

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO QUINTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL – PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Quito – Ecuador  
Sesión de Comité No. 287/2024, del 15 de noviembre de 2024  
Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2024

Analista: Ing. Juliana Pacheco  
[juliana.pacheco@classrating.ec](mailto:juliana.pacheco@classrating.ec)  
[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

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

*Nueva*

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 287/2024 del 15 de noviembre de 2024, decidió otorgar la calificación de **“AA+” (Doble A más)** al Quinto Programa de Papel Comercial – PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto de hasta diez millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 10.000.000,00)

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

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

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

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

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 al Quinto Programa de Papel Comercial – PRODUCTORA CARTONERA S.A., se fundamenta en:

### Sobre el Emisor:

- PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una compañía con más de 50 años de experiencia en la fabricación de empaques de cartón corrugado y a lo largo de los años se ha consolidado y posicionado como una de las empresas más representativas dentro del mercado local.
- Para el año 2009, DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias, en donde la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. (Holding) adquirió el 100% del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., proyectándose en el mercado como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.

Los ingresos de PRODUCTORA CARTONERA S.A. para diciembre de 2023 alcanzaron un valor de USD 195,09 millones, que significó una caída del 14,08% frente a su similar de 2022 debido a varios factores, uno de esos la disminución en ventas de su principal línea “cartón”, seguido de “papel”, así como la disminución del precio del papel (materia prima) que incidió en la reducción del precio de la caja de cartón y los problemas del mercado de camarón en China (corresponde al 50% de la exportación de Ecuador en este rubro). Por otro lado, para septiembre de 2024, los ingresos continuaron con la tendencia decreciente (-23,07%) frente a su similar de 2023, totalizando USD 115,03 millones (USD 149,51 millones en septiembre de 2023), debido a una disminución en la demanda de los mercados de exportación y locales, así como la presencia de precios desviados del estándar de la industria, pues al ser la materia prima un commodity, está expuesto a estas variaciones.

- El margen operacional creció de 4,68% de los ingresos en el año 2021 a 7,38% en diciembre de 2022, gracias a la estrategia de reforzar el área de ventas, sin embargo, para diciembre de 2023 el margen operacional decrece hasta significar el 6,05% de los ingresos, por la fuerte carga de gastos fijos frente a una reducción en su actividad comercial. Para septiembre de 2024, el margen operacional creció significativamente a 6,89% de los ingresos, luego de haberse ubicado en 2,93% en septiembre de 2023.
- La compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo analizado, no obstante, su representación sobre los ingresos fue inferior a 1,00% (excepto en el año 2022), es así que para diciembre de 2021 el resultado neto significó 0,55%, mientras que para diciembre de 2022 representó el 1,86%, y el 0,14% al cierre de 2023. Al 30 de septiembre de 2024, PRODUCTORA CARTONERA S.A., registró una pérdida antes de impuestos que representó el -0,26% de los ingresos (-2,69% de los ingresos en septiembre de 2023), comportamiento que se atribuye a que su margen operacional no fue suficiente para cubrir sus gastos financieros. No obstante, al final del periodo su resultado se recupera, gracias al crédito tributario que tiene la compañía a su favor, arrojando un margen neto que significó el 0,55% de los ingresos.
- El EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional; es así como su participación sobre los ingresos pasó de 11,35% en el año 2022 a 10,77% de los ingresos en el año 2023. Para septiembre de 2024, el EBITDA (acumulado) representó el 12,20% de los ingresos, estos resultados le permitieron cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.
- A partir del año 2022 los activos totales de la compañía presentaron un comportamiento decreciente, pasando de USD 220,56 millones en ese año a USD 207,33 millones en diciembre de 2023 y USD 188,96 millones al 30 de septiembre de 2024, reducción que obedece a la disminución de su propiedad, planta y equipo, por el incremento de la depreciación acumulada, así como el decremento en sus cuentas por cobrar relacionadas de largo plazo.
- Al referirnos a la antigüedad de las cuentas por cobrar, se debe indicar que, al 30 de septiembre de 2024, apenas el 43,63% de la cartera correspondió a cartera por vencer (42,47% a diciembre de 2023), mientras que la cartera vencida significó el 56,37% (57,53% a diciembre de 2023), siendo la más representativa de este grupo la cartera que se encontró dentro del rango mayor a 91 días que representó el 46,76% de la cartera total (48,81% a diciembre de 2023). Estos resultados evidencian la importancia de reforzar la gestión de cobranzas con el propósito de mitigar la probabilidad de un posible riesgo de incobrabilidad, posibles pérdidas para la compañía y afectaciones al flujo de efectivo.
- El financiamiento de los pasivos sobre los activos se mantuvo dentro de un promedio (2020-2023) de 72,74%, (71,66% en diciembre de 2023), lo que denota la importancia de los recursos de terceros en el fondeo de la compañía. Para septiembre de 2024, dicho financiamiento se ubicó en un 68,57% de los activos, descenso que se atribuye principalmente a la reducción de cuentas por pagar relacionadas y a la disminución de la deuda con costo de corto plazo.
- La deuda financiera al 30 de septiembre de 2024 representó el 34,56% del activo total y totalizó USD 65,30 millones; encontrándose conformada por obligaciones con el mercado de valores y obligaciones con instituciones financieras (34,09% de los activos con un valor de 70,67 millones en diciembre de 2023).
- El patrimonio financió el 28,34% de los activos (USD 58,76 millones) en diciembre de 2023 y un 31,43% (USD 59,39 millones) en septiembre de 2024, determinando que las cuentas más representativas fueron el capital social y resultados acumulados. Cabe señalar, que el capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en una suma de USD 27,56 millones que financió el 14,58% de los activos en septiembre de 2024 (13,29% en diciembre de 2023). A esta le sigue resultados acumulados con el 13,60% de los activos (12,28% en diciembre de 2023).

- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados fueron superiores a la unidad, demostrando de esta manera que, la compañía mantiene al mínimo recursos líquidos improductivos. Estos resultados permitieron arrojar un capital de trabajo positivo, que significó el 0,71% de los activos en diciembre de 2023 y un 15,29% en septiembre de 2024.

## Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A., celebrada el 17 de septiembre de 2024, resolvió autorizar que la compañía realice el Quinto Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10.000.000,00.
- El 11 de noviembre de 2024 PRODUCTORA CARTONERA S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con la compañía ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como representante de obligacionistas, suscribieron el contrato del Quinto Programa de Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- La Emisión de Obligaciones a Corto Plazo 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 mismo que se detallan a continuación:
  - ❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  - ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ❖ Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
- El emisor, mediante la suscripción del contrato de emisión, se compromete a mantener un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 85% de los activos de la empresa.
- La emisión contará con una Garantía Específica que consistirá en dos Certificados de Depósito a plazo que será solicitado por PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto total de USD 1.000.000,00, cuyo beneficiario será la compañía ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., en su calidad de Representante de Obligacionistas. Estos certificados de depósito a plazo se constituirán en una Institución Financiera ecuatoriana regulada y controlada por la Superintendencia de Bancos que cuente con una calificación de riesgos no menor a “AA-”.
- Al 30 de septiembre de 2024 el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 90,42 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 72,34 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,62 veces sobre el monto de las emisiones Quinto Programa de Papel Comercial y Décima Segunda Emisión de Obligaciones, de esta manera se puede determinar que el Quinto Programa de Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A. se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el 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:

- El precio de su principal materia prima (papel) que en este caso es un commodity podría fluctuar considerablemente debido a factores como: la oferta y la demanda, condiciones climáticas, tensiones geopolíticas o cambios en políticas comerciales, lo que traería consigo un impacto negativo sobre los resultados financieros de la compañía. Sin embargo, para mitigar de alguna forma este riesgo, en el año 2012, el grupo decidió montar y poner en marcha un molino de papel en el Ecuador, para lograr en el mediano plazo un abastecimiento dentro del mismo grupo.
- Fluctuaciones en los costos de mano de obra y energía podrían impactar la competitividad de la empresa.

- La creciente demanda de productos sostenibles podría ser un desafío o una oportunidad, dependiendo de cómo la empresa adapte sus procesos de producción.
- La demanda de cartón está ligada al desarrollo económico de los sectores productivos del país, por lo tanto, en un escenario de crisis económica que afecte los niveles de producción de sus principales clientes, la compañía tendría un efecto negativo en los ingresos por ventas que se prevé para los próximos años.
- La actividad de la compañía es dependiente del mercado exportador, debido a que su producto final está destinado a varios sectores como el bananero, florícola, entre otros; y el evento de una disminución en esos mercados afectaría el nivel de producción de la compañía y consecuentemente sus flujos. No obstante, la suscripción del convenio de comercio entre Ecuador y la Unión Europea podría representar una importante oportunidad para el Mercado exportador, lo cual implicaría una externalidad positiva para PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar a su vez retrasos en la programación de la producción.
- 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.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo. No obstante, la empresa considera que en el ámbito local es poco probable considerar este riesgo, dado que los nuevos competidores necesitarían tener suficiente músculo financiero para apalancar la operación, altamente intensiva en el uso del capital. No obstante, la presencia de otros productores de cartón en el mercado extranjero podría generar un riesgo, pues serían opciones más baratas o de mejor calidad.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, además de nuevos acuerdos comerciales internacionales o cambios en políticas ambientales, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La alta inseguridad en algunas áreas del país tiene un impacto directo en la actividad comercial de varias compañías, afectando sus márgenes de una u otra forma.
- Debido a la crisis energética que enfrenta Ecuador, el sector industrial también ha visto afectada su producción y la disponibilidad de sus productos. Muchas empresas del sector están considerando invertir en sistemas de autogeneración de energía para garantizar la continuidad de sus operaciones.
- 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.
- La dependencia de un solo proveedor o de unos pocos podría generar dificultades o retrasos en su operación, en caso de interrupciones en la cadena de suministro.
- La actividad de la compañía 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; además, la antigüedad de los empleados pudiera estar generando un pasivo laboral que a futuro pudiera volverse inmanejable si no se va realizando las respectivas provisiones.

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 previsible 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 Cuentas por Cobrar Comerciales y propiedad y equipo, libres de gravamen por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las Cuentas por Cobrar comerciales que respaldan la emisión, son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.

- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, y crear un riesgo de deterioro de la cartera y, por lo tanto, un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- La propiedad y equipo de la empresa que respalda la emisión podría estar sujeta 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, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía posee pólizas de seguros vigentes.
- Finalmente, las Cuentas por Cobrar Comerciales, que respaldan la emisión tienen un grado bajo para ser liquidadas, por lo que su liquidación dependerá fundamentalmente del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar. Por su parte la propiedad y equipo que respaldan la emisión, 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:

La empresa registró dentro de la garantía general al 30 de septiembre de 2024, cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

No obstante, conforme lo indicado por la administración de la empresa, dentro de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión no incluyen cuentas por cobrar a relacionadas.

## Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Quinto Programa de Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Socios de la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A., Contrato de la Emisión de Papel Comercial.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 de PRODUCTORA CARTONERA S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 30 de septiembre de 2023 y 30 de septiembre de 2024 (sin notas a los estados financieros).

- 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.

Con base en 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 previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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**

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A., celebrada el 17 de septiembre de 2024, resolvió autorizar que la compañía realice el Quinto Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10.000.000,00.

Posteriormente, el 11 de noviembre de 2024 PRODUCTORA CARTONERA S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con la compañía ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., como representante de

obligacionistas, suscribieron el contrato del Quinto Programa de Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA S.A.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

QUINTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL – PRODUCTORA CARTONERA S.A.	
Emisor	PRODUCTORA CARTONERA S.A.
Capital a Emitir	USD 10.000.000,00
Unidad Monetaria	Las obligaciones de corto plazo o Papel Comercial serán emitidas en Dólares de los Estados Unidos de América, salvo que, por disposición normativa que entre a regir a futuro en la República del Ecuador, y que establezca que los pagos deban hacerse en una moneda de curso legal distinta al dólar de los Estados Unidos de América; la unidad monetaria que represente la emisión, será aquella moneda de curso legal distinta, y en base a la cual se realizará el pago a los tenedores de obligaciones, aplicando la relación de conversión que se fije para tales efectos en la norma que determine tal modificación.
Clase	A
Plazo del Programa	Hasta 720 días.
Plazo de los valores	Hasta 359 días.
Valores Nominales de las obligaciones	Serán desmaterializados. El valor mínimo de cada una de las obligaciones será de USD 1,00. Las nuevas emisiones que se pongan en circulación dentro del programa de emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial no necesariamente estarán sujetas a las mismas características de la emisión.
Amortización de capital	Al vencimiento.
Tasa de Interés	Cero cupón
Fecha de Emisión	Será la fecha en que se realice la primera colocación de los valores de cada una de las clases respectivas dentro del programa de Papel Comercial.
Redención, Sorteos y Rescates Anticipados	El papel comercial se redimirá, mediante sorteos, al vencimiento del plazo o anticipadamente. Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el EMISOR y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y ocho (168) de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero). El papel comercial dejará de ganar interés a partir de su fecha de vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora.
Contrato de Underwriting	No contempla contrato de underwriting
Garantía General	Garantía General de acuerdo con lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Garantía Específica	Conforme lo estipula el Art. 5 Sección I Emisión y Oferta Pública de Valores Capítulo IV Oferta Pública de Papel Comercial de La Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, la emisión cuenta con una Garantía Específica que consistirá en dos Certificados de Depósito a plazo que será solicitado por PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto total de USD 1.000.000,00, cuyo beneficiario será la compañía ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., en su calidad de Representante de Obligacionistas. Estos certificados de depósito a plazo se constituirán en una Institución Financiera ecuatoriana regulada y controlada por la Superintendencia de Bancos que cuente con una calificación de riesgos no menor a AA-.
Destino de los recursos a captar	100% para reestructuración de pasivos.
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Agente Colocador	Atlántida Casa de Valores
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Sistema de colocación	Bursátil
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables: <ul style="list-style-type: none"> <li>Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>
Límite de Endeudamiento	El emisor, mediante la suscripción del contrato de emisión, se compromete a mantener un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 85% de los activos de la empresa.

