

**PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO QUE SE NEGOCIA
EN EL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL – REB
ABSORPELSA Papeles Absorbentes S.A.**

Comité No: 205-2018		Fecha de Comité: 28 de diciembre de 2018
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de octubre de 2018		Quito – Ecuador
Yoel Acosta	(593) 2323-0541	yacosta@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - REB	A	Primera	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00008637 (21 de septiembre de 2018)

Significado de la Calificación

Categoría A: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.

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 de menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio."

Racionalidad

El Comité de Calificación PCR otorga la calificación "A" a la **Emisión de Obligaciones de Largo Plazo que se negocia en el Registro Especial Bursátil - REB de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.**, La calificación se sustenta en la buena capacidad de pago del emisor y su garante (REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.) para honrar sus obligaciones, éste último que le apoya con un aval hasta por el monto de las emisiones en circulación. La calificación toma en cuenta que los antecedentes de desempeño financiero de la empresa no son muy favorables, sin embargo, desde el último año la empresa ha experimentado un cambio de administración, que le ha permitido mejorar sus resultados y controlar los costos de venta. La empresa desarrolla sus operaciones en un sector con alto potencial de crecimiento (papel tissue), lo que, aunado al objetivo de la empresa de incrementar su capacidad instalada y su producción, le permitiría en el mediano plazo incrementar su cuota de mercado y sus niveles de generación de flujos. Se observa cumplimiento de la garantía general, así como de los resguardos y proyecciones establecidas para la presente emisión.

Riesgos Previsibles en el Futuro

- Debido al giro del negocio, la empresa está expuesta a riesgo de impago por parte de sus clientes; sin embargo, para mitigar este riesgo, ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. posee una póliza de seguros contratada con Seguros Confianza que le cubre el 100% de las facturas vencidas, de su cartera total, a la fecha de corte ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. mantiene una morosidad de 36,62%. Con respecto a la cartera vencida el porcentaje mencionado corresponde al año 2017, para el presente año se va a dar de baja uno de los valores más considerables que corresponde al cliente INAGSER con el 31% de la cartera, con el cual existe un contrato de prenda industrial por maquinaria, la misma que ya se encuentra en poder de ABSORPELSA, se está legalizando la documentación para proceder con los registros (adjunto contrato y resolución judicial N. 17231-2018-00031); la cartera incobrable \$25,551.23 que equivale al 5%, se procederá a dar de bajar de la provisión de incobrables que mantiene la compañía (adjunto detalle); el resto de la cartera se mantiene cubierta con la póliza de CONFIANZA.
- La empresa por su ubicación geográfica es propensa a verse afectada por desastres naturales como inundaciones; no obstante, el emisor ha realizado varias obras civiles para mitigar este riesgo.

- Posible riesgo de desabastecimiento de los insumos necesarios para mantener activado el proceso productivo, no obstante, este riesgo está mitigado gracias a la buena relación que mantiene ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. con sus proveedores entre los cuales se encuentran SURGALARE S.A., ECOINGASA ECOINGENIERIA AMBIENTAL S.A. y REPAPERS S.A.
- Cambio de la administración que influyen negativamente en el buen funcionamiento de la empresa y volatilidad del margen de costos; no obstante, la nueva gerencia está apoyada por los socios y la junta directiva ya que poseen bastante experiencia en el sector y no se tienen perspectivas de cambio en el corto, mediano y largo plazo; así mismo, es importante destacar que la nueva gerencia está aplicando economías de escala, en donde incrementan la producción para reducir el costo medio, esto ha incidido positivamente en el funcionamiento de la empresa.

Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno Macroeconómico:

Ecuador presenta una economía primaria exportadora de crudo, lo cual le genera una importante dependencia del petróleo, es decir, presenta comportamientos post cíclicos a la evolución del precio de este recurso natural. Los años con mayor crecimiento económico fueron en el 2011 y 2012, con tasas de 7,87% y 5,64% respectivamente. Posteriormente a estos años, hasta el 2015, su tasa de crecimiento disminuyó para finalmente presentar una tasa de decrecimiento de 1,58% para el año 2016.

En el año 2017 Ecuador presentó una importante recuperación en sus indicadores macroeconómicos a diferencia del 2016, reflejado en un crecimiento económico de 2,37% y reducción del déficit fiscal, así como una disminución en el desempleo y en los indicadores de pobreza, esto se debió básicamente al aumento en el precio del petróleo, la depreciación del dólar que ha ayudado a la competitividad del país, y el incremento de la deuda pública. Para junio de 2018, Ecuador registró una tasa de variación interanual en el PIB de 0,92%, en donde la industria que presentó mayor dinamización fue la de Suministro de Electricidad y Agua, cuya tasa fue de 6,45%. Adicionalmente, Ecuador registró una inflación acumulada de -0,19% al finalizar el primer semestre de 2018. Lo ocurrido en el año 2017 no son cimientos sólidos para un crecimiento de largo plazo, debido que actualmente el gobierno continúa financiándose con fuentes externas y la inversión en el Ecuador no ha mostrado una sólida recuperación, por tal motivo, esto es posible evidenciarlo en la tasa de variación interanual del PIB a junio de 2018, comparado con la tasa de expansión interanual de junio 2017.

A junio de 2018, el dólar se depreció respecto a los periodos similares analizados en años anteriores. Esta depreciación de la moneda oficial del país ha contribuido en cierta medida a la reactivación de las exportaciones, puesto que éstas crecieron en 13,31%, en el valor acumulado en el periodo de junio 2017 a junio 2018. Por otro lado, las importaciones presentaron mayor porcentaje de crecimiento (19,49%), esto se debe a la recuperación económica, y, además, a que en el transcurso del 2017 se eliminaron las salvaguardias. Lo mencionado provocó que durante el 2018 (enero a junio) la balanza comercial presentó un comportamiento inestable, finalizando el año con un superávit de US\$ 150,14 millones.

Por otra parte, para el mes de junio de 2018, ha sido posible evidenciar una ligera disminución en la colocación y en las captaciones por parte del total de los bancos, siendo el sector de bancos el más representativo del sistema financiero. La colocación disminuyó de junio 2017 a junio 2018 en 4,34%, mientras que las captaciones decrecieron en el mismo periodo en 13,70%.

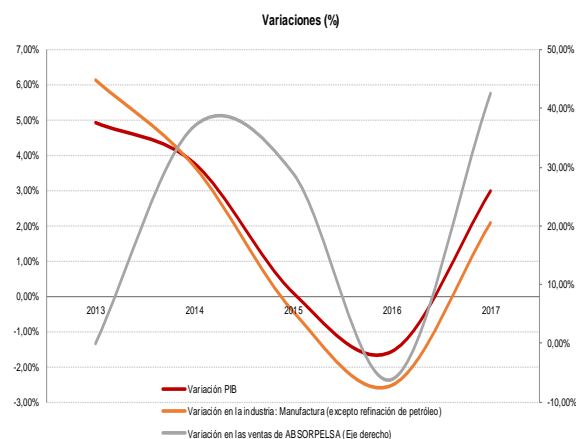
En la última década, el Estado ha desempeñado un rol protagónico en el desarrollo de la economía ecuatoriana, esto debido a que el gasto del gobierno se ha incrementado de manera significativa, representando en promedio el 14% del total del PIB. En primer lugar, este aumento del gasto público se debió al alza en el precio del petróleo que se produjo en años anteriores, sin embargo, cuando este precio decayó, el gobierno tuvo que recurrir al endeudamiento para de este modo poder mantener el mismo nivel de gasto público, y de esta forma, la economía no se vea impactada en gran medida. Ecuador posee una política de deuda la cual manifiesta que el límite máximo de endeudamiento debe ser del 40% respecto con el PIB, y en base a la metodología aplicada referente al cálculo de la deuda, para junio de 2018, el país presentó un endeudamiento de aproximadamente el 32,6%. Es importante recalcar que esta metodología de cálculo solo toma en cuenta la deuda pública externa, la cual fue de US\$ 34 mil millones a junio 2018.

