolla sus actividades demanda innovación y tecnológica. Adicionalmente se debe indicar que la compañía posee la capacidad de negociación con sus proveedores y tiene la flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Según lo reportado por la administración de la compañía, la principal estrategia de PAPIZZEC S.A., ha sido el crecimiento de la marca, mediante la apertura de nuevos locales en ciudades estratégicas, así como el fortalecimiento en ciudades en donde ya contaba con presencia en el mercado.

En cuanto a nuevos productos; por tratarse de una franquicia extranjera, sigue los estándares de la marca y se innovan los productos recomendados.

Política de Precios

La empresa maneja los precios competitivos, conforme lo que mantiene el mercado, siempre tratando de mantener precios similares a los de su competencia, ofertando productos de calidad.

⁵⁵ La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

Política de Financiamiento

PAPIZZEC S.A., históricamente ha financiado sus inversiones principalmente con recursos de terceros, es por ello que el financiamiento con pasivos pasó de 97,27% de los activos en 2021 a 97,18% al cierre de 2022 y 97,22% en agosto de 2023. El financiamiento con recursos propios por su parte pasó de 2,73% en el año 2021 a 2,82% al término del año 2022 y 2,78% en agosto de 2023.

Para agosto de 2023, la deuda con costo financió el 67,81% de los activos totales (64,45% de los activos en diciembre de 2022), y estuvo conformada por instituciones financieras locales, obligaciones emitidas en el mercado de valores y pasivos por contrato de arrendamiento.

Política de Inversiones

La empresa ha dirigido sus esfuerzos al crecimiento en número de locales a nivel nacional. Adicionalmente compró maquinaria para la planta de producción misma que sirve para la elaboración de masas. Finalmente renovó parte de la maquinaria de los locales. Dichas inversiones se financiaron a través de mercado de valores, con la capitalización de los accionistas y con recursos provenientes del giro del negocio.

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

PAPIZZEC S.A. es una empresa legalmente constituida en el Ecuador, por lo que está sujeta a las regulaciones tradicionales del país, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos en sus distintas operaciones. Los organismos públicos que norman a la compañía son: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Servicio de Rentas Internas, Ministerio de Relaciones Laborales, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Normas Municipales, Defensoría del Pueblo, entre otros.

Adicionalmente, la empresa tiene controles internacionales, en lo que respecta a proveedores, los mismos que deben cumplir con por lo menos Buenas prácticas de manufactura (BPM). En su mayoría, los proveedores de la empresa sobrepasan estas normas y mantienen un HACCP (Análisis de Peligros y Puntos de Control Críticos, por sus siglas en inglés), lo que garantiza la calidad de los productos que utiliza PAPIZZEC S.A., para la elaboración de sus pizzas.

Responsabilidad Social

Desde diciembre de 2014, la empresa realiza la campaña "PIZZA DAY", cuyo objetivo es que todo lo recaudado, producto de la venta de ese día sirva para apoyar a 5 fundaciones (1 por cada ciudad donde se encuentran locales de Papa John's). La empresa ARCA (Coca cola) se ha unido a la campaña con la donación de bebidas promociones que incluye en la venta de ese día.

A lo largo de los años han tenido varias temáticas; el 2014 la campaña consistió en que la gente apoye con 1 dólar por la compra de una lata de coca cola y papa John's le obsequiaban 2 slices de pizza. En la actualidad se ha modificado para ofertar principalmente las pizzas (gracias al posicionamiento actual) y este se acompaña con un adicional en caso de existir patrocinio de otras empresas.

Adicional, empresas aliadas (principalmente proveedores de materia prima), han intervenido con donaciones de producto para abaratar costos de lo producido ese día.

Como política de empresas y con el fin de evitar desvíos de valores; PAPIZZEC S.A. no entrega dinero en efectivo a las fundaciones, ellas entregan una lista de productos que consideran necesarios para sus centros y proceden a comprarlos de acuerdo a la lista.

A lo largo de esta campaña todas han sido presenciales en los locales, excepto en 2020 debido a la pandemia que se realizó a domicilio.

El 31 de enero de 2022, Quito sufrió un aluvión en el sector de La Gasca, por lo cual, la campaña activa que mantiene PAPIZZEC S.A. "PIZZA DAY", fue parte de los eventos relacionados a la reactivación económica con donaciones, colaborando en situaciones difíciles que atraviesa la ciudadanía afectada.

Riesgo Legal

Con base en la página del Consejo de la Judicatura, PAPIZZEC S.A., mantiene 1 proceso judicial en calicada de demandado/procesado.

Liquidez de los títulos

Con fecha 06 de febrero de 2020, PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A., inició la colocación de valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 08 de julio de 2021 colocó el 100% del total aprobado (USD 1,50 millones).

Al 31 de agosto de 2023, PAPIZZEC S.A. presentó una emisión vigente en el Mercado de Valores, conforme al siguiente detalle.

CUADRO 17: EMISIÓN VIGENTE

Emisión	Año Aprobación	Aprobación SIC	Monto (USD)	Estado
Emisión de Obligaciones a largo plazo	2020	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00000191	1.500.000,00	Vigente

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

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el semestre de marzo a agosto 2023 para los valores de la Emisión de Obligaciones sujeto de calificación en el presente informe; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

Según lo reportado por la administración, la compañía apertura locales tanto en calle como en centros comerciales. No obstante, los locales en los que más se ha enfocado PAPIZZEC.S.A., son los denominados locales Express, mismos que le han dado a la empresa un nivel de ingresos permanente que aseguran que el capital operativo no se disperse de la reinversión que se proyectó a inicios de la pandemia.