Fuente: Contrato de Emisión/ Elaboración: Class International Rating

## Garantías y Resguardos

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

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones de corto plazo, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciera sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

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

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: 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; 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 derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### **Límite de Endeudamiento**

El emisor, mediante la suscripción del contrato de emisión, se compromete a mantener un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 85% de los activos de la empresa.

### **Garantía Específica**

Conforme lo estipula el Art. 5 Sección I Emisión y Oferta Pública de Valores Capítulo IV Oferta Pública de Papel Comercial de La Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, la emisión cuenta con una Garantía Específica que consistirá en dos Certificados de Depósito a plazo que será solicitado por PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto total de USD 1.000.000,00, cuyo beneficiario será la compañía ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A., en su calidad de Representante de Obligacionistas. Estos certificados de depósito a plazo se constituirán en una Institución Financiera ecuatoriana regulada y controlada por la Superintendencia de Bancos que cuente con una calificación de riesgos no menor a “AA-”, de la siguiente manera:

El primer Certificado de Depósito a plazo será por un monto de USD 500.000,00, emitido y entregado al Representante de los Obligacionistas en calidad de Beneficiario, el cual se constituirá con el producto de la(s) primera(s) colocación(es) del presente programa de emisión de obligaciones de corto plazo, por un valor efectivo de USD 500.000,00.

El segundo Certificado de Depósito a plazo, por un monto de USD 500.000,00 será emitido y entregado al Representante de los Obligacionistas en calidad de Beneficiario el cual se constituirá con el producto de la colocación primaria del último USD 1.000.000,00 del programa de emisión de obligaciones de corto plazo, hasta alcanzar un valor efectivo de USD 500.000,00.

Estos dos certificados de depósito a plazo servirán como garantía específica del presente programa de emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial, garantía que será por un monto total de USD 1.000.000.00

equivalente al 10% del monto a emitir, y dichos certificados de depósito a plazo deberán estar vigentes durante toda la vigencia de la emisión.

### **Monto Máximo de la Emisión**

El Quinto Programa de Papel Comercial está respaldado por una Garantía General otorgada por PRODUCTORA CARTONERA S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 30 de septiembre de 2024, la Compañía alcanzó un total de activos de USD 188,96 millones, de los cuales USD 110,75 millones son activos libres de gravamen de acuerdo con el siguiente detalle:

**CUADRO 2: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (SEPTIEMBRE 2024, USD)**

Activos	Libres	%
Disponibles	2.031	1,83%
Exigibles	24.661	22,27%
Realizables	2.048	1,85%
Activo fijo	13.343	12,05%
Otros activos	68.667	62,00%
<b>TOTAL</b>	<b>110.750</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: APLICANTE CÍA LTDA./ Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de septiembre de 2024, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de papel comercial deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos el 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; 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 derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como el saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias<sup>1</sup>.

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 30 de septiembre de 2024, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 90,42 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 72,34 millones. Dicho valor genera una cobertura de 3,62 veces sobre el monto de las emisiones Quinto Programa de Papel Comercial y Décima Segunda Emisión de Obligaciones, de esta manera se puede determinar que el Quinto Programa de Papel Comercial de PRODUCTORA CARTONERA 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 30 de septiembre de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 3,03 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación y los que estima emitir en el Mercado de Valores.

<sup>1</sup> “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.”

**CUADRO 3: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (SEPTIEMBRE 2024)**

Descripción	USD
Total Activos	188.963
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	527
(-) Activos Gravados	78.213
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>2</sup>	326
(-) Derechos Fiduciarios <sup>3</sup>	142
(-) 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 <sup>4</sup>	16.508
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>5</sup>	2.826
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa</b>	<b>90.419</b>
<b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>	<b>72.335</b>
Décimo Segunda Emisión de Obligaciones por emitir	10.000
Quinto Papel Comercial por emitir	10.000
<b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>4,52</b>
<b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>3,62</b>

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

Adicionalmente se debe mencionar que al 30 de septiembre de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,62 veces<sup>6</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, 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 que mantiene en circulación y los que estima emitir en el Mercado de Valores representa al 30 de septiembre de 2024 el 30,74% del 200% del patrimonio y el 61,47% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

**CUADRO 4: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (miles USD)**

Descripción	Valor
Patrimonio (Miles USD)	59.391
<b>200% del Patrimonio (Miles USD)</b>	<b>118.782</b>
Octava Emisión de Obligaciones de largo plazo	350
Decima Emisión de Obligaciones de largo plazo	5.397
Décima Primera Emisión de Obligaciones de largo plazo	10.761
Décimo Segunda Emisión de Obligaciones por emitir	10.000
Quinto Papel Comercial por emitir	10.000
<b>Total de Emisiones</b>	<b>36.508</b>
<b>Valores Emitidos / 200% del Patrimonio</b>	<b>30,74%</b>
<b>Valores Emitidos / Patrimonio</b>	<b>61,47%</b>

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

<sup>2</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

<sup>3</sup> Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

<sup>4</sup> para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

<sup>5</sup> 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

<sup>6</sup> (Total Activos Deducidos – Emisiones) / (Total Pasivo-emisiones en circulación)

**Proyecciones del Emisor**

**CUADRO 5: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)**

Descripción	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas netas	158.076	161.399	170.445	186.303	195.365	202.065
Costo de ventas	127.763	128.553	135.154	149.826	156.199	161.383
<b>Utilidad bruta</b>	<b>30.314</b>	<b>32.846</b>	<b>35.291</b>	<b>36.477</b>	<b>39.166</b>	<b>40.682</b>
Gastos Operativos	11.306	11.544	12.191	13.325	13.973	14.453
Depreciación	7.706	7.764	7.908	8.377	8.534	8.695
<b>Utilidad operativa</b>	<b>11.302</b>	<b>13.539</b>	<b>15.192</b>	<b>14.775</b>	<b>16.658</b>	<b>17.535</b>
Gastos Financieros	10.434	10.783	11.828	12.156	11.127	11.252
Otros ingresos	6	-	-	-	-	-
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>862</b>	<b>2.755</b>	<b>3.364</b>	<b>2.618</b>	<b>5.531</b>	<b>6.283</b>
Impuesto a la renta	172	551	673	524	1.106	1.257
Participación Trabajadores	103	331	404	314	664	754
<b>Utilidad neta</b>	<b>586</b>	<b>1.874</b>	<b>2.287</b>	<b>1.781</b>	<b>3.761</b>	<b>4.272</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

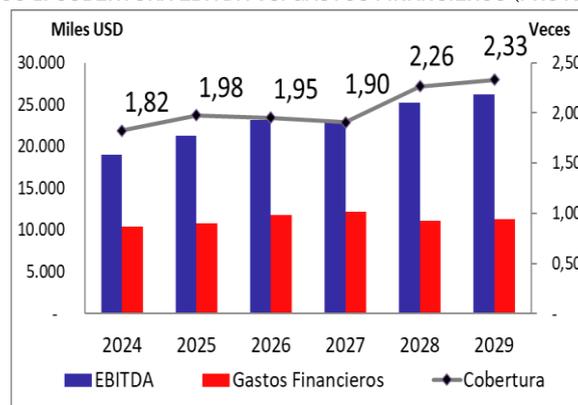
Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero para el año 2024 indican una disminución de los ingresos del 18,97% en comparación con los registrados en 2023. A partir de ese año, se observa una tasa de crecimiento variable en los ingresos: 2,10% para el año 2025, 5,60% en 2026, 9,30% en 2027, 4,86% en 2028 y 3,43% en diciembre de 2029.

En cuanto a los costos de ventas, se estima que representarán, en promedio, el 80,00% de los ingresos entre los años 2024 y 2029, mientras que los gastos operacionales se mantendrán en torno al 7,15% del total de los ingresos. Como resultado, la utilidad operacional pasaría de 7,15% de los ingresos en diciembre de 2024 al 8,68% al cierre del año 2029.

Por su parte, los gastos financieros disminuirían del 6,60% de los ingresos en 2024 al 5,57% en diciembre de 2029 y después de descontar los impuestos de ley, la compañía obtendría una utilidad neta equivalente al 0,37% de los ingresos en diciembre de 2024 y de 2,11% en el año 2029.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría una cobertura positiva que pasaría de 1,82 veces en el año 2024 y 2,33 veces en el año 2029.

**GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)**



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado presentaría movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía y arrojaría flujos de operación positivos para todos los periodos; luego incluye gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado en adquisición de activos fijos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan obligaciones actuales y las que estima contraer con su correspondiente pago. Adicionalmente, la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada

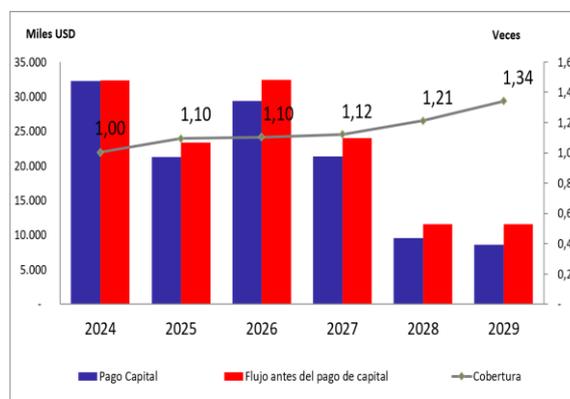
año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones.

CUADRO 6: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Utilidad Neta	586	1.874	2.287	1.781	3.761	4.272
Depreciaciones y Amortizaciones	7.706	7.764	7.908	8.377	8.534	8.695
Cambio En Cuentas Por Cobrar Neto	365	(508)	(1.382)	(2.423)	(1.384)	(1.024)
Cambio En Inventario	3.274	(94)	(788)	(1.753)	(761)	(619)
Cambio En Cuentas Por Pagar	(6.358)	217	1.815	4.035	1.753	1.426
Cambio En Otros Activos	(7.531)	(4.889)	410	(2.181)	(4.168)	(3.082)
Cambio En Otros Pasivos	7.953	665	6.923	7.373	2.265	1.675
<b>Flujo de efectivo de Actividades Operación</b>	<b>5.995</b>	<b>5.028</b>	<b>17.172</b>	<b>15.209</b>	<b>9.999</b>	<b>11.342</b>
Adquisiciones PPE, Intangibles	1.317	(1.800)	(1.800)	(1.800)	(1.000)	(1.800)
<b>Flujo de efectivo de Actividades Inversión</b>	<b>1.317</b>	<b>(1.800)</b>	<b>(1.800)</b>	<b>(1.800)</b>	<b>(1.000)</b>	<b>(1.800)</b>
VIII Emisión de Obligaciones Pago	(981)	(175)	-	-	-	-
X Emisión de Obligaciones Pago	(3.492)	(4.524)	-	-	-	-
XI Emisión de Obligaciones Pago	(2.596)	(2.723)	(2.835)	(3.452)	(1.071)	-
XII Emisión de Obligaciones Colocación	-	10.000	-	-	-	-
XII Emisión de Obligaciones Pago	-	(1.875)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(625)
V Emisión de Papel Comercial Colocación	-	10.000	10.000	-	-	-
V Emisión de Papel Comercial Pago	-	-	(9.011)	(9.011)	-	-
AUMENTO EN OBLIGACIONES FINANCIERAS	22.709	-	5.000	7.500	-	-
DISMINUCIÓN EN OBLIGACIONES FINANCIERAS	(25.170)	(12.000)	(15.000)	(6.400)	(6.000)	(8.000)
<b>Flujo de efectivo de Financiamiento</b>	<b>(9.531)</b>	<b>(1.297)</b>	<b>(14.346)</b>	<b>(13.863)</b>	<b>(9.571)</b>	<b>(8.625)</b>
<b>Movimiento Neto de Caja</b>	<b>(2.218)</b>	<b>1.931</b>	<b>1.026</b>	<b>(454)</b>	<b>(572)</b>	<b>917</b>
Caja Inicial	2.324	107	2.038	3.063	2.609	2.037
<b>Caja Final</b>	<b>107</b>	<b>2.038</b>	<b>3.063</b>	<b>2.609</b>	<b>2.037</b>	<b>2.955</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ pago Deuda Total, significaría 1,00 veces en 2024, mientras que, para diciembre de 2029, sería de 1,34 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados, mientras que el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital fluctuaría entre 14,43 veces en 2024 a 14,57 veces en diciembre de 2029.

