

Octava, Novena, Décima y Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – Bono de Verde de PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Comité No: 004,005,006,007-2024	Fecha de Comité: 31 de enero de 2024
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2023	Quito – Ecuador
Ing. Alan Aguirre	(593) 2450-1643 aaguirre@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
VIII Emisión de Obligaciones	AA	Octava	Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766
IX Emisión de Obligaciones	AA	Octava	Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409
X Emisión de Obligaciones	AA+	Quinta	Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00009584
XI Emisión de Obligaciones	AA+	Tercera	Resolución SCVS-INMV-DNAR-2022-00008367

Significado de la Calificación

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

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

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad mantener la calificación de “AA” a la Octava y Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y a la Décima y Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - Bono Verde la calificación de “AA+” de PRODUCTORA CARTONERA S.A. con información al 30 de noviembre de 2023. La calificación se fundamenta en la trayectoria de la empresa en el mercado, operando pese al estado actual en temas de seguridad que afronta el Ecuador. No obstante, exhibe una reducción interanual de los ingresos operacionales y los márgenes de utilidad, derivando en una pérdida del resultado final del ejercicio; por tal motivo, los indicadores de rentabilidad decrecen. Adicionalmente, muestra una reducción del EBITDA acumulado y sus coberturas. A pesar de esto, hubo una disminución del apalancamiento al considerar que la principal fuente de fondeo proviene de deuda con terceros. La Calificadora se mantendrá en constante monitoreo del desempeño de la empresa en el próximo corte de revisión, adicionalmente a la capacidad del emisor para generar los flujos necesarios para cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma, así como también cumplimiento de resguardos de ley y voluntarios de los instrumentos.

Resumen Ejecutivo

- **Años de operación del emisor en la industria cartonera y pilar del Grupo SURPAPEL:** Productora Cartonera S.A. es una empresa 57 años de experiencia que se dedica a la elaboración y comercialización de cajas de cartón corrugado, de alta calidad gráfica y estructural, para abastecer a más de 450 clientes que operan en los diferentes sectores industriales y agroindustriales a nivel nacional e internacional. La planta industrial de 67,750 m² ubicada en el sector industrial de la provincia del Guayas, tiene una capacidad instalada para procesar 180,000 toneladas métricas de cartón al año. El corrugador BHS del emisor cuenta con una capacidad instalada para procesar 12.500 tm/mes a una velocidad máxima de 750 metros lineales/min.
- **Caída de las ventas con afectación al resultado integral de año:** A noviembre 2023, los ingresos de Procarsa S.A. disminuyen en (-14,91%; US\$ -30,96 millones) interanualmente, en un ambiente económico y comercial de progresiva reactivación de varios sectores económicos estratégicos, pero con la afectación temas de seguridad que ha ralentizado operaciones a lo largo del territorio nacional.

Específicamente, se evidencia un incremento en el cartón para flores (+7,92%; US\$ +17,74 mil) pese a este aumento no se mitigó en el impacto en conjunto que tuvieron las líneas de negocio de venta de cartón para banano, convertidores, pesca/camarón, aceites, piñas/mango, flores, bebidas, alimentos y otros. A la fecha de corte, el resultado integral mantiene un monto negativo, al culminar en US\$ -5,41 millones, contrayéndose de manera importante en (-241,41%; US\$ -9,23 millones) presentando un indicador de margen neto de -3,06% disminuyendo frente al año pasado en -4,91%. Finalmente, los indicadores de rentabilidad registraron disminuciones interanuales, donde el indicador de rentabilidad sobre los activos (ROA) se situó en -3,00% contrayéndose en -4,90%; mientras que, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) con -11,12%, siendo inferior en -18,31% en el comparativo anual.

- **Indicadores de liquidez superiores a la unidad a pesar de la disminución anual:** Productora Cartonera S.A. a niveles históricos posee indicadores de liquidez estables, situando a sus valores por encima de la unidad. A noviembre 2023, la razón circulante de Procarsa S.A. se sitúa en 1,56 veces presentando un aumento de +0,08 veces frente a su similar periodo del año pasado (1,48 veces; noviembre 2022). Adicionalmente, al analizar el indicador de prueba ácida, la empresa registró 1,08 veces, porcentaje que disminuye en -0,14 veces a corte interanual. Es importante mencionar que, para el análisis de la prueba ácida no se consideran los inventarios. El promedio de los últimos cinco años presenta una tendencia creciente por +1,02 veces (2018-2022).
- **Contracción del EBITDA acumulado y coberturas en el comparativo 2022-2023:** El EBITDA acumulado a noviembre 2023 es de US\$ 11,98 millones, siendo inferior a noviembre 2022 en -44,99% (US\$ -9,80 millones) considerando la utilidad operativa y la depreciación/amortización del periodo de análisis. la cobertura EBITDA sobre la deuda financiera a la fecha de corte se sitúa en 0,18 veces, presentando una reducción de -0,17 veces interanualmente. Por otro lado, hubo una disminución del desempeño del indicador de cobertura EBITDA con respecto a los gastos financieros, al registrar una cobertura de 1,18 veces, con reducción de -1,08 veces a corte interanual
- **Incremento del nivel de endeudamiento:** Históricamente, las fuentes principales de financiamiento de Productora Cartonera S.A. ha sido el endeudamiento a través de instituciones financieras, mercado de valores y documentos, cuentas por pagar con terceros que mantiene la empresa, con la finalidad de expandir su capital de trabajo y maximizar progresivamente el volumen de ventas y participación en el sector donde desarrolla sus operaciones. La deuda financiera de Procarsa, históricamente ha representado una de las principales fuentes de financiamiento para solventar las necesidades de capital de trabajo; por tal razón, la cobertura EBITDA frente a la deuda financiera de corto plazo es de 1,33 veces.
- **Cumplimiento de Resguardos de ley para los instrumentos vigentes:** A mayo 2023, Productora Cartonera S.A., ha presentado tres resguardos de ley para ser cumplidos en su totalidad; así como también, resguardos voluntarios para la revisión a la X y XI Emisión de Obligaciones, mismos que han cumplido su objetivo a mayo 2023. No obstante, al registrar un descenso del resultado del ejercicio, la Calificadora monitoreará el cumplimiento tanto de resguardos como de resultados al siguiente corte.

Riesgos Previsibles en el Futuro

- La empresa presenta riesgos operativos en su línea de producción debido a la volatilidad de la materia prima utilizada para la elaboración sus productos, específicamente en el precio de los commodities. Adicionalmente, se debe considerar los riesgos por causas externas (desastres naturales) o siniestros como el incendio observado en noviembre de 2020, en el área de bodega de materia prima y/o en el área de máquina pre-print de Productora Cartonera S.A., ocasionando un daño de US\$ 51,99 millones, dicha situación mantuvo sin operar aproximadamente 15 días a la empresa. Con el objetivo de mitigar estos riesgos, Productora Cartonera S.A. cuenta con pólizas de seguro que mitigan los riesgos operativos relacionados. A noviembre 2023, el tema legal con la aseguradora ya ha sido solventado.
- Adicionalmente, otro riesgo previsible podría venir por la implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas que encarezca el costo de la materia prima importada, incrementando los costos de producción y a su vez generaría un incremento en los precios de comercialización del producto.
- Con la integración de su empresa relacionada Surpapelcorp S.A., el emisor presenta un riesgo de concentración en la proveeduría de materia prima. Surpapelcorp S.A. a noviembre 2023 figura con el 58,37% del total de proveeduría, situación que representa un riesgo para la empresa en caso de eventos externos suscitados.

Factores Clave

Factores que podrían mejorar la calificación:

- Sostenibilidad en la recuperación de los indicadores de rentabilidad, y EBITDA respecto a la deuda financiera.
- Estabilización en los niveles de endeudamiento y sostenible en el tiempo.
- Reducción en el ciclo de conversión del efectivo y sostenible a futuros cortes.
- Conservar control sobre el costo de venta respecto al nivel de ventas.
- Disminución de los niveles de morosidad de la cartera.

Factores que podrían reducir la calificación:

- Incumplimiento de la fecha en el pago de obligaciones de cualquiera de los cuatro instrumentos (Emisión de Obligaciones) revisadas en el presente informe.
- Incumplimiento de cobertura (tener <1 veces de cobertura) del resguardo voluntario para la Décima y Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo (Bono Verde, XI) de Procarisa S.A.
- Incremento progresivo en el nivel de apalancamiento del emisor.
- Aumento sustancial en el nivel de endeudamiento.
- Registrar resultados del ejercicio negativos de manera recurrente en futuros cortes.
- Presentar contracción en los indicadores de liquidez y bajar de la unidad para futuros cortes.
- Incumpliendo en pagos de facturas comerciales en estado de aceptante y/o emisor.

Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo proporcionada al instrumento considera los siguientes aspectos en la evaluación:

Entorno Macroeconómico:

A partir del año 2018, la reducción del gasto de consumo final del gobierno ha generado una considerable desaceleración del PIB debido a la dependencia de la economía nacional hacia el sector público. Si bien, este comportamiento se mantuvo durante el año en mención y a principios del 2019, la contracción se acentuó durante los dos últimos trimestres del 2019 producto de las manifestaciones de octubre, ocasionadas por la propuesta del ejecutivo de eliminar el subsidio a los hidrocarburos; seguidamente, cuando el país estaba tratando de conseguir la senda del crecimiento en el 2020, surge en China la propagación del virus Covid-19, el cual por su alta tasa de contagio logra diseminarse por todo el mundo; generando la paralización económica en la mayoría de países a nivel mundial. Por lo anterior, Ecuador no fue inmune al impacto negativo en su economía, el cual registró una caída del 7,75% de su Producto Interno Bruto, impulsado principalmente por el decrecimiento de la inversión, la disminución del consumo final de hogares, gobierno general y la contracción de las exportaciones de bienes y servicios.

Para inicio del año 2021, la paulatina reapertura de los establecimientos y el inicio de los planes de vacunación, permitieron que la economía local comience a recuperarse. El 24 de mayo del mismo año, Guillermo Lasso fue posesionado como presidente electo por el Ecuador, la estabilidad política generó una confianza en el mercado y, es así como, al segundo semestre, el PIB creció en 4,24 p.p. frente a lo reflejado el año anterior, con lo cual superó la proyección de 3,55% realizada por el Banco Central del Ecuador. El desempeño obtenido, responde al incremento del Gasto de Consumo Final de los Hogares, causando una recuperación de las actividades económicas y productivas en el país.

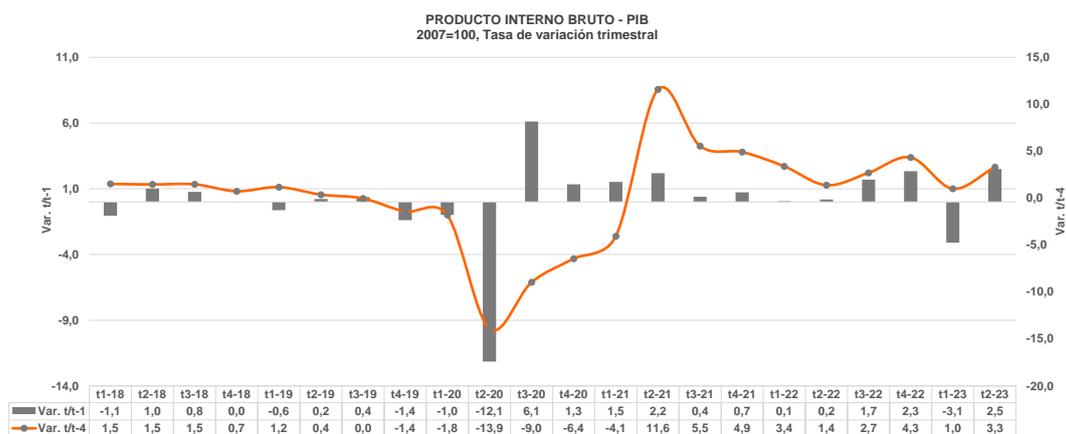
A marzo 2022, iniciaron los conflictos bélicos entre Rusia y Ucrania, lo que afectó negativamente al dinamismo económico global, como por ejemplo el canal de comercio internacional, tanto en importaciones y exportaciones, flujo de pagos, por lo que las transacciones con el mercado euroasiático se ralentizaron, se considera que hasta el 2021, Rusia era el tercer país de destino de exportaciones no petroleras, específicamente de banano, camarón y flores. De manera similar, el costo del transporte marítimo se encareció, causando un aumento en el costo de la materia prima. Por otro lado, Rusia se vio afectado a nivel de exportaciones de petróleo, lo que repercutió positivamente sobre los ingresos del Estado ecuatoriano, percibiendo US\$ 144,20 millones adicionales por cada dólar en que se incrementa el precio del crudo por encima del precio estipulado en la proforma General del Estado.

En referencia al segundo semestre de 2022, la economía nacional tuvo afectaciones importantes que generaron una interrupción de las actividades productivas y cotidianas causadas por las movilizaciones. Los efectos, a junio, sumaron US\$ 1.115,40 millones, de lo cual US\$ 1.104,80 millones corresponde a pérdidas y el restante a daños. Los cinco sectores que tuvieron mayores afectaciones fueron: energía e hidrocarburos US\$ 329,70 millones, comercio con US\$ 318,10 millones, industria con US\$ 227,40 millones, agricultura con US\$ 80,40 millones y turismo con US\$ 56,20 millones.