Según el informe de los auditores independientes, menciona que los Estados Financieros presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la situación financiera de la entidad al 31 de diciembre de 2022, así como sus resultados y flujos de efectivo correspondientes al ejercicio terminado en dicha fecha, de conformidad con las Normas Internaciones de Información Financiera (NIIF).

Como hecho subsecuente, con fecha 31 de octubre de 2023 PAPIZZEC.S.A., registra obligaciones pendientes en el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social por un valor de USD 53.331,78. Estas obligaciones están sujetas a evaluación para su posterior pago, el cual se prevé financiar a través de los ingresos generados por las ventas de

los diferentes locales. En caso de que no sea factible cubrir estas obligaciones con dichos ingresos, se tomará la iniciativa de solicitar un convenio de pago.

Situación del Sector

El constante crecimiento del segmento de comida rápida de la industria alimenticia, se debe al acelerado ritmo de vida que actualmente tienen las personas, como consecuencia de sus actividades laborales y personales, lo que resta tiempo para dedicarse a la cocción de sus alimentos en casa. El mercado en este segmento es muy diverso, por lo que se dispone de una oferta amplia, que van desde restaurantes, servicio de mostrador, comida para llevar, auto-servicio y entrega a domicilio.⁵⁶

La industria de alimentos enfrenta un cambio radical, el delivery ha cambiado las reglas del juego, una acelerada implantación de innovaciones tecnológicas permitirá a los profesionales de los restaurantes sacar el máximo provecho, por lo cual, los restaurantes organizados podrán satisfacer la demanda e incrementar el volumen de ventas y así satisfacer al consumidor post-pandemia⁵⁷.

En el segundo trimestre de 2023 la economía ecuatoriana registró una tasa de variación positiva de 3,3% en comparación con el mismo período del año anterior. Este crecimiento estuvo impulsado principalmente por el crecimiento del Gasto de Consumo Final del Gobierno en 6,4%; el Gasto de Consumo Final de los Hogares en 4,3%; y, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en 3,8%⁵⁸.

El aumento del Gasto de Consumo Final del Gobierno estuvo relacionado principalmente con el aumento en la compra de bienes y servicios, así como con el pago de remuneraciones de los sectores de salud y educación. Por otro lado, el crecimiento del Gasto de Consumo Final de los Hogares, se vio impulsado por el aumento de las remesas, las importaciones, y los créditos de consumo.

Adicionalmente, las Importaciones de bienes y servicios registraron un aumento del 6,2%, impulsada por la adquisición de maquinaria, equipos eléctricos, productos químicos básicos y equipo de transporte. En contraste, las Exportaciones de bienes y servicios mostraron una ligera reducción interanual de 0,2%, debido a la disminución de las ventas externas de petróleo, pescado elaborado, y minerales metálicos y no metálicos.

A nivel de industrias, 15 de los 18 sectores reportaron un desempeño positivo durante este periodo. Entre las actividades que mostraron un mayor crecimiento interanual se encuentran:

- Suministro de electricidad y agua en 10,8%
- Acuicultura y pesca de camarón en 10,5%
- Enseñanza y servicios sociales y de salud en 8,5%
- Correo y comunicaciones en 7,5%
- Administración pública en 4,3%

En términos trimestrales, la economía ecuatoriana experimentó un crecimiento del 2,5% comparado con el primer trimestre de 2023. Este resultado se explica principalmente por el incremento de la FBKF en 7,6%, el gasto de gobierno en 3,5%, las exportaciones en 3,3% y el consumo de los hogares en 2,5%. Además, las importaciones crecieron un 2,1%⁵⁹.

Dos tercios de los ejecutivos señalaron que las preferencias de compra de los consumidores han cambiado considerablemente en los últimos 12 meses y que el cambio más significativo es que los consumidores ahora tienen una menor disposición de pagar altos precios y prefieren optar por productos de menor costo⁶⁰.

Las empresas que muestran un mayor crecimiento están aplicando nuevas formas de acercarse a los consumidores, principalmente, a través de inversiones digitales que les ayudan a interactuar con los

⁵⁶ <https://youngwomenshealth.org/2009/06/16/comida-rapida/>

⁵⁷ <https://hosteleriaecuador.com/6-objetivos-de-las-cadenas-de-restaurantes-para-afrontar-el-2021-con-exito/>

⁵⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf

⁵⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf

⁶⁰ <https://www2.deloitte.com/ec/es/pages/consumer-business/articles/crecimiento-rentable-de-la-industria-del-consumo-2023.html>

consumidores. Estas empresas también invierten cada vez más en innovación y trabajan en el desarrollo de análisis relacionados para ayudar a personalizar las experiencias de los clientes.