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, afectando a una de las 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 la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 0,08% en el costo de ventas en año 2024 y un aumento del 0,33% en los años posteriores (2025-2029). Con este condicionamiento, se evidenció que la compañía generaría un saldo de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones de estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que han sido elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Emisión de Papel Comercial, así como de los demás activos y contingentes. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, 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 1,8% en 2024<sup>7</sup>. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 0,7% en 2024 y 2,0% en 2025<sup>8</sup>. 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, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo<sup>9</sup>. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja<sup>10</sup>.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+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 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024<sup>11</sup>.

El año 2024 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, la crisis de inseguridad que vive el país, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China, 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. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.<sup>12</sup>

La economía de Ecuador está en recesión<sup>13</sup>, según los últimos informes del Banco Central del Ecuador (BCE). Esta situación se ha visto influenciada por varios factores, tanto internos como externos, que han afectado la estabilidad económica del país, según explicó la entidad en sus reportes más recientes. Uno de los factores que han contribuido a la recesión actual, indica el BCE, fue la pandemia del coronavirus que impactó negativamente en sectores clave de la economía, como el comercio, el turismo y la manufactura (pérdidas económicas de más de USD 16 mil millones). Además, la caída en los precios del petróleo afecta gravemente la economía ecuatoriana. Como país exportador de petróleo, Ecuador depende en gran medida de los ingresos por la venta de crudo. A esto se suman las políticas económicas y la deuda externa. Así mismo, en los últimos años, el gobierno ha aumentado la deuda externa y ha implementado medidas de austeridad. Según el BCE, el Ecuador necesita

<sup>7</sup> <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.aspx>

<sup>8</sup> <https://revistagestion.ec/noticias/el-banco-mundial-ajusta-la-proyeccion-de-crecimiento-de-ecuador-07-en-2024/>

<sup>9</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

<sup>10</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/12/Boletin-macroeconomico-Diciembre-2023.pdf>

<sup>11</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

<sup>12</sup> <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

<sup>13</sup> Una recesión se traduce en una reducción del Producto Interno Bruto (PIB), un aumento en el desempleo, y una disminución en la producción y el consumo. En promedio, los períodos de crecimiento duran unos dos años, mientras que las recesiones duran aproximadamente un año y medio. En total, cada ciclo económico completo, que incluye tanto el crecimiento como la recesión, dura alrededor de tres años y medio.

diversificar su economía y reducir su dependencia al petróleo, así como fomentar sectores como la agricultura, la manufactura y los servicios. También es necesario implementar reformas estructurales para mejorar la eficiencia del sector público y fortalecer el sistema financiero. Finalmente, la falta de empleo y el incremento de la delincuencia son dos factores que podrían significar una desaceleración económica que resulta en la disminución del PIB, y una reducción del consumo y la inversión<sup>14</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en septiembre de 2024 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 7: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD) 2023 Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (jul 2024)	50,34%	Inflación mensual (sep - 2024)	0,18%
Balanza Comercial Total (millones USD) agosto 2024	4.631,6 (Superávit)	Inflación anual (sep 2024)	1,42%
Reservas Internacionales (millones USD ago-2024)	8.577,5	Inflación acumulada (sep 2024)	2,03%
Riesgo país, 29 de octubre 2024 (puntos)	1.305	Remesas (millones USD) I-T 2024	1.393,7
Precio Barril Petróleo WTI (USD ago 2024)	73,55	Tasa de Desempleo nacional (ago - 2024)	4,00%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% 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 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%<sup>15</sup>.

Durante el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó un crecimiento del 1,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este comportamiento obedece principalmente a una reducción de las importaciones en 3,3%<sup>16</sup>, además de una variación positiva de las existencias (inventarios). Sin embargo, los principales componentes del PIB presentaron contracciones interanuales (el gasto de gobierno en -0,3%, las exportaciones en -0,5%, el consumo de los hogares en -1,1%, y la formación bruta de capital fijo (FBKF) en -1,3%).

La reducción de las importaciones está atado a una contracción de la demanda en los productos refinados de petróleo, vehículos y equipos de transporte. Por su parte, el consumo de los hogares se vio afectado por la disminución de la demanda de los servicios de comercio y de transporte. Mientras que, la reducción del gasto de gobierno se sustentó en una disminución en sus servicios administrativos.

Respecto a la demanda externa, el comportamiento negativo de las exportaciones obedece principalmente a menores ventas al exterior de camarón elaborado<sup>17</sup>. Finalmente, la variación de existencias contribuyó positivamente al PIB por una alta acumulación de los inventarios por parte de las empresas durante los primeros tres meses de 2024 en comparación al mismo periodo del año anterior, debido a las contracciones de la demanda interna y externa<sup>18</sup>.

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones

<sup>14</sup><https://www.infobae.com/america/america-latina/2024/07/22/la-economia-ecuatoriana-entro-en-recesion-segun-el-banco-central/#:~:text=Las%20p%C3%A9rdidas%20econ%C3%B3micas%20durante%20la,dura%20para%20la%20econom%C3%ADa%20ecuatoriana.>

<sup>15</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe\\_CNTIIITrim2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf)

<sup>16</sup> La contribución de las importaciones aporta con el signo contrario a la tasa de variación del PIB, es decir, la disminución de las importaciones totales contribuye positivamente al desempeño del PIB, y viceversa

<sup>17</sup> Este producto corresponde al sector de la manufactura de productos alimenticios

<sup>18</sup> <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-reporto-un-crecimiento-de-1-2-en-el-primer-trimestre-de-2024-por-una-reduccion-de-las-importaciones-y-una-acumulacion-de-inventarios>

estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión<sup>19</sup>. Además, según estudios del Banco Interamericano de Desarrollo, se explica que los niveles crecientes de delincuencia impactan negativamente en el crecimiento de la economía<sup>20</sup>.

El **Riesgo País** registró 1.305 puntos al 29 de octubre de 2024. 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 interés<sup>21</sup>.

La **calificación de deuda** al 30 de octubre de 2024 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadoradora 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". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para octubre de 2024 mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "B-"<sup>22</sup>, calificación que significa "altamente especulativa", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para octubre de 2024, S&P mantiene la calificación crediticia de Ecuador en B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.<sup>23</sup>

Hasta agosto de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 18.019,1 millones, mostrando una reducción de USD 1.075,7 millones, lo que equivale a un descenso de 5,63% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.<sup>24</sup>

**Las exportaciones totales** en valores FOB hasta agosto de 2024 ascendieron a USD 22.650,6 millones, lo que representa un incremento del 11,32% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 19,99% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 8,04%.

Hasta agosto de 2024, la **Balanza Comercial Total** mostró un superávit de USD 4.631,6 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 3.378,9 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 2.359,3 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 2.272,2 millones.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento variable a lo largo de los periodos analizados, cerrando en USD 68,89 por barril en octubre de 2024 (USD 71,65 al 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo<sup>25</sup>.

<sup>19</sup> <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

<sup>20</sup> <https://publications.iadb.org/en/frontiers-economics-crime-lessons-latin-america-and-caribbean>

<sup>21</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

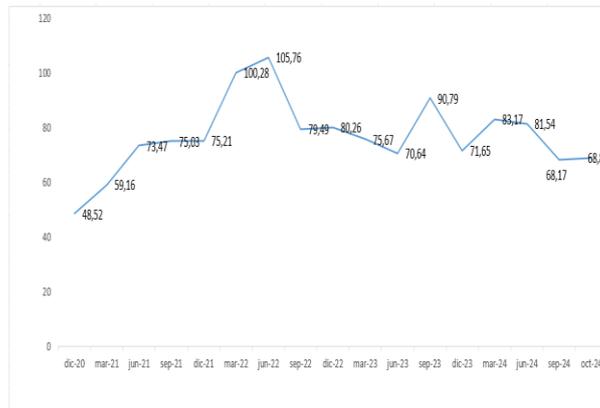
<sup>22</sup> <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/acuerdo-entre-ecuador-y-fmi-reduce-riesgos-financieros-pero-retos-de-gobernabilidad-persisten-fitch/>

<sup>23</sup> <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

<sup>24</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202407.pdf>

<sup>25</sup> <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

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



Fuente: <https://finance.yahoo.com/> Elaboración: Class International Rating

Entre enero y agosto de 2024, la producción diaria de crudo en el país alcanzó 116,3 millones de barriles. En este período, EP Petroecuador produjo 93,9 millones de barriles, mientras que las **compañías** privadas generaron 22,5 millones de barriles. Estas cifras representaron un aumento de 1,2% en la producción estatal y de 4,6% en la producción de las compañías privadas en relación con agosto de 2023. En agosto de 2024, las exportaciones de crudo alcanzaron los 11,9 millones de barriles, un 23,9% más que en el mismo mes de 2023. De esta cantidad, EP Petroecuador exportó 11,4 millones de barriles y el Ministerio de Energía y Minas 0,5 millones de barriles; mientras que las compañías privadas<sup>26</sup> no registraron exportaciones<sup>27</sup>.

Se debe indicar que, para el año 2024, el escenario del sector petrolero no es alentador, pues está previsto el cierre del bloque petrolero Ishpingo, Tambococho, Tiputini (ITT), ubicado en la provincia de Orellana. Siendo ésta el área de mayor proyección petrolera del país; a noviembre de 2023 se extraían del bloque 43 - ITT 56.362 barriles de petróleo por día, correspondiente al 14% de la producción nacional. El último barril se extraerá el 31 de agosto de 2024. Esto le significaría para el Estado dejar de percibir cerca de USD 1.200 millones en ingresos anuales. Y en total, la pérdida por el cierre del ITT sumará USD 16.470 millones.<sup>28</sup>

Hasta septiembre de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 13.494,26 millones, es decir existió una disminución de 3,00% respecto a su similar de 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta septiembre de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.927,30 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.668,26 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 900,89 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 389,31 millones.<sup>29</sup>

La **inflación mensual** en septiembre de 2024 registró una variación de 0,18%, mientras que la variación **anual** fue de 1,42% y la **acumulada** fue de 2,03%. Para septiembre de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles con 0,69%, transporte en 0,15%, alimentos y bebidas no alcohólicas en 0,03%, entre otras.<sup>30</sup>

En referencia al **salario nominal promedio**, para septiembre de 2024, se fijó en USD 536,60<sup>31</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. 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 470,75 para septiembre de 2024<sup>32</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en septiembre de 2024, se ubicó en USD 803,82<sup>33</sup>, mientras el ingreso familiar mensual es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta

<sup>26</sup> Desde mayo de 2022 varias empresas privadas cambiaron la modalidad de contrato pasando de la modalidad de prestación de servicios a la modalidad de participación

<sup>27</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro072024.pdf>

<sup>28</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-petroleo-camaron-banano-mineria/>

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

<sup>30</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202407.pdf>

<sup>31</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas>

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

<sup>33</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/2024/Septiembre/1.Informe\\_Ejecutivo\\_Canastas\\_Analiticas\\_sep\\_2024.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/2024/Septiembre/1.Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_sep_2024.pdf)

un excedente en el consumo de USD 54,84 del costo de la canasta, esto es el 6,82% del costo actual de la Canasta Familiar Básica.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 4,00% en agosto de 2024. La tasa de **empleo adecuado**<sup>34</sup> pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 34,34% en agosto de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 20,0% en ese mismo orden<sup>35</sup>.

A junio de 2024, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,5% y la pobreza extrema en 10,6%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y en el área rural alcanzó el 43,2%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**<sup>36</sup>, se ubicó en 0,456 a junio de 2024 (0,457 a diciembre de 2023). 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 2024 se ubicó en USD 91,55 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 51,60 mensuales per cápita (a diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 y USD 50,76 respectivamente)<sup>37</sup>.

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 8,25% para septiembre de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 11,68%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,43%<sup>38</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para agosto de 2024 alcanzó la suma de USD 84.163,5 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 30.027,8 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.792,5 millones<sup>39</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para agosto de 2024, el 43,6% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito), el 42% al consumo, el 7,8% en Microcrédito, el 6,1% a Vivienda y el 0,5% a Educativo<sup>40</sup>. Según cifras del Datalab de la Asociación de Bancos Privados, con corte a junio de 2024, la rentabilidad cayó al 8,95%, es decir, por cada dólar en patrimonio, se obtiene menos de 9 centavos de utilidad. En 2019, antes de la pandemia, los bancos generaban una rentabilidad del 13,90%. Esto significa que actualmente los bancos han perdido 4,95 puntos porcentuales de rentabilidad en los últimos cinco años y medio. Asimismo, en diciembre de 2023, las cooperativas cerraron con una rentabilidad del 3,88%, es decir, por cada dólar en el patrimonio, se obtenía casi 4 centavos de utilidad. A junio de 2024, la rentabilidad cayó al 2,69%, es decir, por cada dólar de patrimonio se obtienen 2,69 centavos de utilidad<sup>41</sup>.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2024 totalizó USD 1.393,7 millones, cifra que represento un aumento del 16,9% en comparación con el primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 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<sup>42</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2024 fueron de USD 41.85 millones; monto inferior en 64,16 millones frente a lo registrado en el segundo trimestre de 2023 (USD 106,01 millones), 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 Ecuador<sup>43</sup>. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros<sup>44</sup>.