A finales de 2022, la economía nacional demostró un dinamismo positivo de +2,95 p.p., alcanzando un PIB de US\$ 71.125,24 millones, lo cual se ubica 0,2 p.p. por encima de lo esperado según el ajuste en la previsión del Banco Central realizada durante el tercer trimestre del mismo año. Este incremento es una muestra de la recuperación de la economía nacional posterior a las paralizaciones llevadas a cabo en el mes de junio. En términos generales, el crecimiento obtenido es resultado de un incremento interanual de 2,52 p.p. en el Gasto del consumo Final del Gobierno en 7,60% Gasto de Consumo Final de los Hogares en +3,80% y Formación Bruta de Capital fijo en 2,50%.

Con las últimas cifras oficiales publicadas por el Banco Central de Ecuador, se cuenta con el reporte al segundo trimestre de 2023, donde se evidencia que el PIB experimentó un crecimiento de +3,34% en comparación con el mismo período del año anterior, alcanzando un monto de US\$ 18.122,58 millones. Dicho dinamismo, fue impulsado principalmente por el gasto del gobierno (+6,4%), consumo de los hogares (+4,3%) y la Formación Bruta de Capital Fijo en +3,8%. Se destaca principalmente el crecimiento del Gasto del Gobierno el cual se dio principalmente por compra de bienes y servicios; así como, el pago de remuneraciones del sector salud y educación; así mismo, el consumo de los hogares se expandió principalmente por un mayor nivel de remesas y operaciones de créditos de consumo y por último la Formación Bruta de Capital Fijo, se vio influenciada positivamente por una mayor compra de maquinarias y equipos de transporte.

Además, existió un aumento del 6,2% en las importaciones, debido a una mayor adquisición de maquinarias, equipos eléctricos, productos químicos y equipos de transporte; por otro lado, las exportaciones tuvieron una ligera caída del 0,2%, causado por la disminución en la venta de petróleo, pescado elaborado y minerales metálicos y no metálicos



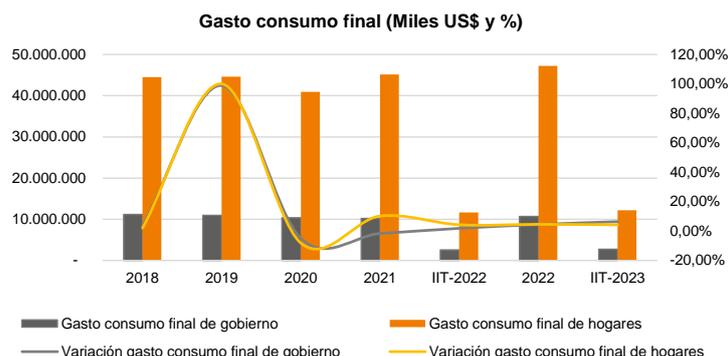
Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

En cuanto a las industrias, 15 de los 18 sectores reportaron crecimientos; siendo los más importantes suministros de electricidad y agua que creció en un 10,8%; seguido de acuicultura pesca y camarón con el 10,5%, enseñanza y servicios sociales con el 8,5%, correo y comunicaciones con el 7,5% y Administración Pública en 4,3%; en contraposición los sectores que reportaron unas caídas fueron: pesca excepto camarón con el -6,4%, servicio doméstico con -2,3% y refinación del petróleo con -1,8%.

Con fecha 10 de mayo de 2023, se firmó el Tratado de Libre Comercio Ecuador-China, siendo este el primer acuerdo comercial que el Ecuador suscribe con un país asiático. En el cual, se contempla 17 disciplinas y es considerado de última generación debido al capítulo de comercio electrónico. En materia de bienes, el intercambio comercial entre ambos países alcanzó alrededor de los US\$ 12.000 millones para el 2022. Las exportaciones alcanzaron los US\$ 5.823 millones, sobresaliendo productos como el camarón, el concentrado de plomo y cobre, otros productos mineros, banano, balsa, madera y sus elaborados, cacao, entre otros. Se registraron importaciones por un monto aproximado de US\$ 6.353 millones, en productos como: manufacturas de metales, automóviles, teléfonos celulares, computadoras, máquinas y sus partes, entre otros. Es importante mencionar que, el 77% de las importaciones provenientes de China se centran en materias primas, insumos, bienes de capital y combustibles, elementos necesarios para la producción.

En materia de política, el 17 de mayo de 2023, el entonces Presidente del Ecuador, Guillermo Lasso, mediante decreto ejecutivo 741 resolvió la disolución de la Asamblea Nacional. La decisión del mandatario se enmarcó en un mecanismo constitucional conocido como muerte cruzada. El 20 de octubre del presente periodo, el Consejo Nacional Electoral (CNE) ratificó, con el 100% de actas escrutadas, la victoria de Daniel Noboa en las elecciones presidenciales anticipadas. Con su triunfo el riesgo país presentó cierta mejoría, pues el EMBI disminuyó a 1.750 puntos.

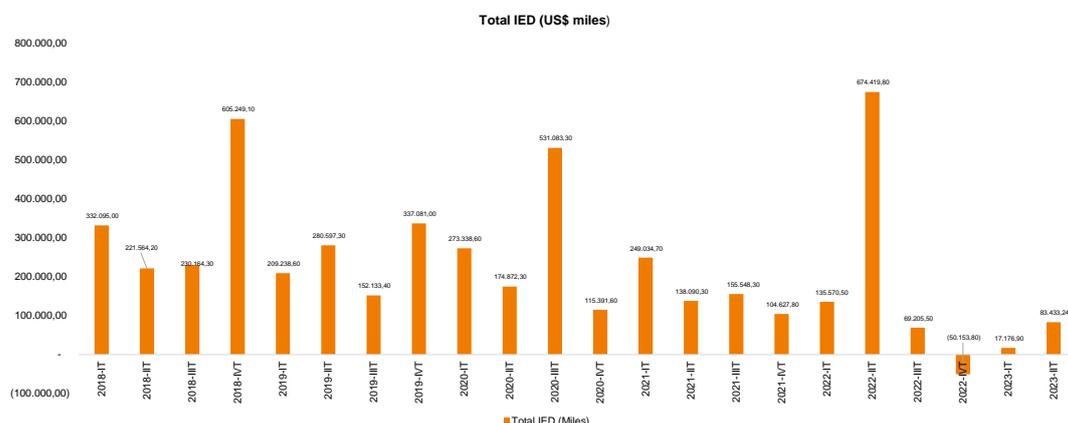
Con fecha 1 de noviembre de 2023 la Corte Constitucional revisó y aprobó el Tratado de Libre Comercio (TCL) entre China y Ecuador, en el cual hay varios beneficios para las exportaciones de nuestro país; una vez que este acuerdo entre en vigencia, pues se encuentra pendiente la aprobación final de la siguiente Asamblea Nacional. El primer beneficio es el acceso real a la oferta exportable actual y en mejores condiciones a un mercado de 1.400 millones de consumidores. A su vez, este acuerdo permite equiparar las condiciones de competencia con los países vecinos (Perú, Centro América) que ya tienen acuerdo con China.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Inversión Extranjera Directa (IED)¹

Para el segundo trimestre de 2023, la inversión Extranjera Directa experimentó un crecimiento de US\$ 83,43 millones, debido al incremento de las acciones y otras participaciones de capital. Individualmente, la Inversión Extranjera Directa por actividad económica, presentó una desinversión en dos de las nueve actividades reportadas por el Banco Central del Ecuador. Interanualmente, el sector de explotación de minas y canteras, comercio, exhibieron un aumento considerable. Al contrario, el sector de servicios prestados a las empresas, transporte, almacenamiento y comunicaciones y la industria manufacturera demostraron una reducción. Debido a la situación política, el tema de seguridad ha generado incertidumbre a los inversionistas, dificultando la atracción de nuevos capitales.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

La Inversión Extranjera Directa considera solamente los nuevos capitales que ingresan al país. Por este motivo, los flujos de IED de años anteriores pueden estar reinvertidos ya que al generarse en el país no se consideran como IED. En referencia a las actividades en las que se evidencia un crecimiento del capital extranjero de manera interanual.

A continuación, se presenta un detalle de la inversión extranjera directa del último año:

Inversión Extranjera Directa (Miles de US\$)						
Participación por industria	2022-IIT	2022-IIT	2022-IIIT	2022-IVT	2023-IIT	2023-IIIT
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	15.617,30	(128,50)	24.929,40	20.605,50	475,20	1.058,03
Comercio	39.807,80	7.701,70	11.483,00	8.408,20	8.487,20	32.239,45
Construcción	534,00	192,70	3.616,90	1.163,90	(303,70)	(1.524,20)
Electricidad, gas y agua	2.253,90	88,20	5.256,50	(145,90)	(1.799,70)	400,80
Explotación de minas y canteras	50.307,90	(111.459,60)	(27.238,70)	(101.857,20)	5.013,40	43.029,22
Industria manufacturera	3.787,70	222,90	17.111,00	46.098,30	15.718,80	(1.270,73)
Servicios comunales, sociales y personales	(8.402,00)	8,10	0,40	32,40	1.015,90	138,41
Servicios prestados a las empresas	16.208,50	752.852,10	31.410,00	1.365,40	(26.263,00)	1.559,55
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	15.455,40	24.942,20	2.637,00	(25.824,40)	14.832,80	7.802,71
Total IED	135.570,50	674.419,80	69.205,50	(50.153,80)	17.176,90	83.433,24

Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

¹ A la fecha de realización del presente informe, el BCE no ha publicado cifras del IED al tercer trimestre 2023.

Índice de Precios al Consumidor (IPC)

La tasa de variación anual del IPC en Ecuador al cierre de diciembre 2023 se situó en 1,4%, es decir, -0,10% inferior a la del mes anterior. En este sentido, no ha existido una variación mensual del IPC, de manera que la inflación acumulada en 2023 es del 1,4%. Cabe señalar que, hubo un aumento del 0,8% de los precios de Ocio y Cultura, hasta ubicarse su tasa interanual en el -0,6%, que difiere con el descenso de los precios de Transporte del -0,6%, y una variación interanual del -0,1%.

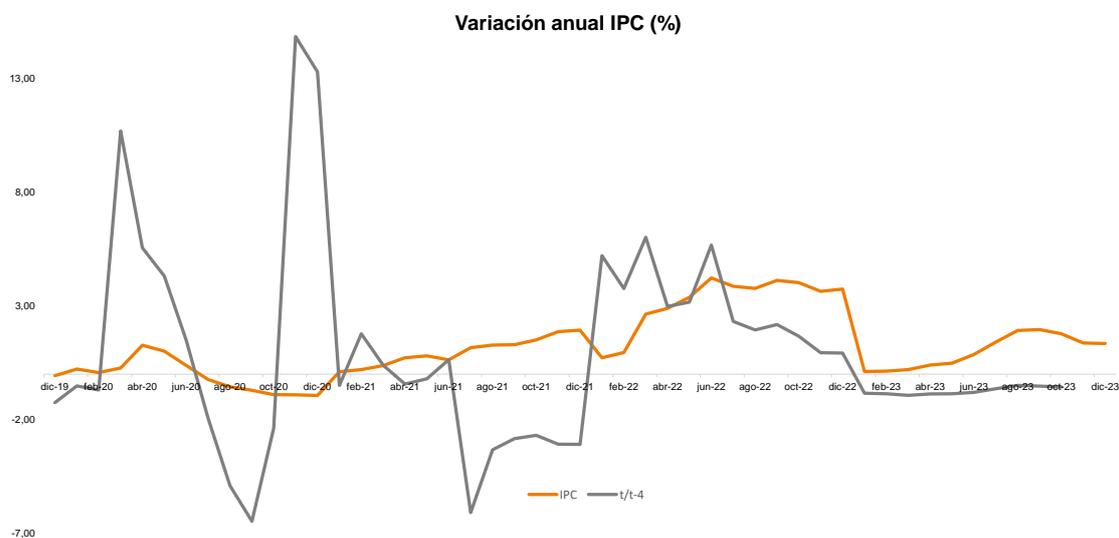
La inflación mensual en diciembre 2023, respecto a noviembre 2023, disminuyó en -0,02%. Por su parte, en el comparativo interanual, la inflación anual de precios decrece en -2,39%, cerrando a diciembre 2023 en 1,35%, mientras que en diciembre de 2022 fue de 3,74%. Finalmente, en diciembre de 2023 el costo de la Canasta Familiar Básica (CFB) se ubicó en US\$ 786,31 dólares, mientras que, el ingreso familiar mensual de un hogar tipo fue de US\$ 840,00 dólares, lo cual representa el 106,83% del costo de la CFB.

Las Canastas Familiares: Básica (Compuesta por 75 productos) y Vital (Compuesta por 73 productos, son un conjunto de bienes y servicios imprescindibles para satisfacer las necesidades básicas del hogar tipo compuesto por 4 miembros con 1,6 perceptores de ingresos que ganan la remuneración básica unificada.