En base a los pronósticos realizados por el FMI, se prevé un crecimiento del PIB real para el 2018 de 1,1%, y una deflación de 0,2%. El actual gobierno dentro de su programa económico ha propuesto llevar a cabo una serie de medidas y acciones para dinamizar la economía, entre las cuales se encuentran: recaudación de más ingresos por medio de un sistema tributario óptimo, reducción del gasto público, incentivar las inversiones y fomentar las exportaciones, generar alianzas entre el sector público y privado, fomentar la

participación de la economía popular y solidaria, nuevas modalidades de contratos en el mercado laboral y ampliación a créditos productivos y de inversión. ¹

Análisis de la Industria:

Para analizar la flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se considerará la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. En este sentido, ABOSRPELSA ha tenido un comportamiento variable, donde se nota que cambios en la coyuntura económica ayuda al emisor a tener ventas más pronunciadas o se vea afectado en menor medida que el sector manufactura. El crecimiento del emisor experimentado en el año 2017 fue resultado de las estrategias exitosas de incrementar la línea de negocios de productos terminados y por otro lado El emisor desarrolla sus actividades en el sector de producción del papel tissue (absorbente), que a su vez pertenece a la industria manufacturera, esta industria es la más importante en la economía si se considera el nivel de aportación al Producto Interno Bruto (PIB), que en 2017 fue de 11,51%. incrementar la producción de papel hasta el 100% de la capacidad instalada de la empresa. En este sentido, se concluye que, el emisor muestra cierto grado de sensibilidad ante situaciones de stress, afectado por la coyuntura económica. Por otra parte, el sector analizado abarca algunas industrias, por tanto, no se adapta completamente al giro del negocio del emisor.



La principal actividad del emisor es la producción del papel tissue (absorbente), dicho sector ha experimentado en los últimos años gran importancia a lo largo del mundo, en primer lugar, se destaca el continente asiático como mayor demandante de papel tissue del mundo y en segundo lugar el crecimiento en la demanda de los países emergentes; para el año 2029 la RISI (Consultora Norteamericana líder en inteligencia de papel y cartón) Prevé un incremento de US\$ 100 mil millones, significando un incremento de 4,9% anual del mundo y un 7% en Latinoamérica.

El crecimiento previsto para Latinoamérica entre el 2016 y el 2024 es de 3.800 a 4.600 megatoneladas, de los cuales Ecuador se encuentra en el sexto país que más incrementará su demanda, lo que representa el gran potencial del desarrollo dentro de la industria tissue en el país.

También es importante destacar que la demanda de papel en el Ecuador se verá afectada positivamente en el futuro por dos factores, el primero por el crecimiento natural de la población ecuatoriana y segundo por el crecimiento de la población migrante que está recibiendo el Ecuador, lo que incrementaría considerablemente la demanda de papel y generaría una oportunidad a las empresas de papel radicadas en el país.

El crecimiento en la demanda de tissue en la región está dada por el incremento de productos distintos al papel de baño, los cuales han tomado fuerza para atender las necesidades de los consumidores, entre los principales productos están:

- Papel de baño (75%)
- Pañuelos Faciales (1%)
- Papel toalla (18%)
- Servilleta (6%)

Es importante destacar que al 2016 el mercado de papel en Ecuador se ubicó en 64.000 toneladas por año, de esta cantidad la capacidad instalada de todas las empresas radicadas en el Ecuador representa un 60% del total de la demanda, obligando a importar el 40% restante de otros países, entre los principales productores de papel tissue en el Ecuador están:

- Grupo Familia
- Kimberly Clark
- Protisa
- Absorpelsa
- Importadores Locales

¹ Para mayor información acerca del Informe Soberano consulte en nuestra página: <http://informes.ratingspcr.com/file/view/6347>

Perfil y Posicionamiento del Emisor

Absorpelsa Papeles Absorbentes S.A. se constituyó en el mes de noviembre del año 1996, en fecha de enero del año 2008 se efectuó el último aumento y modificación del estatuto e inscrito en el registro mercantil con fecha de 13 de agosto del 2008. Su actividad principal es la elaboración, transformación y comercialización de papeles industriales y absorbentes.

El mercado de papel tissue en el país se ubica alrededor de las 7.000 toneladas anuales, de las cuales Absorpelsa produce aproximadamente el 4% (280 toneladas); es importante destacar que el 40% de la demanda del país (2.800 toneladas) son importadas, lo que evidencia la gran oportunidad de los productores nacionales para copar ese mercado; por tal razón, Absorpelsa pretende incrementar su capacidad instalada para aumentar su posicionamiento en el mercado.

Productos

Absorpelsa Papeles Absorbentes S.A. es una empresa ecuatoriana que se dedica a la producción y comercialización de papeles absorbentes de excelente calidad para satisfacer la demanda de los consumidores en el país.

La producción de la compañía se separa en dos grupos los cuales son:

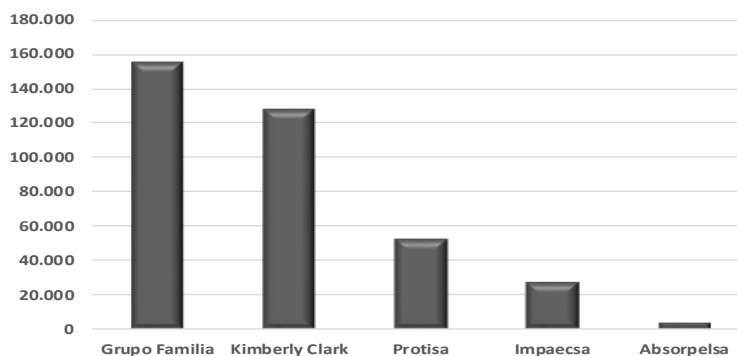
- Productos semielaborados los cuales se comercializan en grandes bovinas y en tres clases denominadas, bovina limpión, bovina servilleta y bovinas star.
- Productos elaborados o convertidos, que son utilizados para la distribución y consumo directo de los ecuatorianos entre los productos elaborados se encuentran el papel limpión (solo producido por absorpelsa en el país), papel doméstico y papel institucional.

Distribución: Comercialización de productos de productos elaborados y semielaborados en toda la región costa y sierra del Ecuador, los principales canales de distribución utilizados por la empresa son:

- Autoservicios
- Tiendas de barrio
- Mayoristas
- Ferias y mercados libres
- Ventas por catalogo
- Minimercados
- Farmacias
- Tiendas por departamento
- Bazares
- Otros

Competencia

En base a la información proporcionada por la revista empresarial EKOOS, Absorpelsa posee el 0,92%, del total de las ventas de las empresas que componen el sector de papel tissue; es importante destacar, que las empresas competidoras de Absorpelsa poseen líneas de producción adicionales al papel tissue, por lo que el porcentaje de participación de Absorpelsa podría ser un poco más elevado; sin embargo, es la información que se pudo obtener.