<sup>34</sup> Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

<sup>35</sup> <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/estadisticas-laborales-enemdu/>

<sup>36</sup> 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

<sup>37</sup> [file:///E:/INFORMES/DATOS%20PARA%20INFORMES/RIESGO%20DE%20LA%20ECONOMIA/2024/AGOSTO/202406\\_Boletin\\_pobreza\\_ENEMDU.pdf](file:///E:/INFORMES/DATOS%20PARA%20INFORMES/RIESGO%20DE%20LA%20ECONOMIA/2024/AGOSTO/202406_Boletin_pobreza_ENEMDU.pdf)

<sup>38</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE Mensual/Indice/m2070082024.html>

<sup>39</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202408.pdf>

<sup>40</sup> <https://datalab.asobanca.org.ec/datalab/home.html#>

<sup>41</sup> <https://www.lahora.com.ec/pais/rentabilidad-bancos-cooperativas-cae-2024-complica-mas-acceso-credito-ecuatoriano/>

<sup>42</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere2023IV.pdf>; <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ecuador-recibio-remesas-primer-trimestre-2024.html>

<sup>43</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

<sup>44</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

Para julio de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 47.183,56 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** para julio de 2024 fue de USD 13.664,89 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.118,75 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de julio de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,34% del PIB superando el límite del 40% del PIB<sup>45</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 8.577,5 millones en septiembre de 2024)<sup>46</sup>. 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. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos, quienes genera.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

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

La compañía se dedica principalmente en la fabricación de envases de papel y cartón, incluyendo cartón ondulado, rígido y pegable. Su categoría de productos abarca cajas, cajones, estuches, envases, y archivadores de cartón para oficina, así como otros artículos similares destinados a diversas aplicaciones de embalaje y almacenamiento.

Para el año 2009, DOLE<sup>47</sup> realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias, en donde la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. (Holding) adquirió el 100% del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., proyectándose en el mercado como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. pertenece al Grupo SURPAPEL, el cual está integrado, además, por las compañías: Comercializadora de Papeles y Cartones SURPAPEL S.A., INCARPALM Industria Cartonera Palmar S.A., SURPAPELCORP S.A., Soluciones de Empaques SDE S.A. y REPAPERS Reciclaje del Ecuador S.A.

Con más de 50 años de trayectoria, PRODUCTORA CARTONERA S.A. se ha consolidado como líder en la industria cartonera, ofreciendo soluciones innovadoras e integrales tanto al mercado local como global. En 2016, la empresa realizó una inversión significativa en el desarrollo humano y tecnológico, adquiriendo equipos de última generación, como las impresoras de las marcas MARQUIP WARD y JS MACHINE, entre otras. Gracias a esta inversión en tecnología, la empresa ha mejorado notablemente la calidad de sus impresiones y ha logrado un aumento considerable en productividad, calidad y competitividad en los tiempos de entrega.<sup>48</sup>

La empresa proporciona tres categorías principales de productos y servicios:

- **Empaques:** la empresa desarrolla empaques diseñados para garantizar el excelente mantenimiento de sus productos hasta llegar a su destino final, empleando pruebas de calidad y resistencia.
- **Papeles:** la compañía utiliza tanto materia prima interna como externa para el suministro de papeles, con el objetivo de mantener los niveles necesarios para satisfacer la demanda tanto en el mercado local como en el global.

<sup>45</sup><https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

<sup>46</sup> <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>47</sup> En 1994 la multinacional DOLE adquirió la totalidad del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., con lo cual la empresa incrementó su volumen de ventas.

<sup>48</sup> <https://www.procarsa.com.ec/quienes-somos.html>

- **Servicios:** ofrece un servicio de atención al cliente que busca comprender a fondo las necesidades de los clientes, realizar un seguimiento de su nivel de satisfacción y ajustar los servicios para mejorar las expectativas y requerimientos del consumidor.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. produce cajas de cartón corrugado para la protección y embalaje de productos. La compañía es líder a nivel nacional en este mercado, y sus productos están destinados principalmente a los segmentos presentados a continuación:

CUADRO 8: SEGMENTOS DE MERCADO

Mercado	Segmento
Exportador	BANANERO
	DOLE
Doméstico	ACEITE/JABON
	ALIMENTOS
	ATÚN/PESCA/CAMARÓN
	CONVERTIDORES
	FLORICULTOR
	VARIOS
Otras	DKL (desperdicios)
	PLANCHAS / LÁMINAS

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

En noviembre de 2020, PRODUCTORA CARTONERA S.A. enfrentó un incendio que afectó parte de sus instalaciones, pero logró reanudar operaciones en la zona dañada 25 días después. A pesar del siniestro, mantuvieron las entregas a sus clientes sin interrupciones. Aunque inicialmente recibieron financiamiento de entidades multilaterales para cubrir deudas, destinaron esos fondos a la reparación de los daños ocasionados por el incendio.

La compañía tiene una importante participación en el mercado y reportó un volumen significativo de exportaciones de papel en 2022. Sin embargo, ha enfrentado desafíos debido al aumento de costos logísticos y el encarecimiento del papel, lo que impactó sus costos de venta. En respuesta a estas dificultades, en 2023 realizaron importantes inversiones en maquinaria para mejorar su capacidad productiva, incluyendo la incorporación de nuevas tecnologías en el proceso de fabricación.

Adicionalmente, han comenzado a desarrollar pulpa a partir de fibras vegetales como el eucalipto, con el objetivo de reducir costos de producción y mejorar su competitividad en el mercado. A pesar de que la mayor parte de sus ingresos proviene de mercados internacionales, la empresa se ha visto afectada por el incremento de los costos de transporte debido a conflictos globales, lo que ha complicado su logística y aumentado los fletes. Estas dificultades han motivado a PRODUCTORA CARTONERA S.A. a seguir adaptándose y buscando soluciones innovadoras para enfrentar el contexto desafiante.

## Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A., en septiembre de 2024, ascendió a USD 27,56 millones, monto que está constituido por 13.779.483 acciones con un valor nominal de USD 2,00 cada una. En el siguiente cuadro se evidencia la composición accionarial, en donde se observa que un poco más del 70% del total de acciones se concentra en una sola empresa.

CUADRO 9: ACCIONISTAS

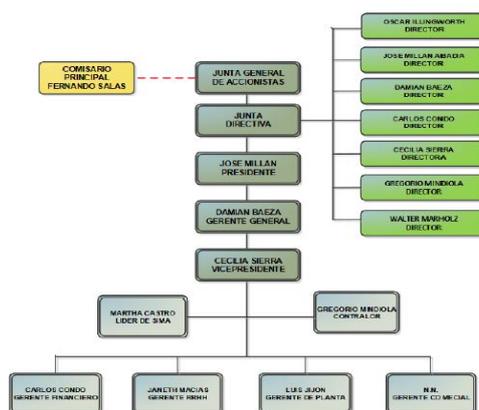
Nombre	Capital (USD)	Participación	Nacionalidad
Comercializadora De Papeles Y Cartones SURPAPEL S.A.	20.662.638,00	74,98%	Ecuatoriana
Illingworth Guerrero Oscar Antonio	833.354,00	3,02%	Ecuatoriana
International Packaging Systems (PROCARSA) B.V.	5.511.794,00	20,00%	Holandesa
Patiño Duque María Antonia	551.180,00	2,00%	Ecuatoriana
<b>Total</b>	<b>27.558.966,00</b>	<b>100,00%</b>	

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Class International Rating

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

La organización de la compañía procura mantener una adecuada estructura financiera, así como procesos de comercialización, entre otras, bajo las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados. Así mismo se debe indicar que la estructura de la compañía, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades.

**GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA**



Fuente / Elaboración: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

La trayectoria y el reconocimiento de PRODUCTORA CARTONERA S.A. en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos<sup>49</sup>, los mismos que se presentan a continuación:

**CUADRO 10: PRINCIPALES EJECUTIVOS**

Nombre	Cargo
Grey Alarcón Karen Carolina	Director
Millán Abadía José Anuar	Gerente General
Patino Duque María Antonia	Vicepresidente
Sierra Moran Cecilia Del Carmen	Presidente
Illingworth Guerrero Oscar	Director
Mindiola De La Torre Gregorio Vicente	Director
Condo Moran Carlos Luis	Director
Millán Abadía José Anuar	Director

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Class International Rating

## Gobierno Corporativo

El fuerte compromiso de PRODUCTORA CARTONERA S.A. con el concepto de Gobierno Corporativo, le ha hecho acreedora del reconocimiento como una de las empresas con mejores prácticas en el Ecuador. La Junta Directiva constituye una fortaleza para la Gobernabilidad de la compañía, en la medida que se han definido reglas claras y políticas que orientan a un funcionamiento eficiente.

Las políticas de Buen Gobierno Corporativo se centran, principalmente en la toma de decisiones, además de distintas políticas tales como organizacionales, tecnológicas, comerciales, financieras, administrativas, de auditoría, entre otras, mismas que son establecidas en base a lo determinado por el Grupo SURPAPEL.

<sup>49</sup> El comportamiento de los órganos administrativos es estable

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

Dentro de las principales políticas del Grupo se pueden mencionar las siguientes: Política de Regulación Interna, de Plan de Carrera Empresarial, de Relaciones Públicas, Políticas Tecnológicas, de Seguridad de Información, Comerciales, Política de Atención y Servicio al Cliente, Política de Mercadeo, Política Regulatoria, entre otras. Finalmente según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación.

## Empleados

Al 30 de septiembre de 2024, la compañía mantiene dentro de su nómina 642 empleados, mismos que estuvieron distribuidos en diferentes áreas. La compañía cuenta con un proceso adecuado para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo.

Dentro de la compañía no se han conformado Sindicatos, Comités de Empresa o contratos colectivos, que eventualmente pudieran representar un factor que influya en el normal desarrollo de sus operaciones.

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

CUADRO 11: VINCULADAS POR ADMINISTRACIÓN

Nombre o Razón Social	Empresa Vinculada	Tipo De Vinculación	Estado
Comercializadora De Papeles Y Cartones SURPAPEL S.A.	Productora Cartonera S.A.	Accionista	Activa
	SURPAPEL CORP S.A.	Accionista	Activa
	REPAPERS Reciclaje Del Ecuador S.A.	Accionista	Activa
Illingworth Guerrero Oscar Antonio	TOLKIEN S.A.	Administrador	Activa
	SURPAPEL CORP S.A.	Administrador	Activa
	Compañía Técnica Nacional TECNAC S.A.	Administrador	Activa
	Destilería Aceites Del Sur DESTILSURSA S.A.	Administrador	Activa
	LUNISOL S.A.	Administrador / Accionista	Activa
	ILCRESA S.A.	Administrador / Accionista	Activa
	Productora Cartonera S.A.	Administrador / Accionista	Activa
	Compañía Técnica Nacional TECNAC S.A.	Accionista	Activa
	GEONAL S.A.	Accionista	Activa
	FERROLSA S.A.	Accionista	Cancelación De La Inscripción
	SURPAPEL CORP S.A.	Accionista	Activa
	Soluciones De Empaques SDE S.A.	Accionista	Activa
	TOLKIEN S.A.	Accionista	Activa
	GRANLAGOSA S.A.	Accionista	Activa
Destilería Aceites Del Sur DESTILSURSA S.A.	Accionista	Activa	
International Packaging	Productora Cartonera S.A.	Accionista	Activa
Patino Duque María Antonia	Productora Cartonera S.A.	Administrador / Accionista	Activa

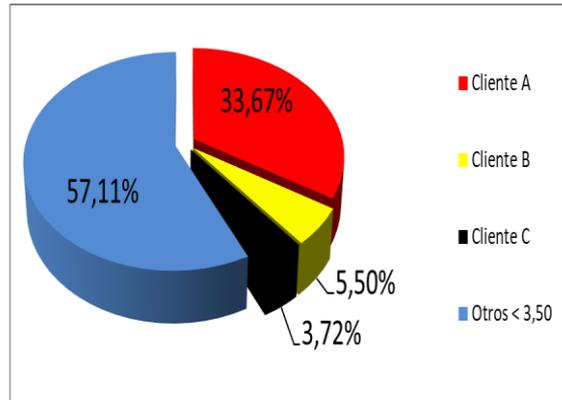
Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

**Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa**

**Clientes<sup>50</sup>**

Al 30 de septiembre de 2024, el principal cliente de PRODUCTORA CARTONERA S.A. tiene una representación del 33,67% sobre el total de las ventas, seguido de lejos por el Cliente B con el 5,50%, y Cliente C<sup>51</sup> con el 3,72%; quienes agrupan el 42,89% de los ingresos. Los porcentajes detallados a continuación demuestran un riesgo medio de concentración en la cartera de clientes.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES SEPTIEMBRE 2024



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

Es importante mencionar que el 98% de las ventas realizadas por PRODUCTORA CARTONERA S.A. son a crédito directo. Cabe destacar que las cuentas por cobrar a clientes se registran a valor nominal que no difiere de su valor razonable. Posterior a su reconocimiento inicial se miden al costo amortizado aplicando el método de interés efectivo y a las cuentas por cobrar a compañías relacionadas las cuales se registran a valor nominal que no difieren de su valor razonable<sup>52</sup>. La compañía tiene una buena capacidad de negociación con sus clientes.