IPC Acumulada Anual												
Período	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
2017	0,09	0,29	0,42	0,86	0,91	0,32	0,18	0,20	0,04	-0,10	-0,38	-0,20
2018	0,19	0,34	0,41	0,27	0,09	-0,19	-0,19	0,08	0,47	0,42	0,17	0,27
2019	0,47	0,24	0,02	0,19	0,19	0,15	0,25	0,14	0,13	0,65	-0,06	-0,07
2020	0,23	0,07	0,27	1,28	1,01	0,39	-0,23	-0,55	-0,71	-0,90	-0,90	-0,93
2021	0,12	0,20	0,38	0,73	0,81	0,63	1,16	1,28	1,30	1,51	1,87	1,94
2022	0,72	0,96	1,07	1,67	2,24	2,90	3,06	3,09	3,46	3,58	3,57	3,74
2023	0,12	0,14	0,20	0,40	0,49	0,87	1,41	1,92	1,96	1,78	1,37	1,35

Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

En relación con los componentes del IPC, En la canasta del IPC existen doce divisiones de consumo. Las tres divisiones que más incidieron en la inflación mensual de diciembre de 2023 son las siguientes: Transporte (-0,0524%); Alimentos y bebidas no alcohólicas (-0,0098%); y, Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar (-0,0070%).



Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Perspectivas Económicas Nacionales

De acuerdo con estimaciones del Banco Central del Ecuador (BCE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), se esperaba que la economía ecuatoriana cierre el 2022 con un incremento de 2,70% con respecto a 2021, sin embargo, el país logró cerrar el año con un crecimiento de 2,90%, lo cual implica 0,2 p.p., más de lo esperado. De igual manera, las proyecciones del BCE sugieren que durante el 2023 la economía crecerá un 3,10%, siendo el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo (FBKF) los pilares para lograrlo debido a su considerable recuperación postpandemia. En el caso del consumo de los hogares, que representa el 60,00% del PIB nacional, se evidencia un notable crecimiento llegando a superar incluso sus niveles previos a la pandemia. En este apartado, el sector de construcción será un factor clave para explicar el incremento en la inversión dado que representa un 68,00% del total.

Calificación de Riesgo Soberano

Dada la situación coyuntural del país, el mes de agosto de 2023 la Calificadora de Riesgos FITCH Ratings Riesgo país informó la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Ecuador de B- a CCC+ debido a un escenario fiscal más desafiante.

Dentro de los criterios para el cambio de calificación, se obtienen factores que consideró la Calificadora como los **mayores riesgos de financiamiento** que provienen del considerable deterioro en las cuentas fiscales, con un alcance limitado para financiamiento adicional en el mercado local y un desafiante contexto de financiamiento externo.

Alineado a este análisis, durante el transcurso del año 2023, ha sido evidente la complicada situación y necesidades de liquidez del sector bancario, cooperativo y real. El sistema financiero nacional, experimentó una tendencia al alza en las tasas de interés pasivas y, por ende, un control de sus tasas activas, alineadas a los techos definidos por el Banco Central del Ecuador, hecho que influyó en las variaciones del spread financiero. Asimismo, las instituciones financieras han incurrido en mayores complicaciones para el otorgamiento de créditos del exterior, aunado a aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad.

En tal sentido, Fitch no prevé un progreso significativo en la reforma para abordar la situación fiscal y financiera de Ecuador y esto seguirá obstaculizando el acceso a deuda en el mercado internacional y la capacidad del país para asegurar un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

A continuación, se presenta un cuadro comparativo de la calificación del Riesgo Soberano del país por 3 firmas Calificadoras Internacionales:

Calificaciones de Riesgo Soberano Ecuador 2023			
Calificadoras de Riesgo	Calificación	Perspectiva	Actualización
FITCH	CCC+	-	Agosto 2023
MOODY'S	Caa3	Estable	Febrero 2023
S&P	B-	Estable	Agosto 2022

Fuente: Calificadoras de Riesgo Internacionales / **Elaboración:** Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Oferta y Utilización Final de Bienes y Servicios

La evolución en el gasto del consumo final del gobierno mantiene un comportamiento acorde a los objetivos del Ejecutivo nacional, el cual consiste en disminuir progresivamente el gasto público. En este sentido, al cierre del 2022 el gasto consumo final de los hogares registró un comportamiento positivo al pasar de US\$ 45.142 millones al finalizar el 2021 a US\$ 47.216 millones en diciembre 2022. Por el lado del gasto de consumo final del gobierno, este cerró en US\$ 10.670 millones mostrando un incremento interanual de 4,46% (US\$ 455,15 millones) a comparación con el mismo periodo de 2021.

Al cierre del último trimestre del 2022 existe un incremento interanual en el Gasto de Consumo Final de los Hogares, Gasto de Consumo Final del Gobierno y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en 3,78%, 7,63% y 2,49% respectivamente; mientras que, en el acumulado anual las cifras fueron de 4,59%, 4,46% y 2,52%. En el caso de la FBKF, la adquisición de maquinaria y equipo de transporte ha sido la principal razón de dicho aumento, sobre todo por un incremento en la compra de vehículos de carga y de uso industrial como tracto camiones, buses y camiones, a eso se suma un desempeño positivo en el sector de construcción. En el caso del Gasto de Consumo Final del Gobierno General, el incremento reportado es el reflejo de un aumento en el gasto realizado en administración pública, defensa, seguridad interna y externa; así como la compra de bienes y servicios para los sectores de salud y educación. De manera particular, el incremento obedece a un aumento en el pago de remuneraciones y de la compra de bienes y servicios correspondiente a un 9,60% y 13,60% respectivamente.

Al cierre del segundo trimestre de 2023, el gasto de los hogares en bienes y servicios aumentó un 4,3% anualmente, impulsado por una mayor demanda de productos agrícolas como banano, café, cacao y flores, así como productos manufacturados como carne, camarones y lácteos. También se observó un crecimiento en servicios como electricidad, construcción, telecomunicaciones y educación. Este incremento estuvo ligado a un aumento significativo (14,2%) en los préstamos para consumo otorgados por el Sistema Financiero Nacional y un crecimiento del 4,4% en las importaciones de bienes de consumo.

Además, las remesas recibidas experimentaron un aumento del 16,1%, destacando los incrementos desde Estados Unidos (24,6%), Italia (1,8%) y España (1,4%), que representaron la mayoría de los giros recibidos. En el ámbito trimestral, el gasto de consumo final de los hogares creció un 2,5%, influenciado por un mayor consumo en productos agropecuarios, manufacturados y servicios, así como un aumento en operaciones de crédito, giros de remesas y la importación de bienes de consumo.

En cuanto al gasto del gobierno, durante el segundo trimestre de 2023, se evidenció un incremento anual del 6,4% en los gastos de consumo llevados a cabo por el Gobierno General. Estos gastos se enfocaron

en proveer tanto servicios colectivos, como administración pública, defensa, y seguridad, así como servicios individuales en áreas cruciales como salud y educación, directamente beneficiando a la población.

Este aumento se atribuyó principalmente al crecimiento en la adquisición de bienes y servicios en un 23,6% y al aumento de las remuneraciones en un 7,0%. En relación con la adquisición de bienes y servicios, en el ámbito de la salud, se observó una mayor inversión en la compra de medicamentos y dispositivos médicos generales y específicos para laboratorio clínico y patología, elementos fundamentales para mantener y expandir la cobertura de atención sanitaria. Por otro lado, en el ámbito educativo, se incrementó la inversión en la adquisición de alimentos escolares, libros y uniformes, contribuyendo al programa de mejora de la educación.

A nivel trimestral, el Gasto de Consumo Final del Gobierno General experimentó un aumento del 3,5%. Este incremento se debió a varios factores, incluyendo un aumento en el pago de remuneraciones (4,4%), abarcando a miembros de las Fuerzas Armadas y de la Policía Nacional en servicio activo como parte del programa de seguridad integral. También se observaron incrementos en las remuneraciones de los docentes del magisterio y docentes e investigadores universitarios involucrados en el programa de Educación Básica. Además, se asignaron recursos a profesionales de la salud para fortalecer la atención integral en el primer nivel de atención.

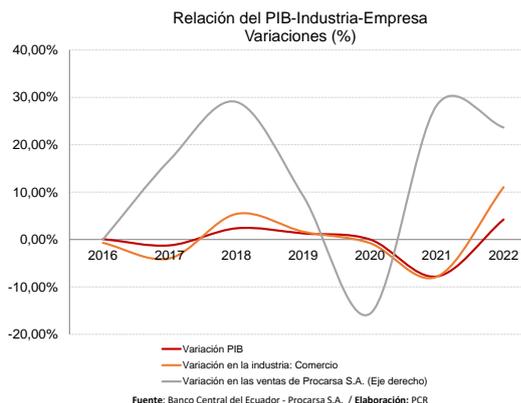


Endeudamiento

El saldo de la deuda externa pública, al tercer trimestre 2023 totalizó US\$ 47.403,4 millones y la deuda externa privada en US\$ 10.722,2 millones. La deuda externa pública, es equivalente al 39,6% del PIB. El país obtuvo desembolsos por US\$ 541,1 millones y se pagaron amortizaciones por US\$ 145,30 millones. En tal sentido, el flujo neto de la deuda fue de US\$ 395,8 millones. Por otra parte, el saldo de la deuda externa privada fue de US\$ -178,8 millones, como resultado de la cuantificación de desembolsos por US\$ 46,9 millones y del pago de amortizaciones por US\$ 255,7 millones. El saldo de la deuda externa privada a agosto fue de USD 10.772,2 millones, equivalente al 9,0% del PIB.

Análisis de la Industria:

En lo referente a un análisis para determinar la flexibilidad frente a cambios cíclicos en la economía, se considera el comportamiento que mantiene el Producto Interno Bruto, la empresa e industria. El giro de negocio de la Productora Cartonera S.A. se focaliza en la elaboración de empaques de cartón corrugado para la implementación variada del producto, entre sus principales usos se encuentran las cajas bananeras, caja troquelada, caja agroindustrial, laminas corrugadas, caja para camarón y mariscos, caja de flores, esquineros de cartón, entre otros. Esto a su vez, se encuentra dentro de la actividad de manufactura (excepto refinación de petróleo). Es importante mencionar que, en base a la información publicada por el Banco



Central del Ecuador, y el monto previsto para finales del 2021, la industria Manufacturera (excepto refinación de petróleo) representa el 11,84% del PIB. Además, la entidad se encuentra dentro de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) C1702.01 "Fabricación del papel y cartón ondulados o corrugado".

Históricamente, los ingresos de Procarsa han presentado una conducta similar a las variaciones del PIB e industria de manufactura ecuatoriana hasta el año 2017; no obstante, la empresa presenta un mayor dinamismo. Para el año 2018 la entidad registró un desarrollo positivo derivado en un importante auge en su nivel de ventas, específicamente en los empaques para banano. Durante el período 2019 y 2020, debido a las manifestaciones y paralización de actividades económicas por la pandemia ocasionado por la expansión del covid-19, tanto la industria manufacturera, el PIB y el nivel de ventas de la empresa se vieron afectadas de manera sustancial, demostrando una tendencia decreciente pronunciada, situación congruente con el panorama económico a nivel nacional y mundial. Sin embargo, en el transcurso del año 2021 y primer trimestre del 2022 se detalla una paulatina recuperación económica en respuesta a la reactivación de los principales sectores económicos, en conjunto a la normalización de las actividades bajo protocolos de bioseguridad. Con esta premisa, se concluye que la Productora Cartonera S.A. muestra un alto grado de sensibilidad ante situaciones de estrés, tanto por la coyuntura económica como por eventos externos que afectan la producción de su principal producto.

En lo concerniente a la participación que tiene la industria de papel y cartón en muchas de las actividades de cadena de valor de empresas e industrias asociadas, se la puede identificar como protagónica en la economía ecuatoriana, sus derivados tienen gran participación en la vida diaria de la población y su encadenamiento es vital para actividades por la variedad de productos que ofrece como: insumos de oficina, empaques, cajas de almacenamiento, entre otros. También es aliado para el comercio y otras industrias, así como para los hogares en sí. Además, es una industria comprometida en fortalecer el cuidado al medio ambiente. Desde la materia prima (pulpa para papel y cartón), se generan productos para diversas áreas. Se generan insumos para la industria gráfica, para artículos escolares y de oficina, empaques y envolturas, así como papeles para uso doméstico e industrial, y una línea orientada a los papeles higiénicos suaves.

Las empresas del sector orientan sus esfuerzos hacia mostrar producciones sustentables y amigables, además de promover el reciclaje. Esta última actividad tiene un impacto social más alto que el económico, quienes se dedican a esta labor son por lo general personas de menores recursos. Esto hace que este sector tenga un gran potencial en materia de Desarrollo Sostenible, a la vez que se deben difundir los avances en este campo.

El sector donde desarrolla sus actividades Procarsa S.A., tiene como barreras de entrada: Alta inversión inicial para la instalación de una fábrica papelería, altas tasas arancelarias para la importación de maquinaria, dificultad en alcanzar contactos comerciales tanto en el mercado nacional como internacional y escaso talento humano especializado en el montaje de maquinaria, así como en el manejo y comercialización de papel. Por otra parte, 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, y compromisos de largo plazo con clientes o proveedores. Es preciso mencionar que, para el primer trimestre de 2022 el Banco Central del Ecuador² mantiene datos reales del sector de Manufactura (excepto refinación de petróleo) por US\$ 2.031,44 millones representando el 11,57% del PIB total del Ecuador al cierre de las últimas cifras (US\$ 41.961.262,00 millones).