Fuente: Revista Ekoos

Estrategias

La empresa mantiene dos estrategias, la primera consiste en incrementar la distribución de productos elaborados (papel higiénico, servilleta, limpión, etc) y la segunda en mantener las ventas de productos semielaborados. Esto ha permitido al emisor incrementar su producción hasta 280 toneladas de papel. Es importante destacar que actualmente se encuentran en proceso de adquisición de nuevas maquinarias que le permitirán automatizar procesos para poder incrementar la producción a 400 toneladas de papel al año.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que ABSORPELSA , tiene un nivel de desempeño regular (Categoría GC5, donde GC1 es la máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

ABSORPELSA es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. La composición accionaria se reparte el 99,97% de acciones a Industria Cartonera Asociada S.A. INCASA. Ltda y la diferencia del 0,03% entre Alvarez Naranjo Carlos Rodrigo y Klein Mann. Cabe señalar, que los accionistas gozan de los mismos derechos y obligaciones. Por su parte, la convocatoria se realiza conforme lo establece el estatuto.

Respecto a las convocatorias, todas ellas se efectuaron cumpliendo el plazo estipulado. Por otra parte, no se puede observar el detalle de los integrantes de la junta directiva ni su experiencia en el sector, así mismo, no cuenta con una definición ni criterios para la selección de directores independientes, en el mismo orden de ideas, tampoco cuentan con un área de auditoría; es importante destacar que no tienen un gobierno muy desarrollado ya que son una empresa pequeña.

Empleados

ABSORPELSA al cierre del mes de Octubre de 2018, cuenta con un total de 82 trabajadores, entre los cuales se encuentran 77 colaboradores y 5 pasantes. Para calificar a sus empleados, el emisor posee un proceso de evaluación de desempeño que califica a los colaboradores en primer lugar por el desempeño de las funciones y en segundo lugar por las características individuales de cada trabajador.

El sistema Contable de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.. es ERP siendo sus siglas Enterprise Resource Planning llamado Venture.

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera a la empresa ABSORPELSA posee un nivel de desempeño Aceptable (Categoría RSE4, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima) respecto a sus prácticas de responsabilidad social.

ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A., La institución no ha enfocado los lineamientos de responsabilidad social en sus grupos de interés, dado que no cuenta con programas o políticas internas relacionadas al eficiente uso de los recursos, así mismo, promueven el reciclaje ya que es su principal fuente de materia prima. Adicionalmente, no cuentan con un código de ética ni tampoco evalúa a sus proveedores con criterios ambientales

Calidad de Activos:

ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. ha presentado una tendencia creciente del activo a lo largo del tiempo, comportamiento que se incrementa de manera considerable en el último año, al ubicarse al mes de octubre 2018 en US\$ 7,82 millones, experimentando un crecimiento de 97,19% en comparación con el mes de octubre 2017 cuando fijó un total activo de US\$ 3,96 millones, dicho porcentaje se encuentra muy por encima del promedio de los últimos 5 años (9,85%). Este importante crecimiento anual es causado principalmente por el incremento en los activos corrientes, específicamente en el inventario (+ US\$ 2,67 millones) y cuentas por cobrar (+US\$ 0,39 millones).

La evolución histórica del activo del emisor ha presentado dos matices, en primer lugar, desde el año 2013 al 2017 estaba concentrado sus activos en el activo no corriente, donde propiedad planta y equipo es el rubro más significativo; no obstante, en el último año han tomado notoriedad los activos corrientes, apoyados por un crecimiento importante en las cuentas de inventarios y cuentas por cobrar, este crecimiento es causado principalmente por la acumulación de inventarios para cumplir con pedidos que se llevarán a cabo en el primer cuatrimestre del año 2019 y el incremento del crédito a los clientes de la empresa. Es importante mencionar que la financiación del total de activos corresponde principalmente a pasivos con el 69,16% y la diferencia del 30,83% con recursos propios.

El rubro inventarios fue la cuenta mas representativa del activo, para el cierre del mes de octubre de 2018, presentó una cifra de US\$ 3,08 millones, experimentando un importante crecimiento de 665,40% anual,

este crecimiento es explicado por la estrategia de la empresa de acumular inventario para cumplir con la entrega de grandes pedidos de mercancía en el primer cuatrimestre del año 2019.

Las cuentas por cobrar se ubicaron en US\$ 1,24 millones representando el 23,13% del total de activos. Interanualmente crecen en 45,27%, creciendo en mayor proporción a sus ventas (7,74%). Esto se explica por un mayor incremento en las ventas de productos terminados donde se maneja una política de crédito de 30-90 días influyendo en el crecimiento de las cuentas por cobrar. La cartera está compuesta por cartera por vencer con el 63,38% y vencida con el 36,62% concentrado en plazos de hasta 90 días en un 74,62%, donde los 20 más representativos tienen el 30,71% de participación; es importante destacar que el 100% de la cartera se encuentra cubierta con una póliza de seguros emitida por Seguros Confianza S.A. Por su parte, la rotación de las cuentas por cobrar a la fecha de corte es de 147 días, indicador que se encuentra por encima de su comportamiento histórico de 81 días, mientras que sus cuentas por pagar a proveedores presentan un tiempo de pago promedio al cierre del mes de octubre 2018 de 105 días. Bajo este contexto, la empresa necesita apalancarse en deuda para poder hacer frente a sus obligaciones.

En cuanto a los activos no corrientes, al cierre del mes de octubre de 2018 presentaron un saldo de US\$ 2,44 millones, representando un crecimiento de solo el 3,80% en comparación con el mismo mes del año anterior, está compuesta en un 96,93% por la cuenta propiedad, planta y equipos y por los otros activos no corrientes en un 3,07%, las mencionadas cuentas crecieron anualmente en un 3,18% y 28,43% respectivamente, para cerrar el mes de octubre 2018 en US\$ 2,37 millones y US\$ 0,074 millones.

PCR considera que la empresa ha experimentado un cambio en la estructura del activo causado por el cambio en las estrategias llevadas a cabo por la nueva gerencia, que consiste en dos cosas la primera incrementar la producción de productos terminados y en segundo lugar fortalecer la fuerza comercial de la empresa, que ha causado que la demanda de productos se incremente, por lo que la empresa se ha visto en la necesidad de incrementar los inventarios y las cuentas por pagar.

Pasivos:

El pasivo de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. al mes de octubre 2018 creció en 209,78% para cerrar en US\$ 5,41 millones, financiando el 69,16% el activo de la empresa, están concentrados principalmente en el corto plazo con un 83,89% y en el largo plazo con un 16,11%, su crecimiento es impulsado por las cuentas por pagar a proveedores y otras cuentas por pagar, las cuales crecieron en +US\$ 0,99 millones y +US\$ 2,08 millones respectivamente. La composición del total de pasivos corresponde a otras cuentas por pagar con 38,43%, cuentas por pagar a proveedores con 29,96%, obligaciones con mercado de valores 9,21% y la diferencia de 22,35% corresponde a obligaciones financieras, pasivo por impuesto corriente y otros pasivos corrientes en el corto plazo y la cuenta reserva para jubilación patronal en el largo plazo.

El emisor se apalanca en gran medida de tres formas, la principal es en otras cuentas por pagar que incluye facturas por pagar a empresas REPAPERS S.A. y SURPAPEL CORP S.A., en segundo lugar por cuentas por pagar a proveedores y por último en obligaciones con instituciones financieras a largo plazo, dichas cuentas experimentaron un crecimiento anual al cierre del mes en estudio de (US\$ 0,99 millones, US\$ 2,07 millones y US\$ 0,49 millones respectivamente, las dos primeras cuentas pertenecen al pasivo de corto plazo, mientras que las obligaciones financieras son pasivo a largo plazo.

Las cuentas por pagar a proveedores, al cierre del mes de octubre de 2018 se ubicaron en US\$ 1,62 millones, llegando al valor más alto en los últimos 5 años; así mismo, las otras cuentas por pagar también presentaron máximos históricos para cerrar el mes de octubre 2018 en US\$ 2,08 millones, el crecimiento de ambas cuentas es causado por la estrategia de la empresa de incrementar el inventario; específicamente en el caso de las otras cuentas por pagar, se ingresan facturas comerciales negociables de sus proveedores (REPAPERS S.A. y SURPAPEL CORP S.A.).

ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A., presentó un incremento en la deuda financiera del 180,63% cerrando el mes en estudio en US\$ 0,73 millones, la cual se encuentra concentrada en un 67,99% en el largo plazo y un 32,01% en el corto plazo y corresponden a la emisión de obligaciones en el largo plazo y en el corto plazo a letras de cambio realizadas a través de la compañía Southern Cross, que es un Fondo de Capital Privado de América Latina.

Referente a la rotación de las cuentas por pagar, a la fecha de corte rotan cada 105 días, esto se explica por la diversidad en sus proveedores que le permiten realizar los pagos desde 60 a 360 días, es importante destacar que su principal proveedor de materia prima REPAPERS S.A. le permite mantener cuentas por pagar hasta más de 360 días. Esto le ha permitido fijar una rotación de cuentas por pagar en 2,04 veces al cierre del mes de octubre 2018, muy por debajo de la rotación promedio de los últimos 5 años la cual se ubica en 5,63 veces. Este escenario le ha permitido a la empresa tener menos presión en los flujos producidos y le ha brindado cierta holgura a la hora de cumplir con las obligaciones con sus proveedores.

Saporte Patrimonial:

El patrimonio de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. al cierre del mes de octubre de 2018, se ubicó en 8,63%, porcentaje de crecimiento por debajo del promedio de los últimos 5 años (17,55%), este crecimiento fue impulsado por los resultados acumulados y por el superávit de valuación, su composición esta estructurada por el capital social en un 41,11% seguido del superávit de valuación con un 22,14%, aportes para futura capitalización 19,46% (que se mantiene el mismo valor desde el año 2014) y finalmente por los resultados acumulados en un 16,70%.

El Capital Social de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. se ha mantenido constante en US\$ 0,99 millones desde el año 2013. Los accionistas que conforman dicho capital social de la empresa están distribuidos en un 99,97% por INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA, 0,1% ALVAREZ NARANJO CARLOS RODRIGO y el 0,1% por HARRY KLEIN MANN.

Los resultados acumulados de la empresa se expandieron en 527,50% en el último año, producto de la óptima administración de la empresa, esto influyó en el incremento del patrimonio de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. a la fecha de corte. El nivel patrimonial le ha permitido a la empresa absorber las pérdidas generadas en los años 2014 y 2016, lo que refleja el compromiso de sus accionistas. Adicional, la empresa no mantiene una política establecida de pago de dividendos a accionistas y no se observa reparto en los últimos años.

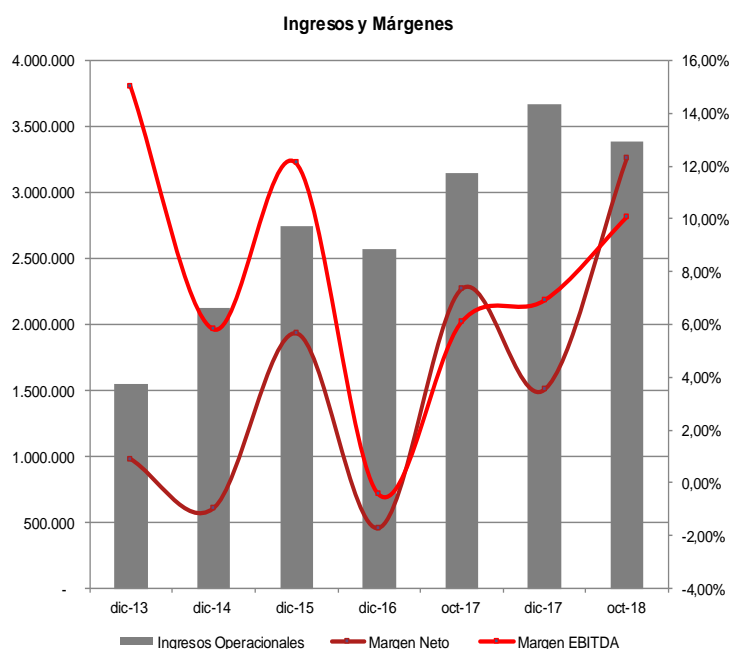
Desempeño Operativo:

Los resultados financieros de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. en el último año repuntaron como resultado de las estrategias llevadas a cabo por la nueva gerencia, dichas estrategias consisten en el incremento de las ventas de productos elaborados en detrimento de los productos semielaborados, que era anteriormente el producto más vendido; adicionalmente, el incremento en las redes de distribución hacia gran parte del país ha contribuido a la mejora en sus resultados.

Los ingresos obtenidos por ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. al cierre del mes de octubre 2018 se ubicaron en US\$ 3,38 millones significando un crecimiento anual de 7,74% en comparación con el mismo mes del año anterior, este crecimiento esta

muy por debajo del promedio de crecimiento de los últimos 5 años, el cual se ubica en 25,56%, la causa de este comportamiento es que la empresa actualmente se encuentra acumulando inventario para cumplir con la entrega de un pedido que tendrá que hacer en el primer cuatrimestre del año 2019, es importante destacar que los ingresos por ventas de la empresa disminuyeron en el año 2016, como resultado de la crisis económica del Ecuador; no obstante el impacto no fue tan acentuado, dado el tipo de bien (primera necesidad). Las mayores ventas históricas de la empresa fueron realizadas al cierre del año 2017, cuando se lograron colocar un total de US\$ 3,66 millones, el emisor espera que para el cierre del año 2018 esta cifra sea superada (ingresos estimados a diciembre 2018 US\$ 4,1 millones). El crecimiento experimentado en el año 2017 fue resultado de las estrategias exitosas de incrementar la línea de negocios de productos terminados y por otro lado incrementar la producción de papel hasta el 100% de la capacidad instalada de la empresa.

Sus costos de ventas crecieron solo un 1,61% anual, presentando un monto total de US\$ 2,54 millones, crecimiento que se encuentra muy por debajo del promedio de los últimos 5 años, este efecto viene dado principalmente por la expansión de los tiempos en las cancelaciones de las facturas, principalmente las de sus proveedores principales (REPAPERS Y SURPAPEL CORP), este comportamiento tuvo un efecto positivo en la utilidad bruta de 31,76% para cerrar el mes de octubre 2018 en US\$ 0,84 millones, es importante destacar el margen de costos el cual se ubica al mes en estudio en 75,11%, nivel que se encuentra por debajo del promedio de los últimos 5 años (83,84%); en el mismo orden de ideas, los gastos operativos de la empresa avanzaron anualmente en un 9,02% destinando un total de US\$ 0,59 millones al



financiamiento de los mencionados gastos, dicho crecimiento se encuentra bastante por debajo del promedio anual de los últimos 5 años (53,20%), esto gracias al cambio de administración de la empresa que se ha encargado en optimizar sus recursos, como resultado, la empresa obtuvo una utilidad operativa de US\$ 0,25 millones que unido a otros ingresos (US\$ 0,18 millones), permitió a la empresa obtener una utilidad neta de US\$ 0,42 millones, representando un 80,61% de incremento, muy por encima del promedio de los últimos 5 años (-407,43%).

El importante crecimiento de la utilidad influyó positivamente en los indicadores de rentabilidad; el ROA y el ROE se ubicaron en 6,38% y 20,69% respectivamente, indicadores que se encuentran muy por encima del promedio de los últimos 5 años (1,33% y 2,17%); así mismo; el margen neto se incrementó considerablemente para superar máximos históricos y ubicarse en 12,29%; por otra parte, es importante destacar que el control de los gastos operativos unido a la expansión de la utilidad bruta le ha permitido mejorar la eficiencia al 70,31%.