Al referirnos a la antigüedad de las cuentas por cobrar, se debe indicar que, al 30 de septiembre de 2024, apenas el 43,63% de la cartera correspondió a cartera por vencer (42,47% a diciembre de 2023), mientras que la cartera vencida significó el 56,37% (57,53% a diciembre de 2023), siendo la más representativa de este grupo la cartera que se encontró dentro del rango mayor a 91 días que representó el 46,76% de la cartera total (48,81% a diciembre de 2023). Estos resultados evidencian la importancia de reforzar la gestión de cobranzas con el propósito de mitigar la probabilidad de un posible riesgo de incobrabilidad, posibles pérdidas para la compañía y afectaciones al flujo de efectivo.

CUADRO 12: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

Cartera total	2022 <sup>53</sup>	2023 <sup>54</sup>	sep-24 <sup>55</sup>
Cartera por Vencer	47,68%	42,47%	43,63%
Vencida de 1 a 30 días	10,48%	7,05%	6,33%
Vencida de 31 a 60 días	1,27%	1,30%	2,66%
Vencida de 61 a 90 días	1,10%	0,37%	0,62%
Vencida de 91 a 120 días	3,16%	0,93%	46,76%
Vencida de 121 a 360 días	4,28%	9,71%	
Vencida más de 361 días	32,02%	38,18%	
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

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

<sup>50</sup> La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

<sup>51</sup> Compañía relacionada por pertenecer al Grupo SURPAPEL, al igual que el emisor.

<sup>52</sup> Información tomada del Informe Auditado del 2023.

<sup>53</sup> Se considera provisiones

<sup>54</sup> Se considera provisiones

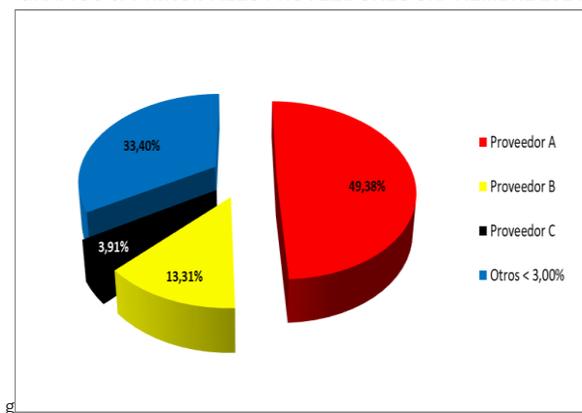
<sup>55</sup> Incluye cuentas por cobrar relacionadas

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 43,20% para septiembre 2024 (48,54% a diciembre de 2023), aspecto que deberá ser reforzado a fin de poder cubrir adecuadamente un posible riesgo de incobrabilidad.

### Proveedores<sup>56</sup>

PRODUCTORA CARTONERA S.A., opera con proveedores del exterior y locales, siendo el proveedor más relevante al 30 de septiembre de 2024, una compañía ecuatoriana<sup>57</sup>, con una participación del 49,38%, la cual provee de papel a la compañía. A este le sigue una compañía de origen estadounidense que provee de papel con el 13,31% y en tercer lugar se ubica una compañía de Estados Unidos dedicada a la venta de papel, con el 3,91%<sup>58</sup>. La porción restante del 33,40% corresponde a proveedores con participaciones individuales inferiores al 3,00%; lo que denota una concentración alta de proveedores.

GRÁFICO 6: PRINCIPALES PROVEEDORES SRPTIEMBRE 2024



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

Cabe destacar que las cuentas por pagar proveedores se reconocen inicialmente a su valor razonable y posteriormente en la medida que el efecto de su descuento a su valor presente sea importante, se remide al costo amortizado usando el método de interés efectivo, de lo contrario se muestran a su valor nominal y las cuentas por pagar a compañías relacionadas corresponden a obligaciones de pago principalmente por deudas que se generaron principalmente por compra de materia prima que son exigibles en cualquier momento por parte del acreedor<sup>59</sup>.

En base a información enviada por PRODUCTORA CARTONERA S.A. al 30 de septiembre 2024, el 39,62% (46,95% en diciembre de 2023) de las cuentas por pagar se encuentran vigentes; mientras que, el 60,38% (53,05% en diciembre de 2023) corresponde a cartera vencida concentrada en su mayoría en la cartera vencida de más de 91 días con el 39,64% (32,74% en diciembre de 2023).

### Estrategias

Las Estrategias del Emisor se detallan a continuación:

- Reestructurar la deuda de corto a largo plazo para liberar flujo de caja.
- Financiar los nuevos requerimientos de capital de trabajo.
- Disminuir el Costo Medio Ponderado de Capital.
- Optimizar los recursos disponibles (Garantías).

<sup>56</sup> La compañía mantiene una muy buena aceptación con sus proveedores, por lo que ha desarrollado capacidad de negociación con ellos.

<sup>57</sup> Compañía relacionada por pertenecer al Grupo SURPAPEL, al igual que el emisor.

<sup>58</sup> Compañía relacionada por pertenecer al Grupo SURPAPEL, al igual que el emisor.

<sup>59</sup> Información tomada del Informe Auditado de 2023

## Políticas de Inversión

Las inversiones efectuadas en la compañía se centran en la mejora de los procesos industriales, a continuación, un detalle de su plan de inversión:

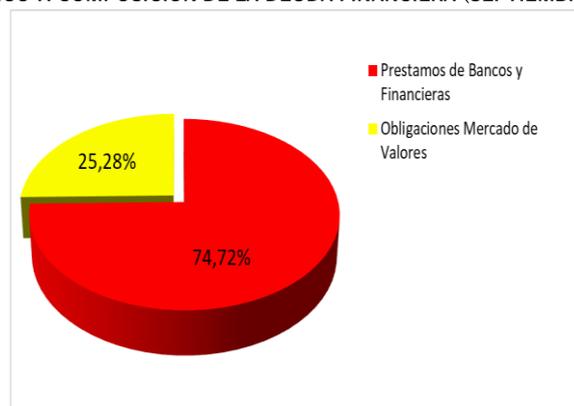
- Reestructuración del proceso productivo de sus líneas de producto, reducción de tiempos, mejoramiento continuo de las capacidades y programación de producción; todo esto para incrementar la producción y ampliar la plantilla de clientes.
- Generar productos con valor agregado para generar mayores márgenes de rentabilidad.
- Investigar nuevos nichos de mercado los cuales pueden ser atendidos por la compañía.

## Política de Financiamiento

La compañía financia su capital de trabajo con deuda de corto plazo de hasta 180 días, la cual calza con el ciclo para volver efectivo su inventario, además el Opex como mantenimientos mayores de maquinaria (overhaul) lo hace con deuda a mediano plazo y el Capex con deuda de largo plazo de 5 a 7 años. Así mismo financia su operación con obligaciones del Mercado de Valores.

Para septiembre de 2024 PRODUCTORA CARTONERA S.A., financió sus operaciones principalmente con recursos de terceros, es así como, el pasivo total fondeó el 68,57% de los activos (71,66% en diciembre de 2023). Por su parte, la deuda con costo que se deriva de obligaciones con entidades financieras locales de corto y largo plazo y Obligaciones de mercado de valores financió el 34,56% de los activos (34,09% a diciembre 2023).

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (SEPTIEMBRE 2024)



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

## Responsabilidad Social y Ambiental

El Grupo SURPAPEL dentro de su estrategia de sostenibilidad, ha ejecutado varios programas a través de su comité de moradores de la comunidad de Brisas de Procarsa, tal es el caso de: i) Feria de salud para la comunidad, ii) donación de materiales de construcción destinados a la recuperación del parque Brisas de Procarsa, iii) entrega de juguetes y caramelos, entre otros.

Adicionalmente el grupo está comprometido en contribuir con el entorno, y en todos los factores que impulsen su desarrollo y bienestar, forjando un futuro sostenible, a través de la Innovación tecnológica, Generación de conocimiento, Fomento de las capacidades de la población y Educación de calidad.

## Regulaciones a las que está sujeta la Empresa

PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Defensoría del Pueblo, entre otras.

Por otro lado, se debe añadir que PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con certificaciones de calidad, siendo una de las primeras empresas del Ecuador en obtener Certificación ISO, actualmente cuenta con Certificación ISO 9001:2015 y BASC (Business Alliance for Secure Commerce), certificación que garantiza que la empresa se encuentra alineada con Normas estandarizadas cuyo objetivo es mejorar el desempeño empresarial, la eficacia en los procesos y el sistema de gestión de la calidad, para facilitar las comunicaciones junto con el intercambio comercial y global. Certificación FSC® Cadena de Custodia (FSC-C144946), como parte de nuestro compromiso con el ambiente, que garantiza que la materia prima de nuestros productos proviene de fuentes ecológicamente responsables.

## Riesgo Legal

Según información proporcionada por PRODUCTORA CARTONERA S.A. al 30 de septiembre de 2024, la compañía presenta varios procesos legales vigentes. La calificadora no ha podido medir el impacto de los mismos sobre la operación de la compañía.

## Liquidez de los títulos

Al ser la calificación inicial del Quinto Programa de Papel Comercial PRODUCTORA CARTONERA S.A., todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en la siguiente revisión.

Al 30 de septiembre de 2024 PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene vigentes las siguientes emisiones:

CUADRO 13: EMISIONES VIGENTES

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Estado
Octava Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766	Vigente
Novena Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409	Vigente
Décima Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00009584	Vigente
Décima Primera Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008367	Vigente

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA 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

Al ser la calificación inicial del Quinto Programa de Papel Comercial PRODUCTORA CARTONERA S.A., todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos, la que será analizada en la siguiente revisión

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.

## Hechos Relevantes

- PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene deudas impugnadas con el Servicio de Rentas Internas<sup>60</sup> por USD 328.888,34. Según lo mencionado por la administración de la compañía, PRODUCTORA CARTONERA S.A. se encuentra solicitando convenios de pago.

<sup>60</sup> Fecha de emisión: noviembre 2024.

## Situación del Sector

En Ecuador, la industria que comprende la fabricación de papel y sus derivados es la manufacturera. Este sector está comprendido por la fabricación no solo de papel en sí sino de la fabricación de pasta de madera, cartón, cartón ondulado y envases de papel y cartón. Principalmente comprende actividades como separación de fibras celulósicas de otras impurezas de la madera o el papel usado, el filtrado de estas fibras hasta convertirlas en láminas y técnicas de corte y moldeado.

El sector papelerero y cartonero ha sufrido una caída en estos últimos 10 años. Esto se debe a que la tecnología y el cuidado al medio ambiente han ganado terreno, afectando así a países que se dedicaban a esta actividad, como Finlandia, una de las naciones con mayor densidad forestal en el mundo. Por ello, las cartas, la fotografía analógica, los boletos de avión, entre otros, han migrado hacia plataformas digitales, que son de mayor utilidad y han facilitado la vida de las personas. Además, cada vez las instituciones públicas y privadas prefieren los medios electrónicos antes que el papel para la realización de trámites. No obstante, su importancia sigue presente en distintas áreas.

En la era digital, donde la información fluye a través de pantallas y dispositivos electrónicos, el papel y el cartón siguen siendo materiales de uso cotidiano, tanto en el ámbito personal como empresarial. Sin embargo, la producción y el consumo de estos materiales tienen un impacto ambiental significativo que no podemos ignorar. En Ecuador, la generación de residuos de cartón y papel alcanza niveles alarmantes. Según datos del Ministerio del Ambiente, Agua y Transición Ecológica (MAATE), en 2021 se generaron más de 2 millones de toneladas de estos residuos a nivel nacional, lo que representa el 9,8% del total de residuos sólidos urbanos.<sup>61</sup>

La gestión responsable de estos residuos es fundamental para minimizar su impacto ambiental. En Ecuador, la Ley de Gestión Integral de Residuos Sólidos establece la obligación de las empresas de clasificar, almacenar y disponer de sus residuos de manera adecuada.

De acuerdo con datos de la DIAN, el valor de las exportaciones de papel y cartón en 2023 alcanzaron USD 474,5 millones, mientras los datos preliminares de enero a mayo de 2024 muestran una caída del 5,6% con relación al mismo periodo del año anterior, situándose en USD 192,6 millones. Desglosando por tipo de producto, se observa que la fabricación de otros artículos de papel y cartón ha sido la más volátil.