El sector de alimentos y bebidas es uno de los pilares de la economía del Ecuador, dado que aporta significativamente al Producto Interno Bruto (PIB) del país, representando el 6,6% del mismo. Esta industria no solo tiene un peso importante en términos económicos, sino que también es un generador clave de empleo, ya que el 50% de los trabajadores del país proviene de este sector, y además, 1 de cada 10 empresas del Ecuador pertenece a esta área.⁶¹

Es importante destacar que estos resultados no solo se traducen en términos financieros, sino que también reflejan el impacto positivo de la industria de alimentos y bebidas en la sociedad ecuatoriana, al ser un sector que contribuye al bienestar de la población y al desarrollo del país. En este sentido, la industria de alimentos y bebidas del Ecuador se consolida como una de las más relevantes dentro de la dinámica social y económica del país, gracias a su capacidad de generar empleo, impulsar la producción nacional y promover la innovación y el crecimiento sostenible.⁶²

Dentro de las barreras de entrada aplicables al sector de la industria de alimentos, puede considerarse las restricciones de alimentos importados. Adicional deben obtener diferentes permisos y patentes los cuales son otorgados por los municipios, previo al cumplimiento de varios requerimientos establecidos por los mismos. Otro punto de relevancia para la entrada en este mercado, serían los costos que se generarían en publicidad e innovación, puesto que es un sector donde existen numerosos competidores.

Expectativas

Debido a que PAPIZZEC S.A., maneja una de las franquicias de pizza más importantes de Estados Unidos, le ha permitido mantener un crecimiento y posicionamiento en Ecuador, tomando en cuenta el crecimiento del consumo de comida rápida, lo que lo más probable es que siga ganando terreno, ya que mantiene su filosofía de brindar un producto de mejor calidad, con mejores ingredientes.

La industria de productos de consumo se enfrenta a importantes desafíos a medida que avanzan los meses. Los problemas de la cadena de suministro, la escasez de mano de obra, los conflictos globales y el cambio climático generan gran incertidumbre en los directivos de la mayoría de las empresas de artículos para el hogar, cuidado personal, ropa, alimentos y bebidas.⁶³

Es fundamental considerar las tendencias actuales para satisfacer las necesidades de los clientes. En este sentido, se espera que en el presente año los consumidores busquen menús más flexibles y una experiencia de compra en línea más fácil y ágil. Por lo tanto, las empresas del sector de alimentos y bebidas deben estar siempre a la vanguardia, adaptándose e innovando constantemente para estar en sintonía con las tendencias del mercado y las expectativas de los consumidores.⁶⁴

Posición Competitiva de la Empresa

En el Ecuador existen pizzerías que trabajan bajo el concepto de franquicias, las cuales son directa competencia de PAPIZZEC S.A., teniendo estas la siguiente participación del mercado: Pizza Hut con el 34% del mercado, Domino's Pizza con el 21%, Papa John's (PAPIZZEC S.A.) 21%, y el restante 24% se dividen el resto de pizzerías. Por lo antes mencionado, se debe considerar el crecimiento que la compañía ha mantenido, al poder establecer locales y otorgar sub-franquicias, lo que le permite difundir su marca a nivel nacional.

Cabe mencionar que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU I5610.11, y en base a la última información disponible (2021), sus ventas se ubicaron en el puesto 1.270 de su sector.⁶⁵

⁶¹ <https://muchomejorecuador.org.ec/elementor-26163/>

⁶² <https://ccq.ec/la-industria-de-alimentos-y-bebidas-explora-nuevas-oportunidades-en-el-mercado-ecuatoriano/>

⁶³ <https://www2.deloitte.com/ec/es/pages/consumer-business/articulos/crecimiento-rentable-de-la-industria-del-consumo-2023.html>

⁶⁴ <https://www.visafranchise.com/es/recursos/industrias-franquicias/alimentacion-y-bebidas>

⁶⁵ <https://www.ekosnegocios.com/empresa/papizzec-sa>

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad. La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

PAPIZZEC S.A. busca en la calidad de sus productos la ventaja frente a sus competidores. Dentro de su organización estratégica incluye un análisis FODA para la empresa, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen, los cuales se ilustran a continuación:

CUADRO 18: FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Mantener estándares de calidad en sus productos	Demanda creciente a nivel nacional.
Marca reconocida a nivel mundial.	Apertura de nuevos mercados.
Precios competitivos	
Apertura de nuevos locales	
DEBILIDADES	AMENAZAS
El menú debe ser a base exclusiva de Pizza.	Restricciones de ciertos productos.
	tasa a las importaciones de alimentos extranjeros
	Competencia agresiva en captar mercado

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

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de una compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgo asociados con su recurso humano, procesos, la tecnología que utiliza, el manejo de la información, entre otros.

En cuanto a posibles riesgos que enfrente la compañía dentro de la planta es importante mencionar que mantiene un Reglamento Interno de Seguridad Industrial, el cual contribuye a reducir las incidencias y riesgos de accidentes en los puestos de trabajo, así como la prevención de enfermedades y riesgos asociados al uso de los diferentes equipos y maquinarias que son utilizados en el perfeccionamiento del negocio.

En lo que respecta a riesgos informáticos, la empresa cuenta con procedimientos para salvaguardar la integridad de los sistemas informáticos que contienen información relevante de la compañía. Mantienen en cada uno de los locales un disco duro de redundancia, que les permite levantar información inmediata en cada local, esto por si alguna vez sucede algún evento.

Al ser una franquicia internacional, la que maneja la compañía, se tiene el riesgo de que Papa John's internacional retire los derechos de marca para el manejo de la franquicia ecuatoriana y así poner en riesgo la continuidad de las operaciones de PAPIZZEC S.A., no obstante, para mitigar este posible evento la compañía cumple con todas las condiciones establecidas en el contrato de manejo de la franquicia.