El año 2023 fue positivo, en el análisis realizado por la Acorbanec, las exportaciones aumentaron alrededor de 7% en volumen y 10% en valor con respecto al año pasado. En el periodo comprendido entre enero a

² BCE: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/Indices/c119062022.htm>

noviembre 2023, el Ecuador exportó US\$ 4,4 millones de cajas de banano a China, siendo el quinto mercado de las exportaciones de este producto.

Un punto por considerar es el Tratado de Libre Comercio con China que, en caso de ser aprobado por la Asamblea Nacional, el sector bananero obtendría considerables oportunidades de expansión en dicho mercado para próximos años. En caso de ser aprobado, las exportaciones de banano podrían crecer tres o cuatro veces más hasta 2027, considerando que para el cierre de 2023 el banano ecuatoriano paga 10% de arancel con China, con el TLC llegaría a 0% en 10 años.

El Tratado de Libre Comercio Ecuador – China es el primer acuerdo comercial que Ecuador suscribe con un país asiático. Fue firmado de manera virtual y simultánea el 10 de mayo en Quito y el 11 de mayo del 2023 en Beijing. Con la negociación del TLC Ecuador-China hay varios beneficios para las exportaciones; una vez que este acuerdo entre en vigencia. El primer beneficio es el acceso real de oferta exportable actual y potencial en mejores condiciones a un mercado de 1.400 millones de consumidores, con alto poder adquisitivo.

En tal virtud, con esta negociación se lograría el acceso para el 99,6% de la oferta ecuatoriana actual a China en canastas de desgravación inmediata o menores a 10 años. Adicionalmente, este acuerdo permite al país igualar condiciones de competencia con países como Perú y algunos de Centro América que ya tienen acuerdo con el gigante asiático, así como otros países asiáticos que compiten en ese mercado.

En el caso del Ecuador, este instrumento será revisado y aprobado por la Corte Constitucional y la Asamblea Nacional. Una vez que se concluyan las formalidades jurídicas internas en ambos países, este Acuerdo Comercial entrará en vigor.

Perfil y Posicionamiento del Emisor

Productora Cartonera S.A. remonta su constitución al 19 de marzo de 1965, misma que fue inscrita en el Registro Mercantil el 24 de marzo del año en mención, con el objetivo de producir empaques de cartón corrugado para la exportación de banano en el país exclusivamente.

A finales de 1980 PROCARSA pasa a formar parte de la compañía exportadora de banano STANDARD FRUIT COMPANY y se comienza a producir cajas para la exportación de banano con la denominación de DOLE. En el año 1981 se integra un grupo de inversionistas ecuatorianos iniciando una nueva etapa en la compañía, cuyo reto era convertirla en la primera industria de cartón corrugado en el país.

Para 1991 se define un plan estratégico de crecimiento, que significó el traslado de las operaciones al cantón Eloy Alfaro-Duran, nuevo polo industrial de la provincia del Guayas. En 1994, la compañía DOLE adquiere el total de las acciones de PROCARSA, integrándola a su red mundial de negocios.

En octubre del 2009, DOLE vendió las acciones de PROCARSA a la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. y a mediados del año 2010, se ejecutó un plan de modernización integral con una inversión total de US\$ 25 millones.



ProcarSA S.A. es una empresa dedicada a la elaboración y comercialización de cajas de cartón corrugado, de alta calidad gráfica y estructural, que busca proporcionar de este material fundamental para el proceso productivo de varios sectores económicos a más de 450 clientes que operan en sectores industriales y agroindustriales a nivel local y extranjero.

Productora Cartonera S.A., con la finalidad de brindar un servicio con los más altos estándares de calidad a sus clientes cuenta con una planta industrial extendida a través de 67.750 metros cuadrados, misma que se ubica en el sector industrial de la provincia del Guayas y mantiene una capacidad instalada para procesar 180.000 toneladas métricas de cartón al año.

El corrugador BHS de la compañía cuenta con una capacidad instalada para procesar 12.500 tm/mes a una velocidad máxima de 750 metros lineales/min.

Puede procesar laminas en:

- Flauta E (Micro corrugado)
- Flauta B
- Flauta C

- Combinaciones

Descripción y Composición del GRUPO SURPAPEL



El Grupo SURPAPEL, es una empresa líder que cuenta con una de las plantas papeleras más grandes de Sudamérica, cuyas soluciones integran servicios de reciclaje y fabricación de papel, tales como el empaque, recolección de fibra, fabricación de láminas y cajas de cartón corrugado, pre y post print, así como la recolección de materia prima para reciclado y su comercialización. La empresa promueve el proceso de creación de valor al sustituir la importación y aumentar la exportación del país.

EMPRESAS QUE CONFORMAN EL GRUPO SURPAPEL					
Empresa	Actividad Económica	Activos	Pasivos	Patrimonio	Utilidad Neta
		Cifras a diciembre 2022 (US\$)			
Productora Cartonera S.A.	Fabricación de cajas de cartón que cumple con estrictos estándares de calidad y contribuye con el desarrollo del sector exportador e industrial del país.	220.556.289	161.882.024	58.674.265	4.213.284
Surpapelcorp S.A.	Fabricación de papel con materia prima 100% reciclada y cumple con especificaciones de calidad de clase mundial.	191.763.964	152.263.458	39.500.506	2.191.201
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Su objeto social es la tenencia de activos de un grupo de empresas filiales y tener el control de la propiedad del grupo. Adicionalmente tiene por objeto ser una tenedora de acciones, también denominada Holding.	51.098.197	13.247.785	37.850.412	-154.310
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	Reciclaje de todo tipo de cartón, papel, plástico, pet, botella de plástico, chatarra, entre otros, para su comercialización y venta al por mayor y menor de los materiales de reciclamiento e inclusive actividades de reciclaje en general.	16.133.053	9.903.365	6.229.688	476.749
Escobar Ruiz Cia. Ltda. (Cartonera Pichincha)	Elaboración de productos de cartón, su industrialización y comercialización.	3.789.409	3.313.964	475.445	108.219
Stup S.A. y subsidiarias ³ (cifras a 2020)	Compra, venta, alquiler y explotación de bienes inmuebles	22.764.334	20.682.338	2.081.996	-32.807

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: PCR

Las políticas de crédito y cobranzas para las empresas del Grupo SURPAPEL tienen como objetivo brindar un servicio con altos niveles de eficiencia a través de planes y acciones estratégicas para poder mantener una adecuada cartera de clientes y contribuir con las necesidades de la empresa. Adicionalmente, establecen los lineamientos que permitirán al área comercial y al departamento de crédito y cobranza negociar con sus clientes con la finalidad de mantener una cartera sana y confiable.

- Todo cliente nuevo inicia la relación comercial al contado (excepto clientes AAA, sin embargo, deben de tener los documentos respectivos para análisis y archivo de carpeta).
- Todo cliente al contado debe cancelar el 100% del pedido solicitado. Una vez confirmado el pago se aprobará producción y despacho.
- El ejecutivo comercial debe ser responsable de informar al departamento de crédito y cobranzas la cancelación de las ventas al contado para proceder a aprobar los pedidos respectivos.
- El tiempo mínimo para que el cliente solicite días crédito es de 6 meses de relación comercial, posterior a ello se realizará un análisis y evaluación y de acuerdo con su historial crediticio y demás parámetros, se concederá de 8 a 15 días de crédito con cheque post fechado al vencimiento.
- De acuerdo con el comportamiento crediticio del cliente y de acuerdo con sus necesidades y volumen de compra, el cliente puede solicitar ampliación de días de crédito. Los días de crédito que pueden ser aprobado son: 21 – 30 – 45 – 60 – 90 y 120 días.
- Las formas de pagos son: mediante cheque o transferencias bancarias.
- Para acceder al crédito, el cliente debe estar en lista blanca en el SRI y Superintendencia de Compañías y se debe solicitar cupo Coface⁴. De no ser aceptado por la aseguradora, se debe hacer firmar un Pagaré por el monto proyectado de ventas al cliente.
- El límite máximo de vencimiento es 60 días; es decir, que se informará al cliente que la cartera se encuentra asegurada y si el cliente no ha cumplido un plan de pagos; la Compañía solicitará a Coface

³ Centro de Acopio ACOPRODU S.A. – Almacenamiento y depósito para todo tipo de productos. Recicladores Industriales del Ecuador RECINDOR S.A. – Servicios de reciclaje de todo tipo. LAMISURP S.A. – Fabricación, importación y exportación de contenedores y sus complementos.

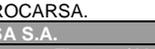
⁴ La cartera de clientes del Grupo está cubierta por la aseguradora Coface, con la finalidad de incrementar las probabilidades de tomar decisiones de crédito acertadas y maximizar las posibilidades de éxito, protegiéndolos a tiempo frente al riesgo financiero inherente a la actividad de la empresa.

el siniestro de la cuenta. El cliente puede solicitar renegociar la deuda, esta petición será revisada y analizada por el comité de Crédito, con una aprobación mayor al 50% de votos.

Productora Cartonera S.A. pertenece al Grupo SURPAPEL, el cual tiene como estrategia trabajar de forma integrada en el negocio de soluciones de empaque de cartón corrugado, por lo que Productora Cartonera S.A. se dedica a la fabricación de cajas de cartón que cumple con estrictos estándares de calidad y contribuye con el desarrollo del sector exportador e industrial del país, cabe señalar que la entidad tiene como principal proveedor a Surpapelcorp S.A. Es así, como las Compañías del Grupo forman parte de diferentes eslabones de la cadena de fabricación y comercialización del cartón y empaques. La Compañía Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. no tiene mayor actividad comercial ya que es la tenedora de gran parte de las acciones de las Compañías del Grupo.

Productos

Productora Cartonera S.A. se dedica a la fabricación de empaques de cartón corrugado con diseños variados. Los diseños están clasificados en empaques de pared sencilla y doble pared según la necesidad del cliente. Estos dos tipos de productos pueden tener distintas combinaciones de papel según el peso del producto que contenga.

Calibres de las Láminas Corrugadas			
Flauta	Arcos por pie	Altura del Arco	Gráfica
A	33+/-3	0.184 plg	
C	39+/-3	0.142 plg	
B	47+/-3	0.097 plg	
E	90+/-4	0.062 plg	
F	96+/-4	0.045 plg	

Fuente / Elaboración: PROCARSA.

Productos PROCARSA S.A.	
Empaques de Flautas	Flautas (Altura de Onda)
<ul style="list-style-type: none"> Flauta E Flauta B Flauta C Combinaciones (CB, CE, BE) 	<ul style="list-style-type: none"> Largueros y Transversales de papel compacto PAD y Refuerzos Cajas Pre-Impresas PAD Pre-Impresos en Single Face Cajas de estructuras especiales en micro flauta Cajas parafinadas Cajas convencionales
Impresión	
<ul style="list-style-type: none"> Pre-Print Post-Print Offset Laminado 	

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Competencia

En concordancia con la información proporcionada por parte de la Productora Cartonera S.A. para finales del año 2022, la empresa mantuvo una participación de mercado entre exportaciones y doméstico del 19,3% del total de la industria nacional dedicada a realizar envíos de cartón corrugado, situándose en el segundo lugar, posterior a Cartones Nacionales S.A. CARTOPEL (25,6%) quien ocupa la primera posición; ubicando en tercer lugar a Grupo Papelero Cía. Ltda. GRUPASA (18,9%) y la diferencia del 36,1% corresponde a Incarpalm, Panasa, ICE, Cransa y Cartorama.

La ventaja competitiva que mantiene Productora Cartonera S.A. es la sinergia que existe con su relacionada SURPAPEL CORP S.A., al ser este su proveedor de materia prima, el principal factor está dado por el ancho de máquina del molino de SURPAPEL el cual, es de la misma medida que el ancho del corrugador de PROCARSA; es decir, se eliminan completamente los desperdicios que todas las plantas cartoneras tienen. Por otra parte, al estar en el mismo complejo industrial dispone de plataformas que trasladan los rollos de Surpapelcorp hacia las bodegas de PROCARSA, esto significa un ahorro importante en gastos de transporte, y finalmente, el desperdicio DKL que produce PROCARSA es reutilizado en el proceso productivo de Surpapelcorp S.A., por tanto, existe una optimización de costos para ambas entidades.

Entre otras ventajas que mantiene el emisor se encuentran:

- La entidad posee maquinaria y equipo tecnológico pre-printer que brinda impresiones de alta gráfica en las láminas de papel previo a la elaboración del cartón.
- Excelente acabado en las cajas de cartón para embalaje de productos.
- Ejecuta pruebas de calidad y resistencia a sus productos de empaque: Pruebas de calibre, columna corta o ECT, separación por espiga, pruebas de compresión.
- Certificaciones: ISO 9001:2015, Business Alliance for Secure Commerce (BASC), FSC y FSSC. ISO 14064-1:2018 Programa Ecuador Carbono Cero PECC.