En términos de destinos, Ecuador lidera las exportaciones con un 15,8%, seguido de México (14,1%), Perú (12,4%) y Estados Unidos (9,4%). Los principales departamentos exportadores son Valle del Cauca (29,87%), Bogotá, D.C. (27,37%) y Bolívar (16,78%). Los productos más exportados incluyen papel y cartón autoadhesivos (15,3%) y compresas y tampones higiénicos (12,9%).

Por otro lado, las importaciones de papel y cartón presentan una tendencia diferente para 2023, hubo una disminución del 34,6%, con un valor de USD 960,1 millones, y los datos de enero a abril de 2024 muestran una caída adicional del 6,3%, con USD 330,5 millones.<sup>62</sup>

El Valor Agregado Bruto (VAB) del sector de papel y cartón, que representó el 3,5% del PIB del sector de la manufactura y el 0,5% del PIB total, reportó una caída del 0,9% en términos reales, según el BCE.<sup>63</sup>

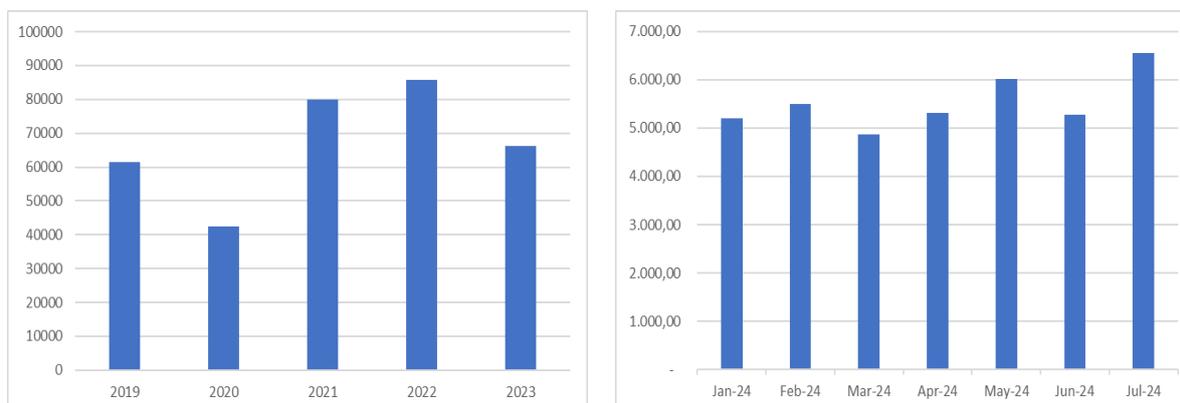
Aunque el cartón y el papel son fáciles de identificar y reciclar, constituyen casi el 10% de los residuos que se encuentran en los vertederos del Ecuador. Ambos son materiales útiles y duraderos que incluso pueden reutilizarse para diferentes fines como cocinar y almacenar. Una vez que hayan cumplido su función, podrás reciclarlos y convertirlos en cartón y papel nuevos. En cuanto a las exportaciones de estos productos en Ecuador, entre 2019 y julio de 2024, han mostrado una tendencia variable como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

<sup>61</sup> <https://recygreensa.com/blog/f/el-impacto-ambiental-del-cart%C3%B3n-y-el-papel-en-ecuador>

<sup>62</sup> <https://sectorial.co/papel-y-carton/exportaciones-de-papel-y-carton-entre-enero-y-mayo-2024/>

<sup>63</sup> <https://ekosnegocios.com/articulo/especial-papel-y-carton>

GRÁFICO 8: EXPORTACIONES DE PAPEL Y CARTÓN (MILES DE USD)<sup>64</sup>



Fuente: BCE / Elaboración: Class International Rating

Ecuador lleva un mes con largos cortes de luz desde el pasado 23 de septiembre de 2024, en lo que se ha convertido en una de las peores crisis eléctricas en los últimos 14 años. Debido a que en este mes los horarios de cortes han sido cambiantes, es difícil cuantificar el total de las pérdidas que deja este período, pero gremios como la Cámara de Industrias de Guayaquil (CIG) y la de Industrias y Producción (CIP) coinciden en que son de alrededor de USD 12 millones por cada hora sin luz<sup>65</sup>.

El Grupo SURPAPEL desarrolla sus actividades principalmente atendiendo al mercado de cartón corrugado, y está integrada verticalmente en la producción de papel. El Grupo cuenta con las dos empresas locales más grandes productoras de cartón corrugado (PROCARSA e INCARPALM), lo que le permite cubrir el 40% de la cuota de mercado.

El sector donde desarrolla sus actividades PRODUCTORA CARTONERA S.A., tiene como barreras de entrada: alta inversión inicial para la instalación de una fábrica papelera, tasas arancelarias para la importación de maquinaria, dificultad en alcanzar contactos comerciales tanto en el mercado nacional como internacional, escaso talento humano especializado en el montaje de maquinaria, así como en el manejo y comercialización de papel, economías de escala y alta diferenciación de productos existentes.

La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad, gran cantidad de regulaciones laborales, que suponen un alto coste para la empresa, compromisos de largo plazo con clientes o proveedores, por los cuales la empresa debe permanecer más tiempo en el sector.

El sector en el cual desenvuelve sus actividades la compañía no presenta estacionalidades en su comportamiento. Tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

## Expectativas

El sector de papel y cartón en Ecuador enfrenta desafíos significativos debido al encarecimiento de los insumos y la operación. A pesar de ser un complemento esencial para otras industrias, su eficacia está siendo puesta a prueba por la subida de costos. La adaptación y búsqueda de soluciones innovadoras son clave para superar estos obstáculos y mantener su rol crucial en el tejido industrial del país.

Se estima que el precio de las cajas de cartón destinadas a los sectores de agroexportación experimentará un incremento que fluctúa entre el 12% y el 14%. Esta subida va a la par con el alza en el costo del papel, cuya materia prima, se importa mayoritariamente desde los Estados Unidos y menor volumen de Europa<sup>66</sup>.

<sup>64</sup> Datos extraídos de <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEmensual.jsp>

<sup>65</sup> <https://www.primicias.ec/economia/primer-mes-apagones-ecuador-perdidas-industrias-81725/>

<sup>66</sup> <https://www.proecuador.gob.ec/el-carton-corrugado-incrementara-precios-durante-el-2024/>

Hoy el diseño de empaques es cada vez más complejo y exigente ya que los productores no disponen de horas suficientes para realizar las cajas por falta de energía eléctrica; es así que los procesos de personalización, de protección, de transporte y de comunicación exigen de los fabricantes investigación, innovación y actualización constante. Desde el punto de vista del proceso productivo, los desafíos más inmediatos tienen que ver con aumentos en la presión de costos (materia prima) y un claro rezago en la digitalización y automatización e inteligencia artificial de procesos productivos, comparado con otras regiones del mundo<sup>67</sup>.

### Posición Competitiva de la Empresa

La actividad principal de la compañía, clasificada bajo el CIU C1702.02, abarca la fabricación de envases de papel o de cartón ondulado, rígido o plegable: cajas, cajones, estuches, envases, archivadores de cartón de oficina y artículos similares. Es importante destacar que, según la revista EKOS, PRODUCTORA CARTONERA S.A. ascendió al puesto 82 en ventas en 2022, mejorando su posición respecto al puesto 92 alcanzado en 2021<sup>68</sup>.

Además, PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha mantenido a lo largo de los años una participación destacada en el mercado de cartón. En 2018, la compañía representaba el 18,58% del total del mercado, incrementando su participación al 18,64% en 2022 y alcanzando el 20,09% en 2023. Este crecimiento sostenido refleja la capacidad de la empresa para adaptarse a las dinámicas del sector, consolidando su posición competitiva y fortaleciendo su presencia en un mercado clave para su desarrollo.

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, es así como señalan que varias de sus marcas son líder en el mercado.

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

CUADRO 14: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Importantes clientes estratégicos del sector exportador	Procesos burocráticos
Productos de calidad reconocido en el mercado	Deficiencia en la planificación de reparación de maquinaria y tiempo de cambio en imprenta
Materia Prima disponible de manera inmediata SPC	Dependencia de proveeduría de materia prima
Equipo de última generación imprenta y corrugadora	Deficiencia en la gestión ambiental
Innovación en las materias primas por parte SPC	
Suficiente capacidad instalada para crecimiento	
Jefaturas operativas con suficiente conocimiento	
Tiempo de reacción para pedido urgente	
Integración de los sistemas de gestión del Grupo	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Incremento de las exportaciones directas (clientes del exterior) e indirectas (clientes exportadores)	Crecimiento de la competencia en su capacidad instalada
Nuevos mercados locales y del exterior	Reducción del precio de venta de la competencia
Mejoras en los procesos operativos	Exigencias de los clientes en sus productos y oportunidad de entrega
Mejoras en la planificación de producción y despacho	Crisis económica y financiera local y global

Fuente/ Elaboración: POP/PRODUCTORA CARTONERA S.A.

<sup>67</sup> <https://corrugandodigital.acccsa.org/informe-especial/perspectivas-2024-c%C3%B3mo-nos-desaf%C3%ADa-el-nuevo-a%C3%B1o>

<sup>68</sup> <https://ekosnegocios.com/empresa/productora-cartonera-sa>

## **Riesgo operacional**

Los principales riesgos que puedan afectar la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, entre otros.

El principal riesgo operacional, ligado a las actividades de PRODUCTORA CARTONERA S.A., tiene que ver con los costos de la materia prima: Papel kraft y papel medium. Es por esto por lo que son dos las consideraciones a tomar en cuenta: Alta dependencia de las importaciones y la consolidación de proveedores de papel para corrugar. Por lo mencionado, la compañía mitiga este riesgo a través de su principal proveedor de materias primas, SURPAPEL CORP S.A., empresa relacionada que forma parte del Grupo SURPAPEL, con la que la compañía tiene convenios de abastecimiento y políticas flexibles de pago.

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

La alta dependencia en los sectores de exportación (empresas exportadoras de banano, camarón, pescado, flores, entre otras), es mitigada mediante acuerdos de exclusividad y contratos anuales con importantes empresas del país, además de poseer una significativa diversificación de clientes en el mercado doméstico y estar trabajando en la diversificación (sector no bananero) y creación de valor de sus productos. Además, las reformas gubernamentales enfocadas al incentivo de producción nacional orientadas a la sustitución de importaciones resultan en incremento de la demanda de cartón corrugado.

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

Con el propósito de contrarrestar los principales riesgos a los que se encuentra expuesta la compañía, PROCARSA S.A. cuenta con varias pólizas de seguro, las mismas que se distribuyen en diferentes ramos como: equipo y maquinaria contratista, e. electrónico, multirisgo, incendio, rotura de maquinaria, robo, responsabilidad civil, seguro de transporte y vehículos. La vigencia establecida dentro de estos contratos está comprendida hasta febrero, marzo, mayo y julio de 2025.

## **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a PRODUCTORA CARTONERA S.A., se realizó con base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 30 de septiembre de 2023 y al 30 de septiembre de 2024.

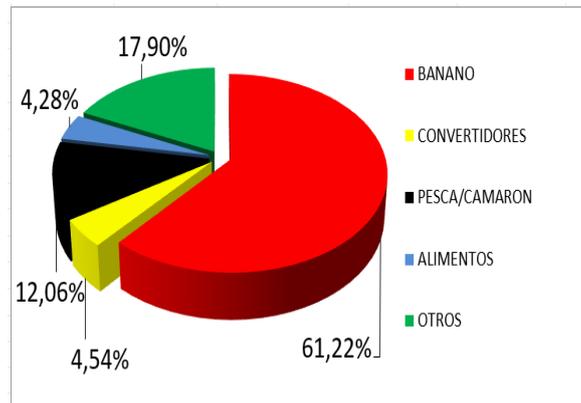
## **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos de PRODUCTORA CARTONERA S.A. mostraron un comportamiento creciente hasta el año 2022, pasando de USD 182,77 millones en el año 2021 a USD 227,06 millones en el año 2022 como efecto de mayores ventas en sus líneas de cartón. Para diciembre de 2023, los ingresos decaen en un 14,08% frente a su similar de 2022, arrojando una suma de USD 195,09 millones debido a varios factores, uno de esos la disminución en ventas de su principal línea “cartón”, seguido de “papel”, así como la disminución del precio del papel (materia prima)

que incidió en la reducción del precio de la caja de cartón y los problemas del mercado de camarón en China (corresponde al 50% de la exportación de Ecuador en este rubro).