Finalmente, los activos fijos podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de control de la empresa, como es el caso de incendios, u otros similares, no obstante, para mitigar estos posibles eventos, la compañía mantiene vigentes pólizas de seguro hasta junio 2024.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a PAPIZZEC S.A., se realizó con base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados del año 2019, 2020, 2021 y 2022 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos al 31 de agosto de 2022 y 31 de agosto de 2023.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de PAPIZZEC S.A., registraron un comportamiento creciente durante el periodo analizado, pasaron de USD 9,88 millones en 2019 a 18,89 millones al cierre de 2022, en este último corte anual se evidencia una variación de +21,60% que obedece a la apertura de nuevos locales en ciudades estratégicas.

En agosto de 2023, los ingresos de la compañía ascendieron a USD 12,48 millones, lo que significó un crecimiento del 15,32% frente a su similar de 2022 determinado también por la apertura de nuevos locales.

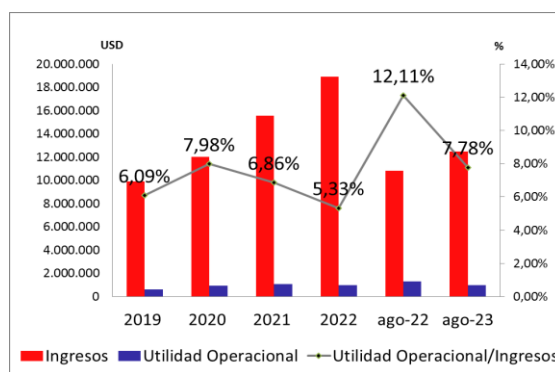
Los costos de ventas por su parte presentaron un comportamiento relativamente estable sobre los ingresos, lo que evidencia un manejo adecuado de los mismos. En los ejercicios económicos anuales (2019-2022) los costos de ventas significaron en promedio el 33,99% de los ingresos y para los cortes interanuales su peso pasó de 34,18% de los ingresos en agosto de 2022 a 31,65% en agosto de 2023. Los costos estuvieron conformados por quesos, carnes y vegetales, empaques y etiquetas, salsas y especias, masas, bebidas y postres.

Por lo mencionado, el margen bruto pasó de un 66,94% de los ingresos en 2019 a 65,61% de los ingresos en diciembre de 2022. Para los periodos interanuales el margen bruto pasó de significar el 65,82% de los ingresos en agosto de 2022 a un 68,35% de los ingresos en agosto de 2023.

Los gastos operativos que estuvieron conformados principalmente por sueldos, salarios y demás remuneraciones, honorarios, comisiones a personas naturales, promoción y publicidad, gasto comisiones otros establecimientos, entre otros, significaron entre 2019 y 2022 el 59,44% de los ingresos, en promedio, y para agosto de 2023 ascendieron a 60,57% luego de representar el 53,71% en su similar de 2022. En los cortes anuales el peso de los gastos operativos dentro de los ingresos del mismo tipo ha sido relativamente estable, sin embargo, en los ejercicios económicos interanuales su posición se incrementa en 6,86 puntos porcentuales afectando la utilidad operacional.

Los ingresos generados por la Compañía cubrieron de forma adecuada sus costos y gastos operativos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo en el periodo analizado, que pasó de significar el 6,09% de los ingresos en 2019 a un 5,33% de los ingresos en el 2022. En los cortes interanuales la utilidad operacional participó con el 12,11% de los ingresos en agosto de 2022 y el 7,78% de los ingresos en agosto de 2023.

GRÁFICO 6: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, participación de trabajadores e impuesto a la renta, la representación de la utilidad neta sobre los ingresos no sobrepasó el 1,00% en los ejercicios económicos anuales. Analizando los cortes interanuales la utilidad antes de participación e impuestos significó un 0,14% de los ingresos en agosto de 2023 (4,31% de los ingresos en agosto de 2022), afectada principalmente por el incremento de los gastos operativos.

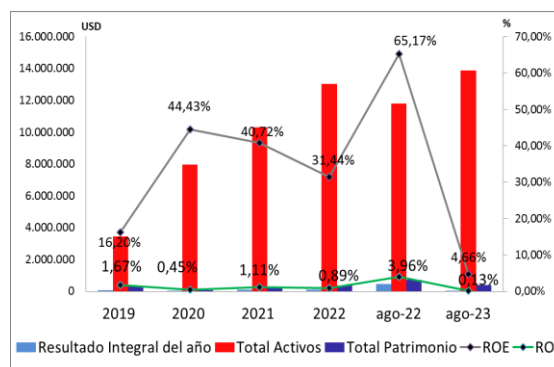
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio fueron positivos, pero variables durante el periodo analizado, lo que determina que los activos de la compañía habrían generado rentabilidad por sí mismos; y que los propietarios de la compañía percibieron una rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 19, GRÁFICO 7: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2019	2020	2021	2022
ROA	1,67%	0,45%	1,11%	0,89%
ROE	16,20%	44,43%	40,72%	31,44%