- Licencia Ambiental para la ejecución del proyecto "Planta de Producción de Cajas de Cartón Corrugado" otorgado por el Ministerio del Ambiente.

Plan Estratégico

Productora Cartonera S.A. mantiene como visión ser la primera opción para los participantes de la industria cartonera, creando valor para el grupo de interés, mediante un modelo de gestión eficiente, rentable, sustentable, sostenible y socialmente responsable, capaz de adaptarse a un entorno cambiante.

Por tanto, ha definido los siguientes objetivos:

- Satisfacer los requerimientos acordados con los clientes, partes interesadas pertinentes y legales, reglamentarios o a los que se suscriba voluntariamente Productora Cartonera S.A.
- Brindar las condiciones de administración y operatividad basados en la gestión del riesgo, control de agentes laborales y peligros, con el objetivo de vigilar y controlar los riesgos relacionados a la calidad, inocuidad, seguridad y salud ocupacional, ambiente, actividades ilícitas, corrupción, soborno, defensa y fraude alimentario.
- Proveer los recursos necesarios económicos, humanos, materiales y tecnológicos para fortalecer y mejorar continuamente el Sistema Integrado de Gestión, y así, lograr la satisfacción de los clientes y la seguridad de los procesos y productos.

Adicionalmente, se definieron varios indicadores específicos con sus respectivas metas, considerando lo transcurrido por la pandemia covid-19, y otros eventos externos que afectaron a sus resultados:

INDICADOR	META	DICIEMBRE
Cumplimiento de entrega de producto	98%	91,08%
Cumplimiento legal	100%	100,0%
Reducir # Reclamo	17	65
Medir la cantidad de desperdicio controlable	5%	7,28%
Revisión anual de riesgos operacionales declarados en sgc	95%	100,0%
Cumplimiento de auditoría interna	100%	100,0%
Revisión de información documental del sgc	95%	100,0%
# de incidentes relacionados con Actividades Ilícitas	0	1
# de incidentes relacionados con Soborno	0	0
# de incidentes relacionados con Corrupción	0	0
0 accidentes	0	1
Cumplimiento de parámetros de monitoreos ambientales	100%	100%
Cumplir con el 95 % de la ejecución del Programa de auditorías en temas de inocuidad.	95%	100%
Cumplir con el 95 % de la ejecución del Programa de capacitación en temas de inocuidad.	95%	100%
Cumplir con el 95 % de la ejecución del Plan de verificación del Sistema de Gestión de Seguridad Alimentaria.	95%	100%
Implementar 1 Proyecto de Mejora continua que incluya aspectos de seguridad alimentaria.	100%	100%
Cumplimiento de asignación de presupuesto anual a los sistemas de gestión.	95%	100%
OEE	76%	48%
OEE	34%	25,93%
Rotación de personal	5%	2,34%
Capacitación horas hombres	1,00	0,54%
Ausentismo	4%	3,38%

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Productora Cartonera S.A. mantiene prácticas de Gobierno Corporativo.

Productora Cartonera S.A. es una empresa que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. A la fecha de corte, la empresa Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. mantiene la mayor composición accionaria con el 74,98%, seguido de la empresa holandesa International Packaging Systems (Procarsa) B.V. con el 20,00%, mientras que el 3,02% corresponden al Señor Illingworth Guerrero Oscar Antonio y el 2,00% a la Sra. Antonia Patiño. Cabe señalar, que los accionistas gozan de los mismos derechos y obligaciones y a través de la Gerencia Financiera se realiza la comunicación con los mismos.

Accionista	Nacionalidad	Participación %	Cantidad
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Ecuatoriana	74,98%	20.662.638,00
International Packaging Systems (PROCARSA) B.V	Holandesa	20,00%	5.511.794,00
Illingworth Guerrero Oscar Antonio	Ecuatoriana	3,02%	833.354,00
Patiño Duque María Antonia	Colombiana	2,00%	551.180,00
Total		100,00%	27.558.966,00

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Procarsa S.A./ Elaboración: PCR

De acuerdo con la encuesta sobre las prácticas de gobierno corporativo de la institución, se registra que la Compañía cuenta con un Reglamento de la Junta General de Accionistas que fue aprobado y promulgado en el Registro Oficial, no se permite a los accionistas incorporar puntos a debatir en las Juntas y si pueden

delegar de voto según lo establecido en el reglamento. Por su parte, la convocatoria se realiza conforme lo establece el estatuto en 8 días calendario.

Por otro lado, el emisor no posee un Reglamento del Directorio ni cuenta con una definición y/o criterios para la selección de directos independientes, aunque se destaca que sus miembros tienen una vasta experiencia. Mientras que, sí realiza el seguimiento y control de potenciales conflictos de interés al interior del Directorio, pero no cuenta con un procedimiento formal. A continuación, el detalle de los miembros:

Nombre	Cargo en el Directorio	Áreas de especialización*	Experiencia** (años)
Oscar Illingworth Guerrero	Director Principal	Ingeniero Industrial	23 años
José Millán Abadía	Director Principal	Ingeniero Industrial	40 años
Antonia Patiño	Director Principal	Economista	8 años
Carlos Condo Morán	Director Principal	CPA	23 años
Cecilia Sierra Morán	Director Principal	Abogada	20 años
Gregorio Mindiola de la Torre	Director Principal	CPA	23 años
Karen Grey	Director Principal	-	5 años

* Se refiere a la formación profesional y/o al área de especialización de la persona.

** Se refiere al número de años de experiencia de la persona como miembro de un Directorio, ya sea el de la propia organización o en otras organizaciones.

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Adicionalmente, el emisor cuenta con políticas de gestión de riesgo laboral, un área de auditoría interna que reporta al Directorio y una política de información, pero no ha sido aprobada formalmente. Además, se rige bajo las políticas generales que conforman el gobierno corporativo del Grupo SURPAPEL, aunque no difunde los avances realizados en dicho tema. Por todo lo expuesto, se observa un manejo bueno del gobierno corporativo por parte de la empresa.

Colaboradores de Procarsa

Al mes de noviembre 2023, Productora Cartonera S.A. presenta un total de 601 colaboradores distribuidos en diferentes áreas, las dos áreas principales son Producción, misma que conlleva el 86,86% del total y el remanente 13,14% corresponde al área de Administración y Producción, dentro de las cuales se encuentran divisiones como: Contabilidad, Auditoría, Compras, Crédito y Cobranza, entre otros y se mantiene una política de evaluación de desempeño de sus colaboradores que se realizará una vez al año de manera obligatoria. A continuación, se presenta un detalle:

Áreas	Colaboradores por Área
Producción	522
Administración	78
Mantenimiento y Reparación	1
Total general	601

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

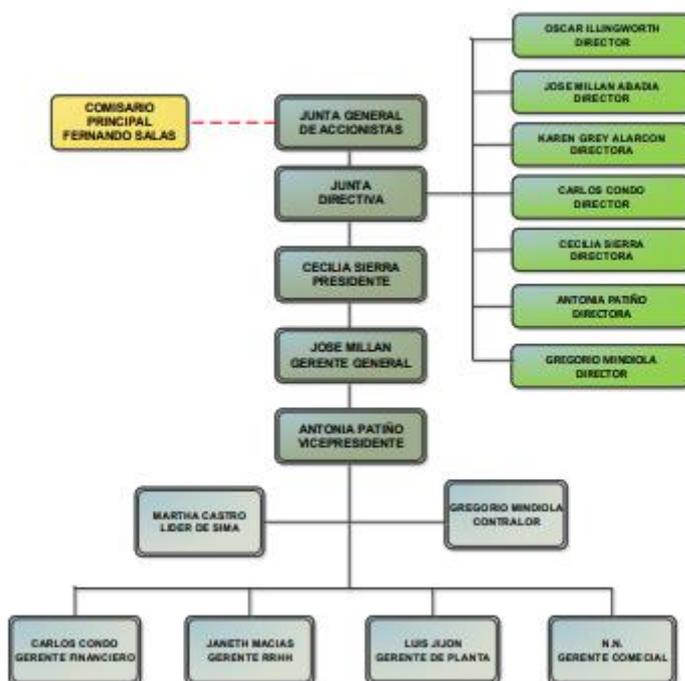
La plana gerencial de la empresa se compone de la siguiente manera:

PLANA GERENCIAL			
NOMBRE	CARGO	TIEMPO EN EL CARGO	PROFESIÓN
CECILIA DEL CARMEN SIERRA MORAN	PRESIDENTE	13 AÑOS	ABOGADA
MARIA ANTONIA PATINO DUQUE	VICEPRESIDENTE	8 AÑOS	ECONOMISTA
JOSE ANUAR MILLAN ABADIA	GERENTE GENERAL	14 AÑOS	INGENIERO INDUSTRIAL
GREGORIO VICENTE MINDIOLA DE LA TORRE	CONTRALOR CORPORATIVO	3 AÑOS	CPA
CARLOS LUIS CONDO MORAN	GERENTE FINANCIERO CORPORATIVO	3 AÑOS	CPA/MBA
JANNETT DEL ROCIO MACIAS YEPEZ	GERENTE RRHH	5 AÑOS	TECNOLOGA
LUIS ENRIQUE JIJON WILSON	GERENTE DE PLANTA	11 AÑOS	INGENIERO

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

A continuación, el detalle de la Estructura Organizacional de la empresa:

ORGANIGRAMA DE PRODUCTORA CARTONERA S.A.



Fuente / Elaboración: PROCARSA

Las empresas del Grupo SURPAPEL utilizan el sistema contable SAP BUSINESS ONE 9.3, una solución integrada de planificación de recursos empresariales (ERP) para pequeñas y medianas empresas.

Productora Cartonera S.A. también registra participación accionaria en otras empresas:

Participación de Productora Cartonera S.A. en el capital de otras sociedades			
Nombre de Compañía	Monto Invertido (US\$)	% de Participación	Relación Estratégica
Hidroalto Generación de Energía S.A.	1.000,00	0,004%	Suministro de Energía
Escobar Ruiz C. L.	78.030,00	45,00%	Comercial
Surpapelcorp S.A.	305.882,00	0,61%	Proveedora de Bobinas de Papel

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Responsabilidad Social

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Productora Cartonera S.A. mantiene prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

De acuerdo con la encuesta realizada sobre responsabilidad social, Productora Cartonera S.A. ha identificado a sus grupos de interés y ha realizado un proceso formal de consulta en el que se han definido estrategias de participación con los mismos, detalladas a continuación:

- **Partes interesadas externas:** Se identifica a la comunidad Brisas de Procarsa y Brisas de Santay. A dichas comunidades se les realizan procesos formales de consulta mediante censos, mesas de diálogo, en forma periódica. Adicionalmente, dentro de plan de participación de las partes interesadas externas del Grupo Surpapel, se mencionan como principales estrategias los planes de trabajo social anuales.
- **Partes interesadas internas:** Se realizan encuestas de clima laboral.

Adicionalmente, la organización cuenta con programas y políticas formales que promueven el uso eficiente de los recursos, estos incluyen:

- Política de Eficiencia energética con fecha de aprobación diciembre 2020.
- Su principal proveedor SURPAPEL CORP se dedica 100% al reciclaje, por tanto, la materia prima es 100% reciclada.
- En cuanto al consumo racional del agua, la entidad mantiene una Política Socio Ambiental, con revisión al 29 de octubre del 2019.

La Compañía no ha sido objeto de multas o sanciones en materia ambiental.

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

La compañía Productora Cartonera S.A., mantiene un manual del sistema de gestión socio ambiental, adicionalmente, Política de derechos humanos, políticas y programas para consumo de aguas. además, está sujeta a regulaciones y controles de numerosos cuerpos legales del país que velan por el cumplimiento de normas y procesos según sus distintas áreas de interés. Entre estas entidades públicas destacan: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio de Relaciones Laborales, Ministerio de Salud, Normativas Municipales, Servicio de Rentas Internas y Defensoría del Pueblo. Así como las disposiciones generales vigentes previstas en la Constitución de la República del Ecuador en referente a la Gestión Integral de Residuos Sólidos, prevención de contaminación y la Ley de Gestión Ambiental que establece los principios y directrices de la política ambiental, instrumentos de control y prevención.

Incendio en Planta Durán⁵

El 2 de noviembre de 2020, en horas de la noche ocurrió un incendio en el área de bodega de materia prima y/o en el área de máquina pre-print de Productora Cartonera S.A., ocasionando un daño de US\$ 51,99 millones, dicha situación mantuvo sin operar aproximadamente 15 días a la entidad, sin embargo, el 27 de noviembre del mismo año arranca nuevamente la máquina corrugadora BHS, y se normaliza el suministro de láminas de cartón.

Con fecha 3 de noviembre del 2020, Productora Cartonera S.A. notificó el siniestro a su compañía de seguros Zurich Seguros Ecuador S.A., por intermedio del bróker y adicionalmente remitió la denuncia ante la Fiscalía. El 29 de noviembre, fue dirigido a Zurich Seguros Ecuador S.A. y GP Ajustadores Asociados S.A. por parte del bróker, los documentos requeridos para continuar con el proceso de liquidación, reconfirmando la veracidad y autenticidad de la evidencia proporcionada sobre el incidente.