Es importante destacar que la empresa, a causa de un mal manejo administrativo, cerraron con pérdida los años 2014 y 2016, el incremento en los costos de ventas, aunado a un mal manejo de la producción y los inventarios influyeron negativamente en los resultados de la empresa; no obstante, a la fecha de corte se observa una mejora en los resultados, influenciados por las estrategias adoptadas por la nueva administración.

Cobertura con EBITDA:

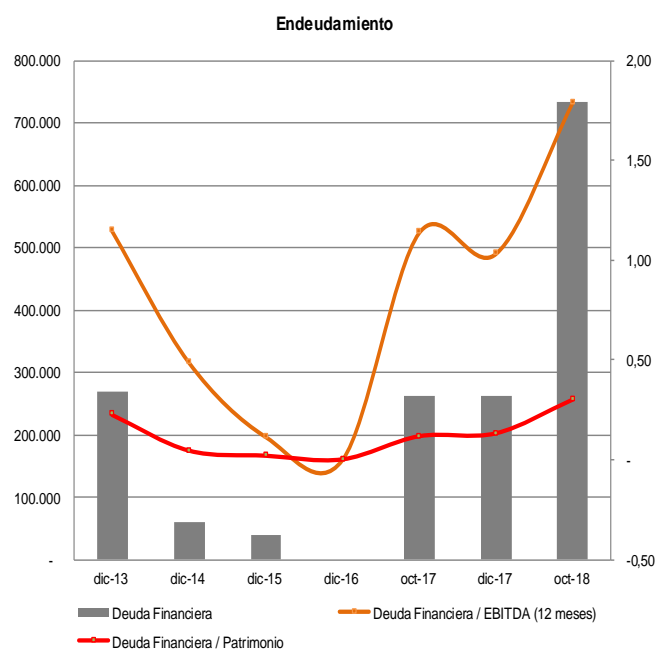
ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. al cierre del mes en estudio presentó un EBITDA de US\$ 0,34 millones mostrando un importante crecimiento anual de 78,28% si se compara con el mes de octubre del año 2017; el efecto positivo en dicho indicador es causado principalmente por la mejora en la eficiencia operativa de la empresa que generaron un incremento de los ingresos en mayor proporción a sus costos y sus gastos. Referente al EBITDA anualizado se observa que sigue manteniendo la tendencia actual estimando que a diciembre 2018 llegue a los US\$ 0,40 millones, sobrepasando a los niveles de EBITDA del año 2015 (US\$ 0,33 millones).

Con esta mejora, la cobertura EBITDA respecto a sus niveles de deuda se incrementaron considerablemente, sin embargo, no superan el promedio de los últimos 5 años; es importante recalcar que la empresa históricamente ha mantenido bajos niveles de endeudamiento y gastos financieros. En lo que respecta a los gastos financieros, en promedio se han mantenido en US\$ 30 mil, a la fecha de corte se observa que estos llegan a US\$ 12 mil, siendo 309,56% mayor a su periodo similar del año anterior. Como resultado la cobertura EBITDA de los gastos financieros es de 26,51 veces. Así mismo la cobertura de la deuda financiera es de 0,56 veces. Por último, la cobertura del total de pasivos con la generación EBITDA es similar al comportamiento histórico con 0,08 veces, puesto que la empresa financia en mayor parte su negocio con pasivos.

Endeudamiento:

ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. presentó un apalancamiento de 2,24 veces. No obstante, a la fecha de corte se observó un incremento en el indicador de 1,46 veces, esto motivado a que la empresa en el periodo analizado incrementó sus pasivos en mayor proporción a su patrimonio; es importante recalcar que, si bien el indicador ha presentado un deterioro en el último año, el mismo todavía se encuentra en niveles apropiados.

La deuda financiera de la empresa históricamente se ha mantenido en niveles bajos, a la fecha de corte registra un valor de US\$ 0,23 millones, distribuida en un 100% en el corto plazo, esta deuda corresponde a letras de cambio realizadas a través de la compañía Southern Cross. Se espera que con esta emisión de obligaciones la deuda se incremente en US\$ 2,00 millones, el destino de estos recursos son el 10% para capital de trabajo y el restante 90% para inversión en planta y equipos.



La capacidad de pago de la deuda financiera, medido por el indicador de deuda financiera frente a los flujos EBITDA es de 0,75 años, descendiendo en 1,33 años en comparación con el mismo mes del año anterior (2,08 años). El comportamiento del indicador obedece a la adecuada gestión de las estrategias del emisor que han permitido incrementar los flujos EBITDA.

Al considerar la colocación de la emisión de obligaciones por hasta US\$ 1,2 millones programada por la administración (de un monto aprobado US\$ 2,00 millones), los indicadores de solvencia de la empresa se deteriorarían hasta 5 años (deuda/ebitda) y el apalancamiento financiero hasta 0,50 veces. No obstante, la mayor producción que generaría la empresa a partir de la inversión programa en activos fijos, incrementaría gradualmente su generación de EBITDA y mejoraría los mencionados indicadores en el tiempo.

Liquidez y Flujo de Efectivo:

Dentro del periodo de estudio, el indicador de liquidez ha presentado una volatilidad a lo largo del tiempo y ubicándose por debajo de 1; no obstante, al cierre del mes en estudio presentó un indicador de liquidez de 1,19 veces siendo la más alta de todo el periodo de estudio y superior al presentado durante el mes de octubre 2017 (1,03). La mejora se explica por el importante crecimiento en los inventarios y cuentas por cobrar. Por su parte, el indicador de prueba ácida históricamente se ha mantenido en un promedio de 0,49 veces, para el cierre del mes de octubre 2018 se ubicó en 0,51 por la alta representatividad de los inventarios dentro de los activos.

El capital de trabajo de la empresa históricamente se ha mantenido en cifras negativas; no obstante, a octubre 2018 se registra un capital de trabajo de US\$ 0,84 millones, recursos que son disponibles en el corto plazo para responder a las obligaciones de negocio como financiación de cuentas por cobrar de sus clientes, pago a proveedores y compra de inventarios.

En cuanto al flujo de efectivo, al cierre del mes de diciembre de 2017 las actividades operativas netas presentaron un saldo positivo de US\$ 68 mil, las actividades netas de inversión - US\$ 72 mil por el rubro de adquisiciones de propiedad planta y equipos, el financiamiento neto con US\$ 6 mil que se explica por la financiación por préstamos de corto plazo. Todo esto, junto al saldo inicial de US\$ 10 mil reflejan el saldo final del periodo que llega a US\$ 15 mil.

Situación de la Emisión:

La primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo que se negocia en el Registro Especial Bursátil - REB de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. de hasta US\$ 2,00 millones está respaldada por la Garantía General del emisor y una Garantía Especifica que consiste en un Aval emitido por una empresa con relación comercial (REPAPERS S.A.). La emisión cuenta con 4 clases con plazos hasta 1.080 días con amortización de capital a los 540, 720, 900 y 1080 días respectivamente, pagos de intereses trimestrales y con tasas anual que varían dependiendo de la clase entre el 9,50% hasta el 10,50%. Las proyecciones se muestran adecuadas considerando las previsiones macroeconómicas; es importante recalcar, que la empresa aun no mantiene márgenes estables, así mismo, los niveles de deuda se van a incrementar a raíz de la emisión de obligaciones.