Indicador	ago-22	ago-23
ROA	3,96%	0,13%
ROE	65,17%	4,66%



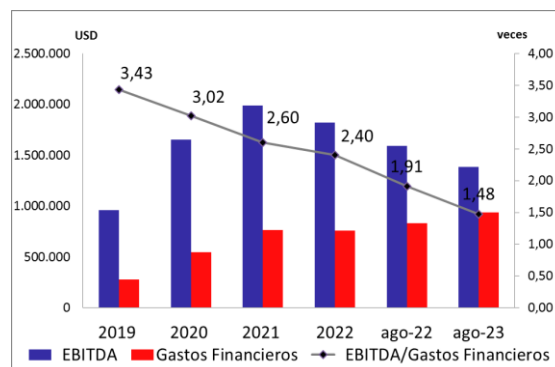
Fuente: PAPIZZEC S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía, presentó una evolución acorde al desempeño de su margen operacional, es así que luego de significar 12,78% de los ingresos en 2021, pasó a un 9,63% de los ingresos en 2022, mientras que agosto de 2023 la relación fue de 11,07% (14,70% de los ingresos en agosto de 2022). Dichos resultados reflejan sobre los gastos financieros una cobertura aceptable, siempre superior a la unidad.

CUADRO 20, GRÁFICO 8: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

Concepto	2019	2020	2021	2022
EBITDA (USD)	957.651	1.653.902	1.986.124	1.820.105
Gastos Financieros (USD)	279.131	548.095	765.223	757.510
Cobertura (veces)	3,43	3,02	2,60	2,40

Concepto	ago-22	ago-23
EBITDA (USD)	1.590.769	1.382.096
Gastos Financieros (USD)	833.824	936.922
Cobertura (veces)	1,91	1,48



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

Capital Adecuado Activos

Los activos de PAPIZZEC S.A., pasaron de registrar una suma de USD 3,46 millones en diciembre de 2019 a USD 13,02 millones en diciembre de 2022 (7,95 millones al cierre de 2020)⁶⁶ y USD 13,87 millones en agosto de 2023, este comportamiento obedece al registro de mayor inversión en propiedad planta y equipo neto principalmente.

Al analizar la estructura de los activos se denotó que los activos no corrientes fueron los que prevalecieron, es así que en diciembre de 2022 representaron el 74,26% de los activos, el 72,51% de los activos en agosto de 2023. Estuvieron representados básicamente por propiedad, planta y equipo⁶⁷.

⁶⁶ El importante incremento entre los años 2019 y 2020 obedece a los efectos de la conversión de sus estados financieros de Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

⁶⁷ Apertura de nuevos locales de PAPA JOHN'S, en ciudades estratégicas.

Los activos corrientes por su parte significaron el 25,74% de los activos totales en diciembre de 2022, mientras que para agosto 2023 participaron con el 27,49% de los activos; sus cuentas más relevantes para este último periodo fueron inventarios⁶⁸, con el 12,55% de los activos totales (11,22% en diciembre 2022), le sigue la cuenta otros activos corrientes con el 6,32% de los activos (7,40% en diciembre 2022), activos por impuestos corrientes con el 3,20% (1,18% a diciembre de 2022) y cuentas por cobrar clientes⁶⁹ con el 2,86% (1,93% a diciembre 2022).

Pasivos

Los pasivos crecieron de USD 7,87 millones (99,00% de los activos) en diciembre de 2020⁷⁰ a USD 10,00 millones (97,27% de los activos) en diciembre de 2021, USD 12,65 millones (97,18% de los activos) en diciembre de 2022 y USD 13,48 millones (97,22% de los activos) en agosto de 2023, comportamiento que se atribuye a una mayor deuda con costo, así como el registro del pasivo por contrato de arrendamiento de largo plazo. Por lo mencionado se puede apreciar que la empresa financia sus inversiones en mayor proporción con recursos de terceros.

En cuanto a su estructura, se evidencia que los pasivos de tipo no corriente fueron los de mayor relevancia en el financiamiento de los activos a partir del 2020, fondeando el 55,10% en diciembre de 2021, el 50,68% en diciembre 2022 y 54,26% de los activos en agosto de 2023; la cuenta más representativa para este último periodo, es pasivos por contratos de arrendamiento que representó el 37,61% de los activos (33,25% en diciembre de 2022⁷¹), le sigue obligaciones con costo con el 12,95% (14,51% en diciembre de 2022⁷²).

Los pasivos corrientes por su parte financiaron el 46,50% de los activos en diciembre de 2022 y el 42,97% en agosto de 2023, en donde las cuentas más representativas fueron documentos por pagar con el 17,17% de los activos (22,40% en diciembre de 2022⁷³) y obligaciones financieras y con el mercado de valores, cuya participación ascendió a 17,25% de los activos totales (15,96% en diciembre de 2022).

Al 31 de agosto de 2023, la deuda financiera que estuvo conformada por obligaciones con Instituciones Financieras, Mercado de Valores y pasivos por arrendamiento de largo plazo, ascendió a USD 9,41 millones y financió el 67,81% de los activos a la misma fecha (USD 8,39 millones, 64,45% de los activos en diciembre de 2022). En agosto de 2023 el peso de la deuda financiera dentro del pasivo fue de 69,75%; considerando el patrimonio, la deuda financiera superó a éste en aproximadamente 25 veces.