Por otro lado, para septiembre de 2024, los ingresos continuaron con la tendencia decreciente (-23,07%) frente a su similar de 2023, totalizando USD 115,03 millones (USD 149,51 millones en septiembre de 2023), debido a una disminución en la demanda de los mercados de exportación y locales, así como la presencia de precios desviados del estándar de la industria, pues al ser la materia prima un commodity, está expuesto a estas variaciones. A continuación se detalla la conformación de los ingresos de la compañía por línea de negocio:

**GRÁFICO 9: DETALLE DE INGRESOS (SEP 2024)**



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

Por su parte, los costos de ventas pasaron de representar un 87,25% de los ingresos en el año 2021 a un 86,35% en diciembre de 2022 y 87,34% en diciembre de 2023, mismos que incluyen el costo de adquisición de pulpas de papel y sus derivados que constituyen el insumo principal en la elaboración de cartón corrugado (costos de consumo de materia prima), consumo de materiales, remuneraciones y beneficios sociales, depreciaciones, entre otros.

Se debe indicar que para este último periodo (año 2023) se evidenció una disminución en la demanda de los mercados de exportación y locales, derivando en una importante presión en los precios de los productos de cartón, además de problemas logísticos que se venían dando en los últimos meses lo que provocó un desbalance en sus inventarios de materias primas e insumos (desabastecimiento en algunos casos y excesos en otros, con precios desviados del estándar de la industria).

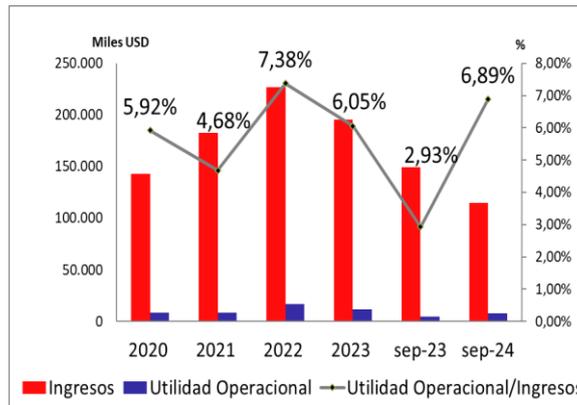
Después de descontar los rubros indicados anteriormente, el margen bruto pasó de 12,75% sobre los ingresos en el año 2021 a un 13,65% de los ingresos en 2022 y un 12,66% en diciembre de 2023, lo que demuestra los esfuerzos de la compañía por captar mercado y mantener relativamente estables sus costos.

Al 30 de septiembre de 2024, los costos de ventas significaron el 84,85% de los ingresos, representación inferior a la de septiembre de 2023 cuando fue de 90,56%; lo que generó un margen bruto creciente, el mismo que pasó de representar el 9,44% de los ingresos en septiembre de 2023 a un 15,15% en septiembre de 2024.

Los gastos operacionales representaron menos del 9,00% de los ingresos durante el periodo analizado, es así como pasaron de 8,07% en el año 2021 a 6,27% al cierre de 2022 y 6,61% en diciembre de 2023, mismos que estuvieron conformados principalmente por remuneraciones y beneficios sociales, transporte, impuestos y contribuciones, honorarios, entre otros. Para septiembre de 2024 los gastos operacionales representaron el 8,26% de los ingresos, luego de haber significado el 6,52% en septiembre de 2023.

El margen operacional creció de 4,68% de los ingresos en el año 2021 a 7,38% en diciembre de 2022, gracias a la estrategia de reforzar el área de ventas y disminuir gastos no esenciales en el área administrativa. Sin embargo, para diciembre de 2023 el margen operacional decrece hasta significar el 6,05% de los ingresos, lo que se atribuye a la reducción en su actividad comercial. Para septiembre de 2024, el margen operacional creció significativamente a 6,89% de los ingresos, luego de haberse ubicado en 2,93% en septiembre de 2023.

GRÁFICO 10: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

La compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo analizado, no obstante, su representación sobre los ingresos fue inferior a 1,00% (excepto en el año 2022), es así como para diciembre de 2021 el resultado neto significó 0,55%, mientras que para diciembre de 2022 representó el 1,86%, y el 0,14% al cierre de 2023.

Al 30 de septiembre de 2024, PRODUCTORA CARTONERA S.A., registró una pérdida antes de impuestos que representó el -0,26% de los ingresos (-2,69% de los ingresos en septiembre de 2023), comportamiento que se atribuye a que su margen operacional no fue suficiente para cubrir sus gastos financieros. No obstante, al final del periodo su resultado se recupera, gracias al crédito tributario que tiene la compañía a su favor, arrojando un margen neto que significó el 0,55% de los ingresos.

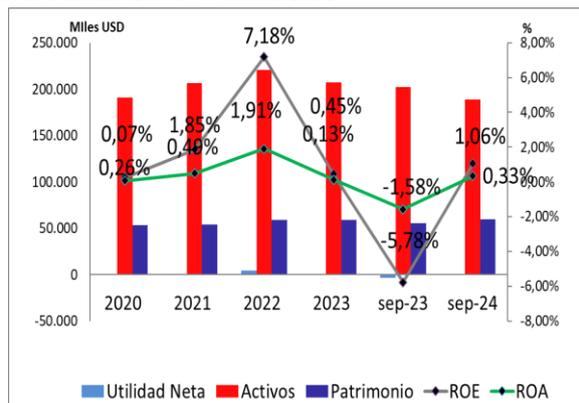
### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) presentaron un comportamiento variable pero positivo (excepto en septiembre de 2023), debido a las fluctuaciones producidas en la utilidad neta, lo que demostró que los activos generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 15, GRÁFICO 11 RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2020	2021	2022	2023
ROA	0,07%	0,49%	1,91%	0,13%
ROE	0,26%	1,85%	7,18%	0,45%

Indicador	sep-23	sep-24
ROA	-1,58%	0,33%
ROE	-5,78%	1,06%



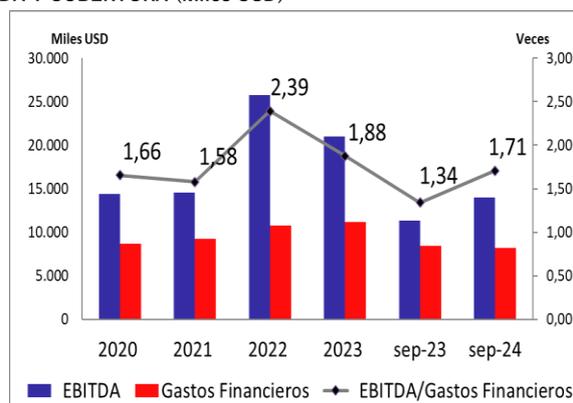
Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional; es así como su participación sobre los ingresos pasó de 11,35% en el año 2022 a 10,77% de los ingresos en el año 2023. Para septiembre de 2024, el EBITDA (acumulado) representó el 12,20% de los ingresos, estos resultados le permitieron cubrir de manera aceptable sus gastos financieros.

CUADRO 16, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Concepto	2020	2021	2022	2023
EBITDA	14.387	14.552	25.764	21.008
Gastos Financieros	8.690	9.221	10.768	11.184
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,66	1,58	2,39	1,88

Concepto	sep-23	sep-24
EBITDA	11.345	14.032
Gastos Financieros	8.457	8.225
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,34	1,71



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

## Capital Adecuado Activos

A partir del año 2022 los activos totales de la compañía presentaron un comportamiento decreciente, pasando de USD 220,56 millones en ese año a USD 207,33 millones en diciembre de 2023 y USD 188,96 millones al 30 de septiembre de 2024, reducción que obedece a la disminución de su propiedad, planta y equipo, por el incremento de la depreciación acumulada, así como el decremento en sus cuentas por cobrar relacionadas de largo plazo.

La estructura de los activos determinó una mayor presencia en aquellos de tipo corriente (excepto en diciembre de 2023), que representaron un promedio del 50,49% del total de activos. No obstante, para diciembre de 2023, los activos no corrientes adquirieron una mayor participación, alcanzando el 59,39% del total de activos. Al 30 de septiembre de 2024, los activos corrientes representaron el 50,72% del total de activos, siendo sus principales rubros, a esta última fecha, las cuentas por cobrar clientes con una participación del 17,90% (11,01% a diciembre de 2023) y cuentas por cobrar relacionadas con el 11,14% (11,66% a diciembre de 2023).

Por otra parte, los activos no corrientes significaron el 45,21% del total de activos al cierre de 2022, mientras que en diciembre de 2023 representaron 59,39% y para el 30 de septiembre de 2024 significó el 49,28% de los activos. En cuanto a su composición, para este último periodo estuvieron conformados principalmente por propiedad, planta y equipo neto con el 37,69% del total de activos (36,99% a diciembre de 2023), cuentas por cobrar relacionadas con el 8,67% (20,22% a diciembre de 2023) y las inversiones subsidiarias con el 1,50% (1,36% a diciembre de 2023).

Entre los activos no corrientes se registran las inversiones en subsidiarias, de acuerdo con el informe de auditoría externa del año 2023, menciona que corresponden a participaciones accionarias de PRODUCTORA CARTONERA S.A. en ESCOBAR RUIZ CÍA. LTDA., con un valor nominal de USD 303.030,00, equivalente al 98% de participación. Adicionalmente, se contabilizan inversiones en SUPAPEL Corp S.A., con un valor nominal de USD 305.882,00, que representan el 0,61% de participación.

## Pasivos

El financiamiento de los pasivos sobre los activos se mantuvo dentro de un promedio (2020-2023) de 72,74%, (71,66% en diciembre de 2023), lo que denota la importancia de los recursos de terceros en el fondeo de la compañía. Para septiembre de 2024, dicho financiamiento se ubicó en un 68,57% de los activos, descenso que se atribuye principalmente a la reducción de cuentas por pagar relacionadas y a la disminución de la deuda con costo de corto plazo.

La estructura de los pasivos estuvo conformada principalmente por aquellos de tipo corriente, en los años 2021 y 2022 financiaron en promedio anual el 45,28% del total de activos, mientras que a diciembre de 2023 lo hicieron en un 39,89% y para septiembre de 2024 representaron el 35,43% del total de activos, siendo el rubro más

representativo cuentas por pagar a proveedores con el 16,11% (14,75% a diciembre de 2023), a ésta le sigue la cuenta de obligaciones con costo de corto plazo que financiaron el 9,17% de los activos (13,36% a diciembre de 2023). Los proveedores más relevantes son aquellos que abastecen a la compañía de su principal materia prima que es papel, de los cuales PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con una cartera constituida por varias empresas nacionales y extranjeras. Así mismo incluyen valores pendientes de pago por compras de suministros y materiales para el giro del negocio; los cuales tienen vencimientos promedios de 30 días y no devengan intereses.

Es importante destacar que, al 30 de septiembre de 2024, la cuenta por pagar relacionada corriente registró una disminución significativa del 59,30% en comparación con diciembre de 2023. Según información proporcionada por la compañía, este comportamiento se debe a la reconciliación de cuentas entre la empresa relacionada, del grupo SURPAPEL, y PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Por su parte, los pasivos no corrientes, al cierre de 2021, financiaron el 30,66% del total de activos. Esta proporción disminuyó a 25,90% en diciembre de 2022, pero aumentó a 31,76% en diciembre de 2023 y alcanzó el 33,14% en septiembre de 2024. Para esta última fecha, el rubro más significativo fue el de obligaciones bancarias y de mercado de valores<sup>69</sup>, que representaron el 25,39% de los activos (20,72% en diciembre de 2023), seguido de cuentas y documentos por pagar a proveedores<sup>70</sup>, que contribuyeron con el 3,27% (4,87% en diciembre de 2023).

La deuda financiera al 30 de septiembre de 2024 representó el 34,56% del activo total y totalizó USD 65,30 millones; encontrándose conformada por obligaciones con el mercado de valores y obligaciones con instituciones financieras (34,09% de los activos con un valor de 70,67 millones en diciembre de 2023). La participación de la deuda financiera frente al pasivo y al patrimonio fue de 50,40% y 109,95%, respectivamente

## Patrimonio

El patrimonio financió el 28,34% de los activos (USD 58,76 millones) en diciembre de 2023 y un 31,43% (USD 59,39 millones) en septiembre de 2024, determinando que las cuentas más representativas fueron el capital social y resultados acumulados. Cabe señalar, que el capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en una suma de USD 27,56 millones que financió el 14,58% de los activos en septiembre de 2024 (13,29% en diciembre de 2023). A esta le sigue resultados acumulados con el 13,60% de los activos (12,28% en diciembre de 2023).

La Compañía fija la cantidad de capital que requiere en proporción al riesgo. La Compañía gestiona su estructura de capital y realiza ajustes a la misma a la luz de los cambios en las condiciones económicas y las características de riesgo de los activos subyacentes. Para mantener o ajustar el capital estructura, la Compañía puede ajustar el monto de los dividendos pagados a los accionistas, devolver el capital a los accionistas, emitir nuevas acciones o vender activos para reducir la deuda, la Compañía monitorea el capital sobre la base de la deuda a coeficiente de capital ajustado<sup>71</sup>.

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

## Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados fueron superiores a la unidad, demostrando de esta manera que, la compañía mantiene al mínimo recursos líquidos improductivos.