Instrumento Calificado

La Junta General de Accionistas de la empresa, realizada el 02 de julio de 2018 resolvió aprobar la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo que se negocia en el Registro Especial Bursátil - REB con garantía general y específica por un monto de hasta USD 2'000.000,00, según el siguiente detalle que consta la Circular de Oferta Pública Primaria:

Características de los Valores						
Emisor:	ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.					
Monto de la Emisión:	Hasta por US\$ 2.000.000,00					
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.					
Características:	Clase	Monto a emitir	Plazo	Tasa anual	Pago de intereses	Amortización de capital
	1	500.000,00	540 días	9,50%	Trimestralmente	Al Vencimiento
	2	500.000,00	720 días	9,75%	Trimestralmente	Al Vencimiento
	3	500.000,00	900 días	10,00%	Trimestralmente	Al Vencimiento
	4	500.000,00	1.080 días	10,50%	Trimestralmente	Al Vencimiento
	Total	2.000.000,00				
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.					
Rescates anticipados:	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.					
Sistema de Colocación:	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					

Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:	Plusbursátil Casa de Valores S.A.
Representante de los Obligacionistas:	La presente emisión no cuenta con Representante de Obligacionistas.
Destino de los recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 10% a la compra de materia prima para su procesamiento, transformación y posterior venta como productos convertidos. Así también, se destinará un 90% a compra de maquinarias, repuestos y mejoras en la planta.
Resguardos de ley y establecidos en la Junta:	Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas: 1. Se obliga a mantener durante la vigencia de la emisión, una relación de los activos libres de gravamen y monto de la emisión de obligaciones en circulación equivalentes al 125%. 2. Se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
Garantía General:	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).
Garantía Específica:	La presente emisión de obligaciones cuenta con garantía específica consistente en un aval de la compañía REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A., hasta por el monto de los valores en circulación.

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Mediante Resolución No.: SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00008637, de fecha 21 de septiembre de 2018, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprueba la presente emisión de obligaciones. Hasta la fecha de corte (octubre 2018), se colocaron US\$ 565 mil (monto autorizado US\$ 2,00 millones), en las siguientes fechas:

Detalle de Colocaciones a octubre de 2018			
Clase	Fecha de Emisión	Valor Colocado	Fecha de Vencimiento
Clase 1	17/10/2018	\$ 250.000,00	17/10/2020
Clase 2	19/10/2018	\$ 315.000,00	19/04/2020
TOTAL		\$ 565.000,00	

Fuente: ABSORPELSA / Elaboración: PCR

Cabe indicar que a la fecha no se han registrado pagos de intereses ni de capital. En los Anexos se pueden consultar las tablas de amortización.

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados en un 10% a la compra de materia prima para su procesamiento, transformación y posterior venta como productos convertidos. Así también, se destinará un 90% a compra de maquinarias, repuestos y mejoras en la planta.

Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por la Junta General de Accionistas, en detalle son los siguientes:

1. Se obliga a mantener, durante la vigencia de la emisión, una relación de activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación del ciento veinticinco por ciento (125%).
2. Se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, el emisor cumple con los resguardos establecidos para la presente emisión de obligaciones REB.

Proyecciones de la Emisión y Cumplimiento

Estado de Resultados

A la fecha de corte ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. presentó ingresos por US\$ 3,39 millones, cumpliendo hasta la fecha con el 81,73% de los proyectado (US\$ 4,14 millones); así mismo, en cuanto a los costos de ventas y gastos administrativos, se ubicaron a la fecha de corte en US\$ 2,54 millones y US\$ 0,59 millones, cumpliendo en un 77,65% y 108,64% con el proyectado, en el mismo orden de ideas, se observa una utilidad operacional y una utilidad antes de impuestos de US\$ 0,25 millones y 0,41 millones los cuales cumplen 81,33% y un 141,04% con lo proyectado; finalmente al cierre de 1 mes de octubre se observa una utilidad al cierre del mes de octubre 2018 de 0,42 millones, cifra que cumplen en 245,82% con el presupuesto proyectado; lo que indica que los resultados actuales de la empresa superaran ampliamente

a lo proyectado. Esto gracias al cambio de administración de la empresa que se ha encargado en optimizar sus recursos.

Cuadro 4: Estado de Resultados ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.						
PROYECCIÓN						
Descripción	2018	oct-18	Cumplimiento (%)	2019	2020	2021
VENTAS NETAS	4.140.342	3.383.868	81,73%	4.993.878	6.023.372	7.265.098
COSTO DE VENTAS	3.272.940	2.541.578	77,65%	3.932.679	4.725.336	5.677.674
UTILIDAD BRUTA	867.402	842.290	97,10%	1.061.199	1.298.037	1.587.424
GASTOS OPERATIVOS	545.123	592.229	108,64%	411.626	486.554	575.120
UTILIDAD OPERACIONAL	307.461	250.061	81,33%	395.799	508.428	649.868
GASTOS FINANCIEROS	91.104	12.864	14,12%	1.158.422	221.929	197.786
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	294.971	416.027	141,04%	245.690	306.152	461.909
IMPUESTO A LA RENTA	125.731	0	0,00%	80.739	130.497	196.889
UTILIDAD (PÉRDIDA DEL EJERCICIO)	169.240	416.027	245,82%	108.678	175.655	265.020

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 31 de octubre de 2018, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 7,26 millones por lo que la Primera Emisión de de Obligaciones a Largo Plazo que se negocia en el REB de US\$ 2,00 millones se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN – Al 31 de octubre de 2018	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	7.825.065,04
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	-
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	565.000
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
Total de Activos Libres de Gravamen	7.260.065,04
80% Activos Libres de Gravamen	5.808.052,03
Monto por Emitir – Emisión de Obligaciones REB	1.435.000
Cobertura	4,04

Fuente: ABSORPELSA / Elaboración: PCR

Activos en Litigio

Al cierre del mes de octubre de 2018, ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A., no cuenta con juicios en su contra que puedan representar un nivel de amenaza importante que puedan afectar los niveles de patrimonio de la empresa.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 31 de octubre de 2018, los valores que mantiene ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. en el mercado de valores, y los valores pendiente de emitirse, son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación – Al 31 de octubre de 2018	
Detalle	Valor
Patrimonio	2.413.143,51

200% Patrimonio	4.826.287,02
Monto no redimido de obligaciones en circulación	565.000,00
Monto de obligaciones por emitirse	1.435.000,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse	2.000.000,00
Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	82,88%

Fuente: ABSORPELSA / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago 2, mismo que está respaldado por la garantía general en 8,34 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	572.367	565.000	234.671	4.077.273
Pasivo Acumulado	572.367	1.137.367	1.372.038	5.449.311
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	143.423			
Activos Libres de Gravamen + saldo emisiones en circulación	7.260.065,04			
Cobertura Fondos Líquidos	25,05%	12,61%	10,45%	2,63%
Cobertura ALG	1.268,42%	638,32%	529,14%	133,22%

Fuente: ABSORPELSA / Elaboración: PCR

Garantía específica

La presente emisión de obligaciones cuenta con garantía específica consistente en un aval de la compañía REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A., hasta por el monto de los valores en circulación.

Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.

REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A. mantiene una relación comercial con ABSORPELSA S.A. tiene como actividad la recolección de desechos sólidos no peligroso (basura) dentro de una zona delimitada, como la recolección de residuos de hogares y empresas por medio de cubos de basuras, cubos de ruedas, contenedores, etc. En la actualidad recolectan principalmente desechos de papel, cartón y productos similares y derivados, al mes de Julio 2018 se calificó la emisión de obligaciones de REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A. con calificación AA-; así mismo, es importante destacar que el principal accionista de REPAPERS es SURPAPEL CORP S.A quien es líder del mercado de cartoneras y papeleras con una calificación de riesgo AAA-.