Patrimonio

El patrimonio de la compañía pasó de USD 0,36 millones (10,33% de los activos) en diciembre de 2019 a USD 0,08 millones (1,00% de los activos) en el año 2020. Dicha disminución (-77,70%) estuvo ligada a los efectos de la conversión de sus estados financieros de Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) entre los años indicados. En diciembre de 2021 y diciembre de 2022 el patrimonio refleja crecimiento, su saldo asciende a USD 0,28 millones y USD 0,37 millones respectivamente, así mismo su peso dentro del financiamiento del activo pasó de 2,73% a 2,82% en el mismo orden; la utilidad del ejercicio fue el determinante en esta conducta.

En agosto 2023, el patrimonio totalizó USD 0,38 millones (2,78% de los activos), su incremento del 4,89% frente a en diciembre de 2022, fue efecto del movimiento en resultados acumulados y la utilidad del ejercicio.

Al referirnos a su estructura se debe indicar que sus cuentas más representativas fueron el capital social⁷⁴ y de lejos la utilidad neta del ejercicio, que financiaron el 5,31% y el 0,89% de los activos en diciembre de 2022 (4,98% y 0,13% de los activos en agosto de 2023).

⁶⁸ Conformado principalmente por quesos, harina y otros ingredientes, carnes y vegetales, postres, bebidas, marketing, productos de limpieza, suministros de oficina, uniformes, e importaciones en tránsito.

⁶⁹ Según lo indicado en el informe de auditoría externa del año 2022, el periodo de crédito medio en las ventas es de 90 días. No se cobran intereses sobre los saldos pendientes.

⁷⁰ El importante incremento entre los años 2019 y 2020 obedece a los efectos de la conversión de sus estados financieros de Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

⁷¹ Según lo indicado en el informe de auditoría externa del año 2022, corresponde a los contratos de las diferentes sucursales.

⁷² Según lo indicado en el informe de auditoría externa del año 2022, los préstamos bancarios están garantizados por prenda industrial automotriz y de maquinaria y prenda industrial de bienes muebles de la entidad.

⁷³ Según lo indicado en el informe de auditoría externa del año 2022, Comprenden principalmente importes pendientes de pago por compras comerciales y costos continuos. El periodo de crédito promedio tomado para compras comerciales es de 90 días. La mayoría de los proveedores no cargan intereses, la entidad cuenta con políticas de gestión de riesgos financieros para garantizar que todas las cuentas por pagar sean pagadas dentro de los términos de crédito pre-acordados.

⁷⁴ El capital social no registró ninguna variación en términos monetarios durante el período analizado, manteniéndose en la suma de USD 691.000,00.

Es importante indicar que los resultados de ejercicios anteriores acumulan un saldo negativo de USD -0,34 millones al 31 de agosto de 2023 (USD -0,45 millones en diciembre de 2022), su peso dentro del capital social es del 49,00%; sobre el activo representaron el -2,44%.

Cabe destacar, que entre las atribuciones de la Junta General de Accionistas se encuentra el acordar el reparto de utilidades.

Del análisis a los estados financieros, salvo por el crédito de proveedores a largo plazo, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

Flexibilidad Financiera

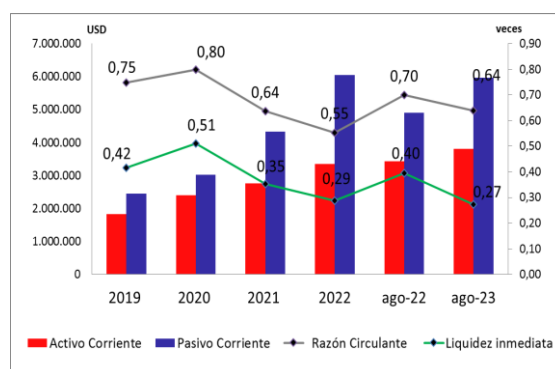
PAPIZZEC S.A., para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez (razón circulante) inferiores a la unidad, demostrando que la compañía no posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo. Ocurrendo lo mismo para la liquidez inmediata, lo que reflejó la importancia del inventario en el negocio. Esto se debe a la alta inversión en apertura de locales y parte del flujo operacional de la compañía ha sido destinado para pagar estas inversiones que tendrán su rédito a futuro.

Lo mencionado anteriormente derivó en un capital de trabajo negativo durante todo el periodo analizado dado que la empresa no dispone de los activos corrientes suficientes para cubrir a los pasivos del mismo tipo.

CUADRO 21, GRÁFICO 9 NIVEL DE LIQUIDEZ

Cuenta / Indicador	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente (USD)	1.834.491	2.407.654	2.756.578	3.350.079
Pasivo Corriente (USD)	2.450.939	3.015.108	4.336.577	6.052.284
Razón Circulante (veces)	0,75	0,80	0,64	0,55
Liquidez Inmediata (veces)	0,42	0,51	0,35	0,29

Cuenta / Indicador	ago-22	ago-23
Activo Corriente (USD)	3.432.672	3.812.058
Pasivo Corriente (USD)	4.909.113	5.958.954
Razón Circulante (veces)	0,70	0,64
Liquidez Inmediata (veces)	0,40	0,27



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

Indicadores de Eficiencia

PAPIZZEC S.A., a diciembre de 2022 presentó un periodo de cobro de 5 días aproximadamente (4 días a diciembre de 2021), indicativo del tiempo que le toma a la empresa hacer efectivos los cobros a sus clientes.

Por otro lado, al referirnos al indicador “Plazo de Proveedores”, se pudo evidenciar que a diciembre de 2022 la compañía pagó a sus proveedores en un plazo de 164 días aproximadamente (144 días en 2021).