El 16 de diciembre del 2020 Productora Cartonera S.A. mediante un oficio dirigido a Zurich Seguros Ecuador S.A. solicita un anticipo de US\$20 millones por concepto de indemnización parcial de los daños, como pago a cuenta de la indemnización total que finalmente les corresponde. La Compañía aduce que los daños ocasionados por el incendio están cubiertos por la garantía todo riesgo incendio y/o rayo, de las pólizas contratada por la Compañía el 7 de enero del 2020 con vigencia desde el 25 de diciembre del 2019 hasta el 25 de febrero del 2021.

Zurich Seguros Ecuador S.A., remite el acta de finiquito del reclamo, por el valor de US\$ 2,7 millones y a su vez establece una demanda a través de procedimiento voluntario de pago por consignación, en contra de Productora Cartonera S.A. manifestando principalmente que el incendio todavía está siendo investigado, y que la evidencia que han logrado recabar indica que el incendio se produjo, aparentemente, por el acto de un tercero con el ánimo de causar daño, constituyéndose según la póliza, un daño malicioso o mal intencionado. Este valor fue rechazo por Productora Cartonera S.A. y por su bróker.

Productora Cartonera S.A. contesta la demanda interpuesta por la Compañía de Seguros, sosteniendo principalmente que, en ninguna parte de la demanda, Zurich Seguros Ecuador S.A. confirma plenamente que el siniestro hubiera sido provocado y quien determina aquello es un fiscal, un juez o un tribunal de arbitraje. Con fecha 17 de febrero del 2021, mediante informe denominado "inspección de campo y documental emergencia mayor por incendios Productora Cartonera S.A." elaborado por un asesor y consultor externo en sistemas contra incendios se concluye que la causa es indeterminada, ante la definición que no se puede probar en forma concluyente, cual ha sido la causa del incendio, por tanto, se da por terminada la investigación del incendio.

El 19 de febrero del 2021 Productora Cartonera S.A. ingresa el reclamo administrativo a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el cual se solicita que se ordene a la compañía Zurich Seguros Ecuador S.A. cancelar la indemnización por los daños sufridos por la Compañía al amparo de las coberturas contenidas en las pólizas contratadas por la cantidad de US\$ 51,99 millones, la Dirección Nacional de Normativa y Reclamos admitió el reclamo presentado por Productora Cartonera S.A., y solicitó a Zurich Seguros Ecuador S.A. que presente sus descargos. La Compañía de Seguros, en base a su evidencia recopilada a través de un informe forense de una firma norteamericana emitido el 14 de diciembre del 2020, estableció que, técnicamente el incendio fue provocado, y que la causa próxima sería el acto malicioso de

⁵ La información proporcionada sobre este suceso se recogió del informe de Auditoría externa de Productora Cartonera S.A. con corte Diciembre 2020, mismo que fue elaborado por Moore & Asociados Cía. Ltda.

un tercero. Al igual el informe del ajustador contratado el cual estima que el caso se enmarcaría en los términos y condiciones de la cobertura otorgada por la póliza para el amparo adicional de motín y huelga, daño malicioso, sabotaje y terrorismo. Por lo cual, solicita al ente regulador, inhibirse de continuar tramitando este reclamo.

El 1 de abril del 2021 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a través de la Dirección Nacional de Normativa y Reclamos, notifica a la Compañía que establece principalmente: “La lectura de las cláusulas contractuales de la póliza Multirriesgo Industrial y Comercial, no se ha detallado ni definido el momento o las circunstancias que determinen que un acto tenga características maliciosas”. Que la compañía Zurich Seguros Ecuador S.A., intenta probar el daño malicioso con un informe de un perito calificado por el consejo de la Judicatura. Sin embargo, en las conclusiones de este informe no se determina en lo absoluto, que el incendio se haya producido por algún acto malicioso de tercera persona”. “Que la compañía de Seguros Zurich Seguros Ecuador S.A. en su afán de determinar las causas del siniestro, designó a GP Ajustadores Asociados S.A., quien elaboró un informe dirigido a la compañía de seguros, en la cual la SCVS observa una evidente contradicción, pues, por un lado, indica que el origen del incendio es el acto malicioso de terceras personas, pero por otro que la Fiscalía General del Estado prosigue con las investigaciones a fin de determinar las causas reales del incendio”.

La Dirección Nacional de Normativa y Reclamos, acepta el reclamo administrativo presentado por Productora Cartonera S.A. en contra de Zurich Seguros Ecuador S.A., resolviendo que se pague a favor de la Compañía la cantidad de US\$ 40.259.177 que es el valor de los daños determinados por el perito ajustador de siniestros, en base de la póliza Multirriesgo Industrial y Comercial, por concepto de daños generados como consecuencia del incendio ocurrido en las instalaciones de la asegurada, así como el lucro cesante que sufrió como consecuencia de dicho evento, otorgando un plazo de 10 días contados a partir de la notificación de la resolución.

El 23 de abril del 2021, Productora Cartonera S.A., interpone el Recurso de apelación a la resolución en la cual adjuntan los correspondientes soportes legales, solicitando que se califique y admita a trámite el recurso de apelación presentado con la documentación entregada, a fin de revocar la resolución dictada en referencia al no pago de la suma de US\$ 11,70 millones.

Con fecha 23 de diciembre del 2021, las compañías PRODUCTORA CARTONERA S.A. y ZURICH SEGUROS ECUADOR S.A. suscribieron un Acuerdo Transaccional en donde las partes decidieron terminar sus controversias derivadas de la aplicación de la cobertura contratada en la Póliza Multirriesgo y el monto de la indemnización del Siniestro producido en las instalaciones de la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A. el 2 de noviembre del 2020. Al cierre del mes de diciembre recibió de la compañía de seguros un anticipo por el valor de US\$ 1,01 millones.

Al cierre del mes de enero del 2022 no se habían cumplido las condiciones necesarias para obtener el pago de la indemnización, es decir, no se habían ejecutoriado la totalidad de las providencias judiciales y resoluciones administrativas correspondientes. Adicionalmente, El 11 de febrero del 2022 la empresa recibió el pago de US\$ 2.700.000,00 millones correspondiente al cheque entregado por la compañía Zurich dentro del Juicio de Consignación, el cual fue entregado en esa fecha luego de los desistimientos correspondientes de cada parte. El 16 de febrero del 2022, se recibió el pago de US\$ 15.185.261,65 como otro abono luego del cumplimiento de los desistimientos efectuados. El Contrato Transaccional y Finiquito antes referido, tiene la calidad de reservado y confidencial, pero es importante anotar que el valor de la indemnización acordada en el Acuerdo Transaccional es superior al 50% del valor de la resolución administrativa que indicaba un monto a pagar de US\$ 40.259.177 millones.

Es importante señalar que, de acuerdo con información proporcionada por el Emisor, el monto recibido se ha utilizado en pago a proveedores de papel, amortización de obligaciones bursátiles y financieras; sin embargo, de acuerdo con la confidencialidad por los términos del Acuerdo transaccional entre ambas partes no ha sido proporcionada el monto real a la Calificadora.

Análisis de Situación Financiera

Calidad de Activos

A noviembre 2023, los activos de Procarsa suman US\$ 197,001 millones disminuyendo interanualmente en (-10,21%; US\$ -22,41 millones); mientras que, su promedio de crecimiento de los últimos cinco años se ubica en +8,70% (2018-2022). El comportamiento interanual obedece a los movimientos ocurridos de los activos corrientes (-24,63%; US\$ -33,17 millones) donde uno de los principales cambios sucedió en la baja de los inventarios (-56,19%; US\$ -22,74 millones), asimismo en las cuentas por cobrar clientes (-18,46%; US\$ -6,31 millones), anticipo a proveedores y el efectivo tuvieron reducciones aproximadas de US\$ 4 millones. Finalizando, se observaron las disminuciones de los impuestos por recuperar y activos disponibles para la venta. A pesar de que hubo un crecimiento de las cuentas por cobrar relacionadas y otros activos corrientes, no mitigaron el impacto de las subcuentas corrientes restantes.

En tal sentido, los activos corrientes totalizan US\$ 101,52 millones para finales de noviembre 2023, representando el 51,53% del total de los activos.

Por otro lado, los activos no corrientes representan el 48,47% del total de activos en la presente revisión, sumando US\$ 95,49 millones, al contrario que los activos corrientes, la porción no corriente exhibió un incremento interanual de +12,70% (US\$ +10,76 millones) en respuesta al crecimiento de las propiedades y equipo (+1,19%; US\$ +906,44 mil), así como las cuentas por cobrar partes relacionadas a largo plazo (+142,22%; US\$ +7,92 millones), inversiones asociadas (+8,65%; US\$ +225,00 mil) culminando con la expansión de otros activos corrientes (+1,864,92%; US\$ +1,71 millones) correspondiente al comportamiento interanual de activos intangibles, pallets y un fideicomiso de garantía de Procarsa.

Con lo correspondiente al detalle de las cuentas por cobrar clientes proporcionada por Procarsa S.A., a noviembre 2023 contabilizan US\$ 44,58 millones sin considerar provisiones (US\$ 9,17 millones), dando como resultado una mayor concentración en los clientes no relacionados locales con 74,69% (US\$ 33,29 millones), seguido por los clientes relacionados locales con 17,04% (US\$ 7,59 millones) culminando con clientes no relacionados del exterior con 8,28% (US\$ 3,69 millones).

Con relación a la cartera vencida de noviembre 2023, representan el 57,16% del total de la cartera comercial, en tanto que el 42,84% corresponde a la cartera por vencer; registrando un indicador de morosidad a noviembre 2023 de 50,07% (considerando cartera vencida mayor a 61 días) creciendo ligeramente frente a noviembre 2022 en +5,17%.

En tal sentido, la cobertura de la cartera vencida mayor a 61 días registra 41,06% considerando provisiones por (US\$ 9,17 millones). Adicionalmente, el 42,64% de la cartera vencida se encuentran en el rango superior a 180 días, hecho que podría representar un riesgo para el emisor al contemplar dichas operaciones son consideradas de alta dificultad para su recuperación.

Cartera Comercial (US\$)			
Descripción / Período		nov-22	nov-23
Cartera Por Vencer		20.556.135	19.099.283
Cartera Vencida	0-30 días	4.340.219	2.528.612
	31-60 días	725.364	628.734
	61-90 días	1.250.391	681.851
	91-180 días	1.288.443	2.631.446
	más de 180 días	18.344.379	19.009.219
Total Cartera Vencida		25.948.795	25.479.863
Provisiones		8.366.236	9.166.236
Total Cartera Comercial		46.504.931	44.579.145
Total de Cuentas por Cobrar Netas		38.138.694	35.412.909
Morosidad		44,91%	50,07%
Cobertura		40,06%	41,06%

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

En relación con el registro contable interno de Productora Cartonera S.A., los anticipos a proveedores (US\$ 7,23 millones) decrecen en (-35,95%; US\$ -4,06 millones) en respuesta a la reducción de los anticipos proveedores en el exterior SAP por (US\$ -6,44 millones).

Por su parte, otras cuentas por cobrar registran un descenso de (-45,87%; US\$ +1,59 millones) por las cuentas por cobrar de otras cuentas inventario SAF, por facturar, cuentas por cobrar provisiones, reclamos de seguros, cuentas por cobrar ejercicios anteriores, entre otras.

A noviembre 2023, los inventarios culminan en US\$ 17,73 millones, exhibiendo una reducción de -56,19% (US\$ -22,74 millones), producto de la disminución en lo correspondiente a materia prima -68,22% (US\$ -16,99 millones), al igual que de inventario en proceso -276,99% (US\$ -325,79 mil), inventario de bodega en combustible -46,71% (US\$ -88,53 mil) materiales e insumos -24,76% (US\$ -89,73 mil) e inventario en poder de terceros -50,00% (US\$ -872,55 mil). En este sentido, la rotación de días del inventario cuenta con un promedio de 36 días disminuyendo en 39 días frente a su similar periodo del año pasado (75 días)

demostrando la velocidad en que la empresa convierte sus inventarios en ventas; considerando que, históricamente el promedio alcanza los 70 días (2018-2022).

En lo referente a las cuentas por cobrar relacionadas consolidadas (corto y largo plazo) de Procarsa suman US\$ 44,90 millones con una participación del 22,79% (consolidado) sobre el total de activos. De manera específica, las cuentas por cobrar relacionadas corrientes aumentan en +31,12% (US\$ +7,46 millones) en su comparativo anual, debido a la variación de la cuenta correspondiente a la Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. (US\$ +191,77 mil), Soluempaqués (US\$ +460,58 mil), Selap S.A. (US\$ +29,74 mil), Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. (US\$ 964,11 mil), Surpapelcorp S.A. (US\$ 4,32 millones) y Stup S.A. (1,46 millones).