En la última calificación de riesgo, se evidenció que los ingresos de REPAPERS se incrementaron anualmente en 66,90% para cerrar en US\$ 14,37 millones (jul18), así mismo, el EBITDA de la empresa se ubicó en US\$ 1,42 millones, representando un crecimiento anual de 101,58%, dicho nivel de EBITDA es el nivel más alto en los últimos años lo que evidencia la mejora en la administración de la empresa. Es importante destacar el indicador DEUDA FINANCIERA / EBITDA el cual al cierre del mes de julio 2018 se ubica en 2,51 veces. Por otra parte, el apalancamiento de la empresa registró 1,96 veces, que es superior al promedio histórico (3,29 veces).

La Calificadora revisó al 31 de octubre de 2018 que los activos libres de gravamen de Industrial de REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A. por un valor por US\$ 12,34 millones cubren de manera adecuada el monto a garantizar de la presente emisión de obligaciones REB, tal como se indica a continuación:

CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN REPAPERS S.A. – Al 31 de octubre de 2018	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	16.341.783,48
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	-775.558,44

(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	-3.250.000
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
Total de Activos Libres de Gravamen	12.316.225,04
80% Activos Libres de Gravamen	9.852.980,03
Monto Garantizado Emisión de Obligaciones REB Absorpelsa	2.000.000,00
Total Valores a Emitir	2.000.000,00
Cobertura	4,92

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados financieros auditados de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. de los años 2014 al 2016 por la firma Moore Rowland Ecuador y 2013 y 2017 por AuditPlus los cuales no presentan salvedades. Estados financieros internos con corte a octubre 2017 y 2018.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 2 de julio de 2018
- Circular de Oferta Pública.
- Escritura de Contrato de Emisión de Obligaciones.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. con corte a octubre 2018.
- Resolución Aprobatoria
- Aval de la compañía REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen de REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A. con corte a octubre 2018.
- Otros papeles de trabajo

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores, como alternativa de financiamiento, no se ha logrado desarrollar en el país, ya que en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario, esto explicado por la competencia de las instituciones financieras y la escasa cultura bursátil.

En el año 2017 el monto negociado entre las bolsas de Quito y Guayaquil fue de US\$ 6.617 millones, que significó una disminución del 20,63% frente al año anterior, debido principalmente a las menores emisiones del sector público. Al relacionar el volumen de transacciones negociado con el Producto Interno Bruto del país, en el año 2017 fue de 6,6% (8,3% en el 2016; 5,8% promedio 2012-2016).

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Depósito, Papel Comercial, Obligaciones, otros) aportaron con el 36,76%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, otros) lo hicieron con el 63,24%. Dentro del total de emisores del sector privado, las provincias de Guayas y Pichincha concentran el 87,41% del total, siendo el sector comercial e industrial los mayores dinamizadores²

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable³. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

² Bolsa de Valores de Quito, <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/INFORME> PULSO MENSUAL, consultado febrero 2018

³ Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{N^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{N^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Para la Emisión de Obligaciones a largo plazo de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A., el indicador de liquidez se ubicó en promedio 0,00 durante los meses negociados en la Bolsa de Quito, lo que significaría una liquidez nula del valor. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Resolución SCVS	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado Mercado Secundario	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Absorpelsa S.A.	Emisión de Obligaciones REB	2.000.000	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00008637	QUITO	0	0	0	octubre de 2018	0	0	0

Fuente: Bolsa de Valores de Quito / Elaboración: PCR

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A octubre de 2018, la emisión de obligaciones es el único instrumento financiero que la compañía mantiene en el mercado de valores. Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar que a la fecha de corte se han colocado US\$ 565 mil (monto autorizado US\$ 2,00 millones) entre los días 17 y 19 de octubre de 2018, quedando pendiente de colocar US\$ 1,435 millones.

Presencia Bursátil (US\$)					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de capital	Calificaciones anteriores
				a oct 2018	
Emisión de Obligaciones REB	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00008637 21-sep-18	2.000.000	565.000	565.000	NA
Total		2.000.000	565.000	565.000	

Fuente: ABSORPELSA / Elaboración: PCR

Hechos de importancia

- Hasta la fecha de reunirse el comité de calificación, la empresa ha logrado colocar un total de US\$ 0,95 millones de la emisión de obligaciones a largo plazo REB.

Relación con Empresas Vinculadas

A la fecha de corte, el emisor mantiene cuentas por pagar y por cobrar con una empresa relacionada. La cual es la principal accionista de ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. la cual se denomina INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA, las cuales representan 1,49% de las cuentas por pagar y el 18,02% de las cuentas por cobrar, es importante destacar que el monto adeudado por la empresa relacionada se encuentra vencido por más de 120 días.

Operaciones efectuadas con sus Relacionadas a octubre 2018 (US\$)	
Cuentas por cobrar relacionadas	46.232,01
Cuentas por pagar relacionadas	20.960,49

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

Miembros de Comité



Econ. José Mora



Econ. Ximena Redín



Econ. Raí Rivera

Anexos

ANEXO 1: COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIO		
INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA	US\$ 991.732	99,97%
HARRY KLEIN MANN (HEREDEROS)	US\$ 136	0,0137%
ALVAREZ NARANJO CARLOS RODRIGO	US\$ 132	0,0133%
TOTAL	US\$ 992.000	100,00%

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.			
CUENTAS POR COBRAR POR VENCIMIENTO			
A OCTUBRE 2018			
Plazo	Por vencer	Vencido	Total
0 - 30	50.164	173.762	223.926
31 - 60	508.559	44.107	552.666
61 - 90	8.454	21.499	29.953
90 - 120	183.398	15.349	198.747
> 120	0	256.489	256.489
Total	750.575	511.207	1.261.782
Morosidad	20,33%		

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

Tablas de Amortización

CLASE 1				
DÍA	INTERESES	CAPITAL	FLUJO	SALDO
0				500.000,00
90	11.875,00	-	11.875,00	500.000,00
180	11.875,00	-	11.875,00	500.000,00
270	11.875,00	-	11.875,00	500.000,00
360	11.875,00	-	11.875,00	500.000,00
450	11.875,00	-	11.875,00	500.000,00
540	11.875,00	500.000,00	511.875,00	-

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

CLASE 2				
FECHA EMISION	INTERESES	CAPITAL	FLUJO	SALDO
0				500.000,00
90	12.187,50	-	12.187,50	500.000,00
180	12.187,50	-	12.187,50	500.000,00
270	12.187,50	-	12.187,50	500.000,00
360	12.187,50	-	12.187,50	500.000,00
450	12.187,50	-	12.187,50	500.000,00
540	12.187,50	-	12.187,50	500.000,00
630	12.187,50	-	12.187,50	500.000,00
720	12.187,50	500.000,00	512.187,50	-

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

CLASE 3				
DÍA	INTERESES	CAPITAL	FLUJO	SALDO
0				500.000,00
90	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
180	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
270	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
360	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
450	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
540	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
630	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
720	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
810	12.500,00	-	12.500,00	500.000,00
900	12.500,00	500.000,00	512.500,00	-

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

CLASE 4				
DÍA	INTERESES	CAPITAL	FLUJO	
0				500.000,00
90	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
180	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
270	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
360	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
450	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
540	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
630	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
720	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
810	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00
900	13.125,00	-	13.125,00	500.000,00