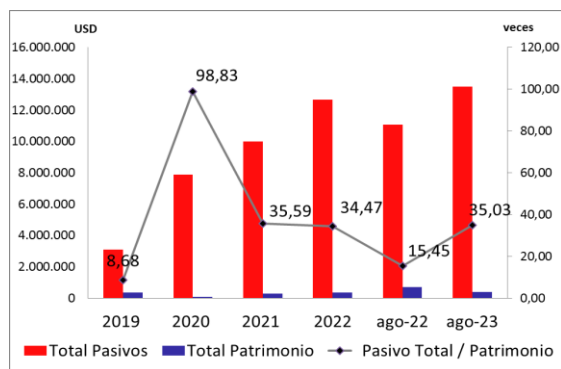
En cuanto a la Duración de Existencias, a diciembre de 2022 la compañía mantuvo sus inventarios por un plazo de 82 días aproximadamente (85 días en 2021).

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un calce de 77 días en diciembre de 2022.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre la unidad a lo largo de los ejercicios económicos analizados pasando de 8,68 veces en el 2019 a 98,83⁷⁵ veces en el 2020 y 35,59 veces en el 2021. Para diciembre de 2022, esta relación baja a 34,47 veces y aumenta a 35,03 veces en agosto 2023, lo que evidencia que la compañía financia su inversión principalmente con recursos de terceros.

GRÁFICO 10: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

La relación entre el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), al 31 de diciembre de 2022 registró un indicador de 6,95 años (8,37 años en agosto de 2023), demostrando que PAPIZZEC S.A., podría cancelar el total de sus obligaciones en ese lapso, con el nivel de flujo o EBITDA (anualizado) generado.

Por su parte, el indicador que relaciona la Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa al 31 de diciembre de 2022 podría cancelar sus compromisos financieros en 4,61 años (5,84 en agosto de 2023).

Contingentes

Según lo reportado por la administración, al 31 de agosto de 2023, PAPIZZEC S.A. no registra operaciones en calidad de codeudor o garante en ninguna institución financiera.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁷⁶

Hasta el 01 de octubre de 2023, el Mercado de Valores autorizó 57 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 32 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 25 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 433,50 millones, valor que representó 43,79% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 989.91 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,04%, mientras que las titularizaciones representaron el 20,17%.

⁷⁵ El importante incremento entre los años 2019 y 2020 obedece a los efectos de la conversión de sus estados financieros de Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES) a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

⁷⁶ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2019	2020	2021	ago-22	2022	ago-23
ACTIVO						
Efectivo e Inversiones	14.012	59.391	167.962	99.796	194.201	73.787
Cuentas y documentos por cobrar Clientes	171.774	239.230	184.686	526.809	251.607	396.594
Cuentas por cobrar relacionadas	0	330.246	325.858	280.782	327.249	282.186
Inventarios	668.493	869.071	1.228.749	1.353.259	1.460.455	1.739.945
Otros Activos corrientes	980.212	909.715	849.322	1.172.025	1.116.567	1.319.544
Total Activo Corrientes	1.834.491	2.407.654	2.756.578	3.432.672	3.350.079	3.812.058
Propiedad, Planta y Equipos, neto	1.394.895	5.326.852	7.375.541	8.202.510	9.500.825	9.900.378
Otros activos no corrientes	228.247	214.571	151.425	142.487	165.693	156.660
Total Activo No Corrientes	1.623.142	5.541.423	7.526.966	8.344.997	9.666.518	10.057.038
TOTAL ACTIVOS	3.457.633	7.949.077	10.283.544	11.777.669	13.016.598	13.869.095
PASIVOS						
Obligaciones bancarias y financieras	618.278	1.137.110	1.323.795	1.810.892	2.077.643	2.393.087
Cuentas y documentos por pagar	1.125.960	1.123.873	2.078.655	2.008.750	2.916.320	2.381.822
Otros Pasivos Corrientes	706.701	754.124	934.128	1.089.471	1.058.321	1.184.045
Total Pasivo Corriente	2.450.939	3.015.108	4.336.577	4.909.113	6.052.284	5.958.954
Obligaciones con instituciones financieras y MV	380.300	1.464.662	1.957.123	2.460.807	1.982.978	1.795.478
Pasivo por contrato de arrendamiento L/P	0	3.078.470	3.508.890	3.508.890	4.327.990	5.216.715
Cuentas por pagar relacionadas	269.373	311.210	199.919	182.913	286.384	513.037
Total Pasivo No Corriente	649.673	4.854.343	5.665.932	6.152.610	6.597.352	7.525.230
Deuda Financiera	998.578	5.680.243	6.789.808	7.780.589	8.388.611	9.405.279
Deuda Financiera C/P	618.278	1.137.110	1.323.795	1.810.892	2.077.643	2.393.087
Deuda Financiera L/P	380.300	4.543.132	5.466.013	5.969.697	6.310.968	7.012.193
TOTAL PASIVOS	3.100.612	7.869.451	10.002.509	11.061.723	12.649.635	13.484.183
PATRIMONIO						
Capital Social	691.000	691.000	691.000	691.000	691.000	691.000
Aporte para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Reservas	11.026	11.026	14.563	14.563	14.563	14.563
Aplicación de NIIF	-18.161	0	0	0	0	0
Utilidad neta del ejercicio	57.839	35.375	114.450	466.612	115.377	17.950
Resultados Acumulados	-384.683	-657.774	-538.978	-456.229	-453.978	-338.601
TOTAL PATRIMONIO	357.021	79.626	281.035	715.947	366.962	384.913