En tanto que, las cuentas por cobrar relacionadas no corrientes mantienen únicamente una cuenta de Surpapelcorp S.A. que aumenta en (US\$ +7,92 millones). Para finalizar, se evidencia que existe un incremento consolidado del total de cuentas por cobrar relacionadas de US\$ +643,14 mil. A continuación, se presenta un detalle:

Cuentas por cobrar relacionadas (US\$)					
Cliente	nov-22	nov-23	Variación (US\$)	Variación (%)	Participación 2023 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	5.823.864	6.015.639	191.775	3,29%	13,40%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	2.097.966	3.062.077	964.111	45,95%	6,82%
Soluciones de Empaques SDE S.A.	1.593.230	1.611.893	18.664	1,17%	3,59%
Surpapelcorp S.A.	14.007.757	18.334.838	4.327.082	30,89%	40,83%
Soluempaqués S.A.	433.831	894.412	460.580	106,17%	1,99%
Stup S.A.	-	1.463.277	1.463.277	0,00%	3,26%
SELAP S.A.	-	29.741	29.741	0,00%	0,07%
Total cuentas por cobrar relacionadas Corto Plazo	23.956.648	31.411.878	7.455.230	31,12%	69,96%
Surpapelcorp S.A.	5.569.218	13.489.830	7.920.612	142,22%	30,04%
Total cuentas por cobrar relacionadas Largo Plazo	5.569.218	13.489.830	7.920.612	142,22%	30,04%
Total cuentas por cobrar relacionadas	29.525.866	44.901.708	15.375.842	52,08%	100,00%

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Con relación a la composición del activo no corriente de Procarsa S.A, la cuenta propiedades, planta y equipo pondera con el 81,03% sobre el total de activos no corriente al contabilizar US\$ 77,37 millones a noviembre 2023. Mientras que, la diferencia del activo no corriente se distribuye a través de cuentas por cobrar relacionadas a largo plazo con el 14,13% (US\$ 13,49 millones), inversiones en asociadas 2,96% (US\$ 2,83 millones) y otros activos no corrientes 1,89% (US\$ 1,80 millones).

Acorde con el giro de negocio, Procarsa realizó proyecciones de CAPEX en diferentes equipos, maquinaria, herramientas entre otros considerando de igual manera la mano de obra necesario para el respectivo montaje y así cumplir adecuadamente con su producción estimada.

Proyección CAPEX (US\$)					
Período	2021	2022	2023	2024	2025
Monto	3.502.619,05	2.752.619,05	3.402.619,05	3.202.619,05	2.952.619,05

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Pasivos

A noviembre 2023 los pasivos de Procarsa contabilizan US\$ 143,92 millones, evidenciando una disminución interanual de -10,82% (US\$ -17,47 millones) en respuesta a la reducción en el pasivo corriente -28,59% (US\$ -26,02 millones), variación que no se mitiga con el aumento del pasivo no corriente (+12,15%; US\$ +8,55 millones). Específicamente, hubo una reducción en cuentas por pagar proveedores corto plazo (-37,18%; US\$ -22,29 millones), otras cuentas por pagar corto plazo (-44,25%; US\$ -5,23 millones) y la porción corriente de deuda corto plazo (-95,83%; US\$ -6,75 millones), proveedores a largo plazo (-14,69%; US\$ -1,47 millones); sin embargo, la empresa incurrió en variaciones crecientes en las cuentas por pagar partes relacionadas (+131,86%; US\$ +6,18 millones), obligaciones financieras corto plazo (+27,70%; US\$ +2,07 millones), obligaciones financieras largo plazo (+18,11%; US\$ 9,38 millones), otras cuentas y documentos por pagar (+3,10%; US\$ +157,19 mil) obligaciones por beneficios definidos (+13,85%; US\$ +485,02 mil).

De acuerdo con los anteriormente descrito, los pasivos corrientes contabilizan US\$ 64,98 millones, presentando una reducción nominal de US\$ -26,02 millones. Históricamente, registra un promedio creciente de +12,88% (2018-2022); situación que se ha originado por un mayor financiamiento de terceros necesario para el capital de trabajo de la empresa. En tal sentido, los pasivos corrientes representan el 45,15% del total de pasivos y el 54,85% es atribuible al pasivo no corriente.

Individualmente, las obligaciones financieras a largo plazo representan el 42,50% (US\$ 61,17 millones) del total de pasivos, seguido de proveedores corto plazo con 26,18% (US\$ 37,67 millones), mientras que, las cuentas por pagar partes relacionadas corto plazo ponderan con 7,55% (US\$ 10,87 millones), obligaciones financieras corto plazo con 6,64% (US\$ 9,55 millones), proveedores largo plazo con 5,94% (US\$ 8,55 millones), otras cuentas por pagar 4,58% (US\$ 6,59 millones) y la diferencia del 6,61% (US\$ 9,51 millones) se distribuye a través de porción corriente de deuda a corto plazo, otras cuentas y documentos por pagar

largo plazo, obligaciones financieras corto plazo, cuentas por pagar proveedores largo plazo, otras cuentas y documentos por pagar largo plazo y obligaciones por beneficios definidos.

La principal fuente de fondeo de la empresa es la deuda financiera; por tal motivo, el promedio histórico se ubica en +20,57% (2018-2022). En conformidad con la agrupación contable interna del emisor, la deuda financiera total incluye las obligaciones financieras y las obligaciones emitidas que contabilizan US\$ 71,02 millones, valor que se distribuye a través de la porción a largo plazo con 86,14% (US\$ 61,17 millones) y el remanente 13,86% (US\$ 9,85 millones) corresponde al corto plazo.

La deuda financiera de Procarisa S.A., experimentó un aumento de +7,09% (US\$ +4,70 millones) en respuesta al incremento de la deuda de largo plazo (+18,11%; US\$ +9,38 millones) pese a la contracción de la deuda de corto plazo (-32,20%; US\$ -4,68 millones).

De tal manera que, el endeudamiento se concentra en las obligaciones bancarias con el 65,19% y el restante 29,34% corresponde a los instrumentos del mercado de valores, los cuales a noviembre 2023 incluyen la, VIII, X, XI emisión de obligaciones. De acuerdo con la información proporcionada por el emisor, se presenta un detalle consolidado de la deuda bancaria y con mercado de valores vigente a la fecha de corte:

Detalle de Deuda Financiera a noviembre 2023			
Obligaciones Bancarias			
Entidad Financiera	Saldo del Préstamo	Corto Plazo	Largo Plazo
Institución 1	6.942.602,12	2.179.118,73	4.763.483,39
Institución 2	957.574,78	34.997,24	922.577,54
Institución 3	4.780,67	218,36	4.562,31
Institución 4	31.796.875,91	3.670.851,63	28.126.024,28
Institución 5	3.497.939,29	3.497.939,29	-
Institución 6	2.576.283,28	52.098,22	2.524.185,06
Institución 7	1.582.791,43	72.189,90	1.510.601,53
Institución 8	1.403.260,80	-	1.403.260,80
Institución 9	209.548,48	44.231,40	165.317,08
Total	48.971.656,76	9.551.644,77	39.420.011,99
Mercado de Valores			
Entidad Financiera	Saldo en Circulación	Corto Plazo	Largo Plazo
VIII Emisión de Obligaciones	1.057.062,50	-	1.057.062,50
X Emisión de Obligaciones	8.015.999,98	-	8.015.999,98
XI Emisión de Obligaciones	12.970.127,05	293.468,65	12.676.658,40
Total	22.043.189,53	293.468,65	21.749.720,88
Total de Deuda	71.014.846,29	9.845.113,42	61.169.732,87

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

A noviembre 2023, las cuentas por pagar a proveedores consolidado contabilizan US\$ 46,22 millones, considerando el valor total del corto y largo plazo, manteniendo una mayor concentración en el corto plazo con el 81,51% (US\$ 37,67 millones) de participación, mientras que el 18,49% (US\$ 8,55 millones) corresponde al largo plazo. Por tal razón, la rotación de días de cuentas por pagar a proveedores se ubica en 77 días, presentando un decrecimiento de 34 días frente a noviembre 2022 (111 días), manteniendo un indicador promedio de rotación de los últimos cinco años (79 días; 2018-2022). Por otra parte, los días de rotación de cuentas por cobrar comerciales, se sitúan en 52 días, contrayendo 2 días frente al año anterior (54 días).

De acuerdo con el detalle remitido por Procarisa, las cuentas por pagar partes relacionadas del corto plazo contabilizan US\$ 10,87 millones, cifra que aumenta en +131,86% (US\$ +6,18 millones) a corte interanual. Esta cuenta está conformada principalmente por obligaciones pendientes con su relacionada SURPAPEL Corp por US\$ -10,51 millones, además de Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A., Repapers Reciclaje del Ecuador S.A., SELAP S.A., Soluciones de Empaques SDE S.A., Soluempaques S.A. y Surpapelcorp S.A. Además, los días de cuentas por pagar relacionadas se sitúan en 22 días a noviembre 2023, aumentando en 25 días frente a noviembre 2022 (9 días).

A continuación, se presenta un detalle de su composición para los cortes interanuales de análisis:

Cuentas por pagar relacionadas (US\$)				
Cliente	nov-22	nov-23	Variación (%)	Participación 2023 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.	1.214.782,01	988.551,69	-18,62%	-9,09%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	-308.266,08	-109.729,01	-64,40%	1,01%
SELAP S.A.	-84.019,02	-701.882,29	735,38%	6,46%
Soluciones de Empaques SDE S.A.	-	-	-	0,00%
Soluempaques S.A.	-60.460,92	-539.396,09	792,14%	4,96%
Surpapelcorp S.A.	-5.450.511,23	-10.508.434,35	92,80%	96,67%
Total cuentas por pagar relacionadas	-4.688.475,24	-10.870.890,05	131,86%	100%

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

A la revisión efectuada, con fecha de consulta el 31 de enero de 2024, el emisor ha dado cumplimiento a las obligaciones con el Sector Societario, Mercado de Valores y Servicio de Rentas Internas.

Saporte Patrimonial:

A noviembre 2023, Procarsa S.A. posee un monto total de patrimonio de US\$ 53,09 millones, disminuyendo interanualmente en (-8,51%; US\$ -4,94 millones), variación que se alinea al comportamiento histórico, al registrar un indicador promedio de +6,90% (2018-2022). El comportamiento registrado responde a la disminución de los resultados acumulados⁶ (-21,09%; US\$ -5,36 millones) a pesar de las reservas (+8,34%; US\$ +421,33 mil). En tanto que, el capital social se mantiene con US\$ 27,56 millones durante los últimos cinco años. En referencia a la composición general del patrimonio, el capital social figura como la subcuenta de mayor peso con el 51,91%, seguido de los resultados acumulados (37,78%) culminando con el (10,31%) de las reservas.

A la presente revisión, la empresa Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. mantiene la mayor composición accionaria con el 74,98%, seguido de la empresa holandesa International Packaging Systems (Procarsa) B.V. con el 20,00%, mientras que el 3,02% corresponden al Señor Illingworth Guerrero Oscar Antonio y el 2,00% a la Sra. Antonia Patiño. Cabe señalar, que los accionistas gozan de los mismos derechos y obligaciones y a través de la Gerencia Financiera se realiza la comunicación con los mismos.

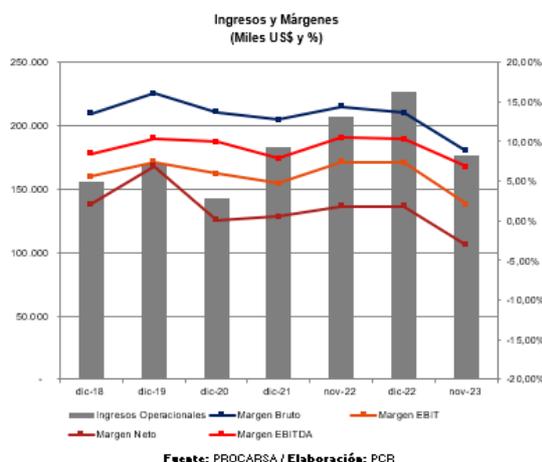
Accionista	Nacionalidad	Participación %	Cantidad
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Ecuatoriana	74,98%	20.662.638,00
International Packaging Systems (PROCARSA) B.V	Holandesa	20,00%	5.511.794,00
Illingworth Guerrero Oscar Antonio	Ecuatoriana	3,02%	833.354,00
Patiño Duque María Antonia	Colombiana	2,00%	551.180,00
Total		100,00%	27.558.966,00

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Procarsa S.A./ **Elaboración:** PCR

⁶ Se incluyen resultados del año en curso

Desempeño Operativo:

Los ingresos operacionales de Procarsa S.A. han presentado una tendencia creciente históricamente, al registrar un promedio de +14,91% (2018-2022); además, se observa que el monto más elevado de la cuenta se registró en el año 2021 (US\$ 182,77 millones). No obstante, a noviembre 2023, los ingresos de Procarsa S.A. disminuyen en (-14,91%; US\$ -30,96 millones) interanualmente, en un ambiente económico y comercial de progresiva reactivación de varios sectores económicos estratégicos y el impulso de los agentes económicos en los procesos operativos y transaccionales adheridos directamente al giro de negocio, a pesar de ello, es importante considerar las proyecciones del sector cartonero en el actual estado de inseguridad nacional a 2024.