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 08: Balance General y Estado de Resultados (En dolares)							
Absorpelsa							
Estados Financieros Individuales	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	oct-17	dic-17	oct-18
Balance General							
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.050	16.481	52.929	10.536	39.653	13.204	157.338
Cuentas por cobrar	361.266	420.904	244.277	350.367	857.013	677.393	1.244.994
Otras cuentas por cobrar	75.617	-	2.530	140.624	204.391	468.026	415.441
Inventarios	403.917	239.334	284.859	295.144	402.363	399.816	3.079.687
Gastos pagados por anticipado	65.357	9.159	18.181	58.436	38.900	27.681	122.468
Activo por Impuesto Corriente	45.945	64.688	36.358	24.947	72.618	20.917	362.228
Activo Corriente prueba ácida	549.235	511.232	354.275	584.910	1.212.574	1.207.221	2.302.469
Total Activo Corriente	953.152	750.566	639.134	880.054	1.614.937	1.607.037	5.382.156
Propiedades, planta y equipo, netos	1.771.698	1.608.214	2.347.069	2.305.085	2.295.120	2.289.228	2.368.019
otros activos no corrientes	111.001	91.218	82.221	103.317	58.309	69.812	74.889
Total Activo No Corriente	1.882.699	1.699.432	2.429.290	2.408.402	2.353.429	2.359.040	2.442.908
Total Activo	2.835.851	2.449.998	3.068.424	3.288.456	3.968.366	3.966.077	7.825.064
Cuentas por pagar proveedores	596.495	630.015	450.058	1.055.930	623.719	683.666	1.621.197
Otras cuentas por pagar	372.515	47.190	150.115	2.330	5.562	914	2.082.521
Cuentas por pagar relacionada	-	-	-	-	-	2.776	-
Obligaciones corrientes financieras	267.951	60.615	38.598	-	261.276	261.958	234.671
Pasivo por impuesto corriente	334.564	23.305	37.424	150.995	154.084	203.020	178.673
otros pasivos corrientes	20.670	176.282	150.897	344.287	516.584	487.310	422.763
Total Pasivo Corriente	1.592.195	937.407	827.092	1.553.542	1.561.224	1.639.644	4.539.824
Reserva para jubilacion patronal e indemnizacio	57.380	147.348	153.609	193.331	185.775	205.215	231.010
Obligaciones con Instituciones Financieras	-	-	-	-	-	-	498.540
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	142.547	142.547
Total Pasivo No Corriente	57.380	147.348	153.609	193.331	185.775	347.762	872.097
Total Pasivo	1.649.575	1.084.755	980.701	1.746.873	1.746.999	1.987.406	5.411.921
Capital Social	992.000	992.000	992.000	992.000	992.000	992.000	992.000
Aportes para futura capitalización	2.502.600	469.556	469.556	469.556	469.556	469.556	469.556
Resultados acumulados	-2.308.324	-96.313	-78.863	-155.447	64.226	-31.454	403.017
Superavit por valuación	-	-	705.030	705.030	695.586	534.200	534.200
Total Patrimonio	1.186.276	1.365.243	2.087.723	2.011.139	2.221.368	1.978.672	2.413.144
Deuda Financiera	267.951	60.615	38.598	-	261.276	261.958	733.211
Corto Plazo	267.951	60.615	38.598	-	261.276	261.958	234.671
Largo Plazo	-	-	-	-	-	-	498.540
Estado de Ganancia y Pérdidas							
Ingresos Operacionales	1.552.859	2.126.163	2.741.241	2.574.164	3.140.654	3.667.770	3.383.868
(-) Costos de ventas	1.256.252	1.984.905	2.201.285	2.203.943	2.501.377	2.899.283	2.541.578
Utilidad Bruta	296.607	141.258	539.956	370.221	639.277	768.487	842.290
(-) Gastos operacionales	154.702	118.703	263.803	495.910	543.218	624.160	592.229
Utilidad Operativa	141.905	22.555	276.153	-125.689	96.059	144.327	250.061
(-) Gastos Financieros	-127.692	-24.049	-2.874	-5.682	-3.141	-10.959	-12.864
Otros Ingresos	-	-	-	125.536	137.424	101.051	178.831
Resultado antes de Participaciones y del I	14.213	-1.494	273.279	-5.835	230.342	234.419	416.027
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto	-	18.898	117.859	37.862	-	105.087	-
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	14.213	-20.392	155.420	-43.697	230.342	129.332	416.027
(-) Otros Resultados Integrales	-	-	-	-	-	-	-
Total Resultado Integral del Periodo	14.213	-20.392	155.420	-43.697	230.342	129.332	416.027

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

Anexo 09: Márgenes e Indicadores Financieros (En dolares)							
Absorpelsa							
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	oct-17	dic-17	oct-18
Márgenes							
Costos de Venta / Ingresos	80,90%	93,36%	80,30%	85,62%	79,65%	79,05%	75,11%
Margen Bruto	19,10%	6,64%	19,70%	14,38%	20,35%	20,95%	24,89%
Gastos Operacionales / Ingresos	9,96%	5,58%	9,62%	19,26%	17,30%	17,02%	17,50%
Margen EBIT	9,14%	1,06%	10,07%	-4,88%	3,06%	3,94%	7,39%
Gastos Financieros / Ingresos	-8,22%	-1,13%	-0,10%	-0,22%	-0,10%	-0,30%	-0,38%
Margen Neto	0,92%	-0,96%	5,67%	-1,70%	7,33%	3,53%	12,29%
Margen EBITDA	15,03%	5,82%	12,12%	-0,44%	3,34%	6,91%	7,74%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	91.485	101.270	56.057	114.384	8.716	109.161	11.829
EBITDA (12 meses)	233.390	123.825	332.210	-11.305	125.730	253.488	314.268
EBITDA (acumulado)	233.390	123.825	332.210	-11.305	104.775	253.488	261.890
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 m	-1,83	-5,15	-115,59	1,99	-33,36	-23,13	-20,36
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Pl	0,87	2,04	8,61	-	0,48	0,97	1,34
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,87	2,04	8,61	-	0,48	0,97	0,43
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,14	0,11	0,34	-0,01	0,07	0,13	0,06
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,97	0,86	0,84	0,89	0,89	0,83	0,84
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,03	0,14	0,16	0,11	0,11	0,17	0,16
Deuda Financiera / Patrimonio	0,23	0,04	0,02	-	0,12	0,13	0,30
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,16	0,06	0,04	-	0,15	0,13	0,14
Pasivo Total / Capital Social	1,66	1,09	0,99	1,76	1,76	2,00	5,46
Pasivo Total / Patrimonio	1,39	0,79	0,47	1,13	0,79	1,00	2,24
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1,15	0,49	0,12	-	2,08	1,03	2,33
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	7,07	8,76	2,95	-154,52	13,89	7,84	17,22
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	0,50%	-0,83%	5,07%	-1,33%	6,97%	3,26%	6,38%
ROE (12 meses)	1,20%	-1,49%	7,44%	-2,83%	12,44%	6,54%	20,69%
Liquidez							
Liquidez General	0,60	0,80	0,77	0,57	1,03	0,98	1,19
Prueba Acida	0,34	0,55	0,43	0,38	0,78	0,74	0,51
Capital de Trabajo	-639.043	-186.841	-187.958	-673.488	53.713	-32.607	842.331
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar	101	71	32	69	101	112	147
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	132	112	69	172	75	85	105
Días de Inventarios	116	43	47	48	48	50	364
Ciclo de conversión de efectivo	85	3	10	-55	75	77	406
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	(749.831)	(53.027)	122.789	26.055	-	68.621	-
Flujo de Inversión	(46.900)	(212.666)	(25.903)	(29.850)	-	(72.095)	-
Flujo de Financiamiento	(341.719)	(188.432)	(60.438)	(38.598)	-	6.142	-
Saldo al inicio del período	139.500	1.050	16.481	52.929	-	10.536	-
Saldo al final del período	1.050	16.481	52.929	10.536	-	13.204	-

Fuente: ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



Eco. Santiago Coello
Gerente General
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Eco. Yoel Acosta
Analista