<sup>69</sup> El incremento del 11,65% en esta cuenta al 30 de septiembre de 2024, en comparación con diciembre de 2023, se debe en parte a un nuevo crédito obtenido por una compañía de inversiones y a la reestructuración de la deuda con una entidad financiera local.

<sup>70</sup> Al 30 de septiembre de 2024, esta cuenta muestra una disminución del 38,67% en comparación con diciembre de 2023. Este resultado se debe a la reconciliación de cuentas entre PRODUCTORA CARTONERA S.A. y un proveedor extranjero, una compañía relacionada con el grupo SURPAPEL.

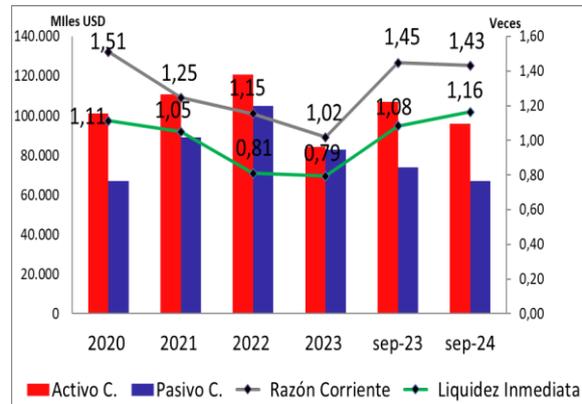
<sup>71</sup> Informe de auditoría externa año 2023.

Estos resultados permitieron arrojar un capital de trabajo positivo, que significó el 0,71% de los activos en diciembre de 2023 y un 15,29% en septiembre de 2024.

**CUADRO 17, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)**

Cuenta / Indicador	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	100.977	110.842	120.832	84.189
Pasivo Corriente	66.884	88.870	104.758	82.713
Razón Circulante	1,51	1,25	1,15	1,02
Liquidez Inmediata	1,11	1,05	0,81	0,79

Cuenta / Indicador	sep-23	sep-24
Activo Corriente	106.919	95.840
Pasivo Corriente	73.849	66.948
Razón Circulante	1,45	1,43
Liquidez Inmediata	1,08	1,16



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

### Indicadores de Eficiencia

PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentó un periodo de cobros que pasó de 101 en el año 2022 a 71 días en diciembre de 2023. Al referirnos al indicador plazo de proveedores (periodo de pago a proveedores), se evidencia que la compañía pagó a sus proveedores, en un tiempo aproximado de 95 días en 2022 y para diciembre de 2023 el plazo fue de 66 días. Lo mencionado evidencia que entre el tiempo que registra la compañía para cobrar a sus clientes y el plazo que muestra en el pago a sus proveedores hubo una diferencia de 6 días en los años 2022 y 2023.

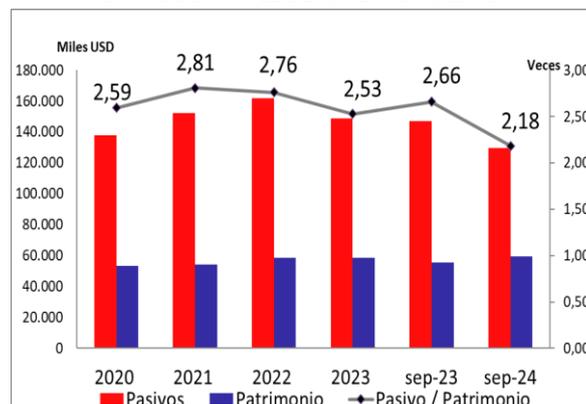
En cuanto al indicador de duración de existencias, este registró 67 días en el año 2022 y 40 días en diciembre de 2023, lo que evidencia el tiempo que el inventario pasa en bodega.

Finalmente, el plazo de proveedores menos el período de cobro y menos la duración de existencias, refleja un descalce de 73 días a diciembre de 2022, mientras que para el año 2023 el descalce fue de 46 días, lo que demuestra que la compañía debe recurrir a otras fuentes de financiamiento para su normal desenvolvimiento.

### Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los pasivos dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose por encima de las 2 veces durante el periodo analizado, no obstante, dicho financiamiento disminuyó levemente de 2,76 veces en diciembre de 2022 a 2,53 en diciembre 2023 y 2,18 en septiembre de 2024.

**GRÁFICO 14: NIVEL DE APALANCAMIENTO**



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

Entre tanto, el indicador que relaciona los pasivos totales con el capital social pasó de 5,87 veces en diciembre de 2022 a 5,39 veces en 2023, mientras que para el 30 de septiembre de 2024 se ubicó en 4,70 veces. Estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas, valor que depende de la representación que el capital social tiene dentro del total del patrimonio.

El indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado), pasó de registrar 7,07 años en diciembre de 2023 y 5,47 años en septiembre de 2024, siendo este el tiempo que le tomaría a la empresa cubrir todas sus obligaciones con la generación de recursos propios. Por su parte, el indicador que relaciona deuda financiera/EBITDA (anualizado), registró 3,36 años en diciembre de 2023 y 2,76 años en septiembre de 2024, siendo este el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar su deuda financiera con la generación de recursos propios.

## Contingente

Al 31 de septiembre de 2024, la compañía registra varias operaciones como codeudor en el sistema financiero nacional, monto que representa el 1,67% del total de activos de la compañía.

## Liquidez de los instrumentos

### Situación del Mercado Bursátil<sup>72</sup>

Hasta el 06 de noviembre de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 32 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 10 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 22 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 356,00 millones, valor que representó el 44,56% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 798,88 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 45,71%, mientras que las titularizaciones representaron el 9,73%.

<sup>72</sup> <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)**

Cuenta	2020	2021	2022	sep-23	2023	sep-24
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	3.573	2.817	1.800	2.637	2.324	2.031
Cuentas por cobrar clientes	24.355	36.792	29.798	36.677	22.831	33.822
Provisión cuentas incobrables	(6.940)	(7.762)	(8.446)	(9.006)	(8.846)	(9.161)
Inventarios	26.532	17.512	36.100	26.865	18.535	17.878
Cuentas por cobrar relacionados	15.854	21.123	41.313	25.794	24.177	21.050
Otros Activos Corrientes	37.603	40.360	20.268	23.953	25.168	30.220
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>100.977</b>	<b>110.842</b>	<b>120.832</b>	<b>106.919</b>	<b>84.189</b>	<b>95.840</b>
Propiedad, planta y equipo neto	73.724	78.552	82.982	78.471	76.701	71.225
Otros Activos No Corrientes	16.394	16.942	16.742	16.873	46.439	21.898
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>90.118</b>	<b>95.495</b>	<b>99.724</b>	<b>95.345</b>	<b>123.140</b>	<b>93.123</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>191.095</b>	<b>206.337</b>	<b>220.556</b>	<b>202.264</b>	<b>207.329</b>	<b>188.963</b>
<b>PASIVOS</b>						
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	23.737	28.283	29.382	17.505	27.703	17.323
Proveedores locales y del exterior	26.692	40.574	50.923	48.324	30.590	30.445
Cuentas por pagar relacionadas	12.424	7.141	15.856	2.223	17.904	7.287
Otros Pasivos Corrientes	4.032	6.277	7.467	5.798	4.426	11.894
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>66.884</b>	<b>88.870</b>	<b>104.758</b>	<b>73.849</b>	<b>82.713</b>	<b>66.948</b>
Obligaciones Bancarias y Mercado de Valores	50.267	41.706	39.543	55.199	42.969	47.976
Otros Pasivos No Corrientes	20.743	15.993	11.347	17.913	17.733	14.648
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>71.010</b>	<b>63.265</b>	<b>57.124</b>	<b>73.112</b>	<b>65.854</b>	<b>62.624</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>74.004</b>	<b>69.989</b>	<b>68.925</b>	<b>72.704</b>	<b>70.671</b>	<b>65.298</b>
Deuda Financiera C/P	23.737	28.283	29.382	17.505	27.703	17.323
Deuda Financiera L/P	50.267	41.706	39.543	55.199	42.969	47.976
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>137.894</b>	<b>152.134</b>	<b>161.882</b>	<b>146.961</b>	<b>148.567</b>	<b>129.572</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559
Reservas	4.953	4.953	5.053	5.474	5.474	5.501
Utilidad neta del ejercicio	137	1.002	4.213	(3.194)	265	629
Resultados acumulados	20.552	20.689	21.849	25.464	25.464	25.703
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>53.200</b>	<b>54.202</b>	<b>58.674</b>	<b>55.303</b>	<b>58.762</b>	<b>59.391</b>

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

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	sep-23	2023	sep-24
<b>Ventas</b>	<b>143.085</b>	<b>182.765</b>	<b>227.055</b>	<b>149.514</b>	<b>195.089</b>	<b>115.025</b>
Costo de ventas	123.427	159.470	196.067	135.393	170.382	97.598
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>19.658</b>	<b>23.295</b>	<b>30.987</b>	<b>14.121</b>	<b>24.707</b>	<b>17.427</b>
TOTAL GASTOS	11.191	14.746	14.233	9.745	12.901	9.501
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>8.467</b>	<b>8.549</b>	<b>16.754</b>	<b>4.376</b>	<b>11.806</b>	<b>7.926</b>
Gastos Financieros	8.690	9.221	10.768	8.457	11.184	8.225
Otros ingresos / egresos netos	571	1.212	(319)	53	(21)	(4)
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>349</b>	<b>540</b>	<b>5.667</b>	<b>(4.028)</b>	<b>601</b>	<b>(303)</b>
Impuesto a la Renta (menos)	211	462	1.454	834	(336)	932
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>137</b>	<b>1.002</b>	<b>4.213</b>	<b>(3.194)</b>	<b>265</b>	<b>629</b>

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	sep-23	2023	sep-24
Gastos Operacionales / Ingresos	7,82%	8,07%	6,27%	6,52%	6,61%	8,26%
Utilidad Operacional / Ingresos	5,92%	4,68%	7,38%	2,93%	6,05%	6,89%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,10%	0,55%	1,86%	-2,14%	0,14%	0,55%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	6164,69%	853,22%	397,66%	-137,02%	4450,47%	1260,05%
Utilidad / capital permanente	0,17%	1,35%	5,84%	-4,83%	0,35%	1,03%
Utilidad Operativa / capital permanente	10,23%	11,52%	23,22%	6,61%	15,53%	13,04%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	416,00%	121,00%	-7,58%	-1,66%	-8,07%	-0,63%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	6326,78%	920,33%	255,57%	-264,79%	4215,79%	1307,64%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,26%	1,85%	7,18%	-5,78%	0,45%	1,06%
Rentabilidad sobre Activos	0,07%	0,49%	1,91%	-1,58%	0,13%	0,33%
Utilidad operacional / activos operacionales	6,98%	6,68%	11,78%	4,30%	10,58%	9,13%
Resultados operativos medidos / activos totales	4,43%	4,14%	7,60%	2,88%	5,69%	5,59%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	1,51	1,25	1,15	1,45	1,02	1,43
Liquidez Inmediata	1,11	1,05	0,81	1,08	0,79	1,16
Capital de Trabajo	34.092	21.973	16.074	33.070	1.476	28.892
Capital de Trabajo / Activos Totales	17,84%	10,65%	7,29%	16,35%	0,71%	15,29%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	14.387	14.552	25.764	11.345	21.008	14.032
EBITDA anualizado	8.081	14.552	25.764	15.126	21.008	23.696
Ingresos	143.085	182.765	227.055	149.514	195.089	115.025
Gastos Financieros	8.690	9.221	10.768	8.457	11.184	8.225
EBITDA / Ingresos	10,06%	7,96%	11,35%	7,59%	10,77%	12,20%
EBITDA/Gastos Financieros	1,66	1,58	2,39	1,34	1,88	1,71
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,11	0,12	0,24	0,08	0,17	0,16
EBITDA / Deuda total	0,19	0,21	0,37	0,21	0,30	0,36
Flujo libre de caja / deuda total	0,05	0,10	0,38	0,36	0,91	0,46
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	5,69	2,58	9,10	11,62	7,51	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,24	0,97	0,43	0,21	0,34	0,00
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	2,59	2,81	2,76	2,66	2,53	2,18
Activo Total / Capital Social	6,93	7,49	8,00	7,34	7,52	6,86
Pasivo Total / Capital Social	5,00	5,52	5,87	5,33	5,39	4,70
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	9,16	4,81	2,68	4,81	3,36	2,76
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	17,06	10,45	6,28	9,72	7,07	5,47
Deuda Financiera / Pasivo	53,67%	46,00%	42,58%	49,47%	47,57%	50,40%
Deuda Financiera / Patrimonio	139,10%	129,13%	117,47%	131,46%	120,27%	109,95%
Pasivo Total / Activo Total	72,16%	73,73%	73,40%	72,66%	71,66%	68,57%
Capital Social / Activo Total	14,42%	13,36%	12,50%	13,63%	13,29%	14,58%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	27,84%	26,27%	26,60%	27,34%	28,34%	31,43%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	85	100	101	98	71	108
Duración de Existencias (días)	78	40	67	54	40	50
Plazo de Proveedores (días)	79	93	95	97	66	85

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