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

Cuenta	2019	2020	2021	ago-22	2022	ago-23
Ventas	9.882.125	12.016.183	15.537.619	10.822.023	18.893.552	12.479.669
Costo de ventas	3.267.454	4.148.013	5.282.764	3.698.694	6.496.682	3.949.978
MARGEN BRUTO	6.614.671	7.868.170	10.254.855	7.123.329	12.396.870	8.529.691
Gastos de Administración y Ventas	6.012.921	6.909.619	9.189.087	5.812.600	11.389.189	7.558.683
TOTAL GASTOS	6.012.921	6.909.619	9.189.087	5.812.600	11.389.189	7.558.683
UTILIDAD OPERACIONAL	601.750	958.551	1.065.768	1.310.728	1.007.681	971.008
Gastos Financieros	279.131	548.095	765.223	833.824	757.510	936.922
Otros ingresos no operacionales	1.738	362.543	343.282	77.579	204.048	72.888
Otros egresos no operacionales	167.818	448.575	288.404	87.871	186.381	89.024
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	156.539	324.425	355.424	466.612	267.838	17.950
UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL EJERCICIO	57.840	35.375	114.450	466.612	115.377	17.950

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	ago-22	2022	ago-23
Gastos Operacionales / Ingresos	60,85%	57,50%	59,14%	53,71%	60,28%	60,57%
Utilidad Operacional / Ingresos	6,09%	7,98%	6,86%	12,11%	5,33%	7,78%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,59%	0,29%	0,74%	4,31%	0,61%	0,14%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	1040,38%	2709,72%	931,21%	280,90%	873,38%	5409,48%
Utilidad Neta / capital permanente	5,34%	0,67%	1,85%	10,49%	1,64%	0,35%
Utilidad Operativa / capital permanente	55,60%	18,27%	17,27%	29,45%	14,36%	18,87%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-287,14%	-243,20%	47,95%	-2,21%	15,31%	-89,89%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	482,59%	1549,40%	668,61%	178,70%	656,55%	5219,59%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	16,20%	44,43%	40,72%	65,17%	31,44%	4,66%
Rentabilidad sobre Activos	1,67%	0,45%	1,11%	3,96%	0,89%	0,13%
Rentabilidad Operacional/ Activos Operacionales	26,75%	28,20%	19,84%	19,31%	14,38%	12,03%
Resultados Operativos medidos/ Activos Totales	17,40%	12,06%	10,36%	16,69%	7,74%	10,50%
Liquidez						
Razón Circulante	0,75	0,80	0,64	0,70	0,55	0,64
Liquidez Inmediata	0,42	0,51	0,35	0,40	0,29	0,27
Capital de Trabajo	-616.448	-607.454	-1.580.000	-1.476.440	-2.702.204	-2.146.896
Capital de Trabajo / Activos Totales	-17,83%	-7,64%	-15,36%	-12,54%	-20,76%	-15,48%
Cobertura						
EBITDA	957.651	1.653.902	1.986.124	1.590.769	1.820.105	1.382.096
EBITDA (anualizado)	957.651	1.653.902	1.986.124	1.875.050	1.820.105	1.611.432
Ingresos	9.882.125	12.016.183	15.537.619	10.822.023	18.893.552	12.479.669
Gastos Financieros	279.131	548.095	765.223	833.824	757.510	936.922
EBITDA / Ingresos	9,69%	13,76%	12,78%	14,70%	9,63%	11,07%
EBITDA/Gastos Financieros	3,43	3,02	2,60	1,91	2,40	1,48
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,60	0,17	0,16	0,17	0,12	0,10
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,99	1,42	2,09	2,20	2,29	3,01
EBITDA/ Deuda Total	0,96	0,29	0,29	0,24	0,22	0,17
Flujo Libre de Caja/ Deuda Total	0,43	0,02	0,03	0,08	0,07	0,05
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	8,68	98,83	35,59	15,45	34,47	35,03
Activo Total / Capital Social	5,00	11,50	14,88	17,04	18,84	20,07
Pasivo Total / Capital Social	4,49	11,39	14,48	16,01	18,31	19,51
Capital Social / Activo Total	19,98%	8,69%	6,72%	5,87%	5,31%	4,98%
Deuda Financiera / Patrimonio	279,70%	7133,61%	2416,00%	1086,76%	2285,96%	2443,5%
Deuda Financiera / Pasivo	32,21%	72,18%	67,88%	70,34%	66,32%	69,75%
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	1,04	3,43	3,42	4,15	4,61	5,84
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	3,24	4,76	5,04	5,90	6,95	8,37
Pasivo Total / Activo Total	89,67%	99,00%	97,27%	93,92%	97,18%	97,22%
Deuda Total a Corto Plazo/ Deuda Total	61,92%	20,02%	19,50%	23,27%	24,77%	25,44%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	10,33%	1,00%	2,73%	6,08%	2,82%	2,78%
Eficiencia						
Período de Cobros (días)	6	7	4	12	5	8
Duración de Existencias (días)	75	76	85	89	82	107
Plazo de Proveedores (días)	126	99	144	132	164	147

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