En referencia a los ingresos distribuidos por línea de negocio, se muestra un incremento en el cartón para flores (+7,92%; US\$ +17,74 mil) pese a este aumento no se mitigó en el impacto en conjunto que tuvieron las líneas de negocio de venta de cartón para banano, convertidores, pesca/camarón, aceites, piñas/mango, flores, bebidas, alimentos y otros. A nivel de composición por línea de negocio, el cartón para banano pondera con el 60,49% sobre el total de ingresos, seguido por pesca/camarón con 12,53%, otros (5,51%), convertidores (5,39%), alimentos (5,19%) y la diferencia del 10,90% corresponde a bebidas, aceites, piñas/ mango y flores. Si bien las ventas en toneladas se incrementaron, la caída en dólares se debe a que los precios internacionales de papel cayeron en un 50% en el 2023, por ende, los precios del cartón también se ajustaron a la baja.

Línea	Ventas por Línea de Negocio					
	Monto (US\$)		Variación		Volumen (TM)	
	nov-22	nov-23	Nominal	Porcentual	nov-22	nov-23
Banano	10.400.306,00	8.007.172,79	-2.393.133,21	-23,01%	7.178,68	7.535,82
Convertidores	1.040.056,25	712.853,98	-327.202,27	-31,46%	733,05	621,36
Bebidas	284.119,16	241.442,48	-42.676,68	-15,02%	163,29	179,64
Pesca/Camarón	1.730.623,33	1.658.600,44	-72.022,89	-4,16%	986,96	1.140,39
Flores	224.012,09	241.752,41	17.740,32	7,92%	123,84	170,01
Alimentos	803.645,21	686.350,05	-117.295,16	-14,60%	466,27	485,63
Aceites	716.715,59	580.819,13	-135.896,46	-18,96%	399,69	396,44
Otros	827.459,10	728.852,16	-98.606,94	-11,92%	483,24	488,21
Piñas/Mango	700.440,67	379.213,05	-321.227,62	-45,86%	368,18	240,90
Total de Ventas	16.727.377,40	13.237.056,49	-3.490.320,91	-20,87%	10.903,20	11.258,42

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Además, los clientes con mayor participación del emisor, sitúa a Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A. Ubesa como principal con el 28,79% (US\$ 50,86 millones), seguido por Absorpelsa S.A. con el 6,29% (US\$ 11,11 millones), Agrosigal S.A. con el 4,96% (US\$ 8,76 millones), Green Express S.A. con 3,88% (US\$ 3,86 millones) en tanto que, los clientes complementarios cuentan con un porcentaje inferior al 4%. Es importante señalar que, el rubro *otros* ponderan con el 56,07% (US\$ 99,04 millones).

Detalle de Ventas Principales Clientes (US\$)				
Nombre	nov-23	Participación (%)	Tipo	País
UNION DE BANANEROS ECUATORIANOS S.A. UBESA	50.858.857	28,79%	No Relacionado	Ecuador
ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.	11.108.917	6,29%	No Relacionado	Ecuador
ASOCIACION DE AGRICULTORES BANANEROS DEL LITORAL ASOAGRIBAL	8.764.062	4,96%	No Relacionado	Ecuador
GREEN EXPRESS S.A. GREEN EXPRESA	6.859.159	3,88%	No Relacionado	Ecuador
NIRSA S.A.	5.142.794	2,91%	No Relacionado	Ecuador
BAGATOCORP S.A.	4.896.699	2,77%	No Relacionado	Ecuador
LA FABRIL S.A.	3.828.663	2,17%	No Relacionado	Ecuador
SURPAPEL S.A.	3.511.086	1,99%	No Relacionado	Ecuador
ECUAGREENPRODEX S.A.	3.344.612	1,89%	No Relacionado	Ecuador
CORRUCHECSA CORRUGADOS CHILENOS ECUATORIANOS S.A.	2.509.568	1,42%	No Relacionado	Ecuador
Otros	75.802.554	42,92%		
Total	176.626.972	100,00%		

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Por otro lado, el costo de venta contabiliza US\$ 161,00 millones a la presente revisión, decreciendo en -9,37% (US\$ -16,64 mil) interanualmente, a nivel específico en materia prima (-12,78%; US\$ -16,35 mil), materiales e insumos (-1,22%; US\$ -67,43 mil), a pesar del aumento en mano de obra (+4,76%; US\$ +390,63 mil) y gastos de fabricación (+17,14%; US\$ +2,97 millones). El promedio histórico del costo de ventas se ubica en +15,17% (2018-2022). En este sentido, la caída de los precios del papel, principal materia prima de Procarsa provocó la disminución del costo de ventas; sin embargo, el efecto de la caída es porcentualmente menor en los costos, siendo las ventas las más afectadas.

Costo de Ventas Total (US\$)		
Componente	nov-22	nov-23
Costo de Producción	159.014.604	145.960.788
Materia Prima	127.922.485	111.572.537
Materiales e Insumos	5.545.907	5.478.471
Mano de Obra	8.202.684	8.593.317
Gastos de Fabricación	17.343.528	20.316.463
Costos Standart	-151.103.618	-144.809.584
Costo de Venta Producto Terminado	150.425.017	145.531.066
Otros Costos	19.302.090	14.319.386
Total Costo de Ventas	177.638.093	161.001.655

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

De acuerdo con las variaciones suscitadas de los ingresos y costo de venta, la utilidad bruta totaliza US\$ 15,63 millones, experimentando una disminución de -47,83% (US\$ -14,32 millones), registrando un porcentaje total de margen bruto por 8,85%.

A la fecha de corte, los proveedores del emisor ubican a su empresa asociada SURPAPEL CORP S.A. de Ecuador como la mayormente ponderativa con el 41,43%, seguido de Repapers con 16,59% de EE. UU., Tropical fruit americas LLC originaria de EE. UU con el 3,07% en tanto que, el 38,91% se distribuye a través de ocho proveedores adicionales de Procarsa S.A.

Principales proveedores de la institución (US\$)			
Nombre	nov-23	Participación 2023 (%)	País
SURPAPEL CORP S.A.	66.704.944	41,43%	ECUADOR
REPAPERS	26.708.844	16,59%	EEUU
TROPICAL FRUIT AMERICAS LLC	4.939.987	3,07%	EEUU
REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.	3.822.460	2,37%	ECUADOR
ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.	2.333.003	1,45%	ECUADOR
SELAP S.A.	2.025.590	1,26%	ECUADOR
AGRIDIENT B.V.	1.925.074	1,20%	ECUADOR
SOLUEMPAQUES S.A.	1.828.906	1,14%	ECUADOR
ELOF HANSSON TRADE AB	1.393.049	0,87%	SUECIA
SURTRASLADO S. A.	1.160.957	0,72%	ECUADOR
Otros	48.158.841	29,91%	
Total	161.001.655	100,00%	

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

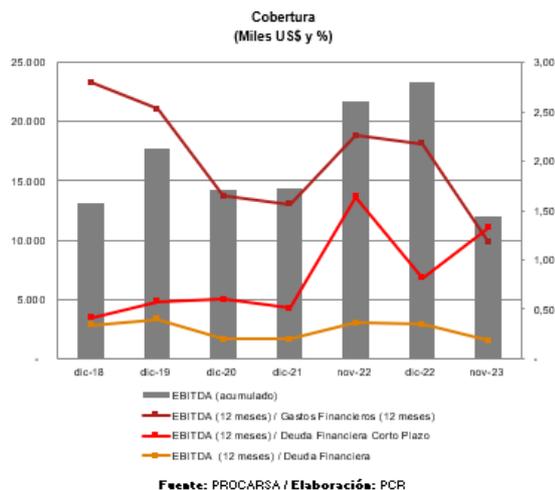
Por su parte, los gastos operacionales totalizan US\$ 11,88 millones, disminuyendo a corte interanual en -18,23% (US\$ -2,65 millones) correspondiente a gastos adheridos al giro propio del negocio y obligaciones como sueldos, horas extras, pagos de beneficios de ley, cumplimientos de ley como impuestos, y otros gastos como arrendamientos, honorarios, ajustes de inventario, depreciación, amortización, entre otros; finalizando con una utilidad operativa de US\$ 3,75 millones. En respuesta de las reducciones interanuales, la utilidad operativa se contrajo en -75,69% (US\$ -11,68 millones). No obstante, su promedio histórico es creciente en +24,67% (2018-2022).

Los gastos financieros contabilizan US\$ 10,13 millones, exhibiendo un comportamiento que contrasta con lo analizado previamente donde, su monto aumentó en +5,07% (US\$ +488,30 mil) que a su vez, se componen por intereses con (81,88%; US\$ 8,29 millones) con entidades bancarias, obligaciones emitidas, préstamos de tercero, entre otros, seguido por comisiones (6,99%; US\$ 707,34 mil), honorarios (5,86%; US\$ 593,81 mil) y otros gastos financieros (5,27%; US\$ 533,94 mil) y diferencial cambiario con el (0,001%; US\$ 35,91 mil).

A la fecha de corte, el resultado integral mantiene un monto negativo, al culminar en US\$ -5,41 millones, contrayéndose de manera importante en (-241,41%; US\$ -9,23 millones) presentando un indicador de margen neto de -3,06% disminuyendo frente al año pasado en -4,91%. Finalmente, los indicadores de rentabilidad registraron disminuciones interanuales, donde el indicador de rentabilidad sobre los activos (ROA) se situó en -3,00% contrayéndose en -4,90%; mientras que, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) con -11,12%, siendo inferior en -18,31% en el comparativo anual.

Cobertura con EBITDA:

Como antecedente; la paralización de las actividades económicas por la emergencia sanitaria decretada por el Gobierno previo, el 17 de marzo por el brote de la covid-19, hecho que conjuntamente al incendio suscitado para el penúltimo mes del año 2020, se pudo evidenciar una importante caída interanual del EBITDA acumulado a diciembre 2020 (-19,14%; US\$ -3,39 millones) totalizando en US\$ 14,30 millones. Sin embargo, para los últimos cinco años de análisis el indicador promedio se sitúa en +17,40% (2017-2021). Con este precedente, el EBITDA acumulado a noviembre 2023 es de US\$ 11,98 millones, siendo inferior a noviembre 2022 en -44,99% (US\$ -9,80 millones) considerando la utilidad operativa y la depreciación/amortización del periodo de análisis.

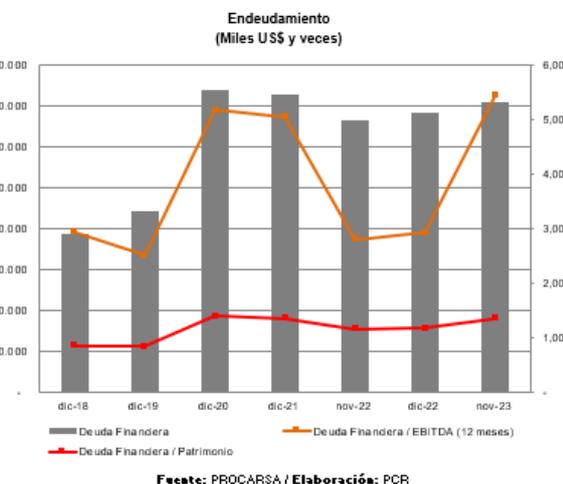


En relación con el análisis previo, la cobertura EBITDA sobre la deuda financiera a la fecha de corte se sitúa en 0,18 veces, presentando una reducción de -0,17 veces interanualmente. De tal manera que, el indicador promedio para los últimos cinco años se ubica en 0,30 veces (2018-2022).

Por su parte, hubo una disminución del desempeño del indicador de cobertura EBITDA con respecto a los gastos financieros, al registrar una cobertura de 1,18 veces, con reducción de -1,08 veces a corte interanual. Por último, la deuda financiera de ProcarSA, históricamente ha representado una de las principales fuentes de financiamiento para solventar las necesidades de capital de trabajo; por tal razón, la cobertura EBITDA frente a la deuda financiera de corto plazo es de 1,33 veces.

Endeudamiento:

Históricamente, las fuentes principales de financiamiento de Productora Cartonera S.A. ha sido el endeudamiento a través de instituciones financieras, mercado de valores y documentos, cuentas por pagar con terceros que mantiene la empresa, con la finalidad de expandir su capital de trabajo y maximizar progresivamente el volumen de ventas y participación en el sector donde desarrolla sus operaciones. Con esta premisa, para finales del año 2020 se registró un importante crecimiento de la deuda con instituciones financieras en el largo y corto plazo; señalando que el acreedor con mayor nivel de obligaciones era Cordiant Capital.



Conforme lo analizado con anterioridad, para los últimos cinco años, el indicador de apalancamiento⁷ promedio del emisor se sitúa en 2,58 veces (2018-2022) en tanto que, a noviembre 2023 el indicador de apalancamiento se ubica en 2,71 veces disminuyendo frente en -0,07 veces a corte interanual; cabe señalar que, el indicador se ubica por encima del promedio histórico (2,58 veces).

A la fecha de corte, la deuda financiera total incluye obligaciones con instituciones financieras y emisión de obligaciones. Por tal razón, la deuda totaliza US\$ 71,02 millones acorde a la información contable proporcionada por el emisor, incrementando a corte interanual en +7,09% (US\$ +4,70 millones). De tal manera, la porción a largo plazo conlleva una mayor participación (86,14%; US\$ 61,17 millones) y el restante (13,86%; US\$ 9,85 millones) corresponde a la porción de corto plazo.

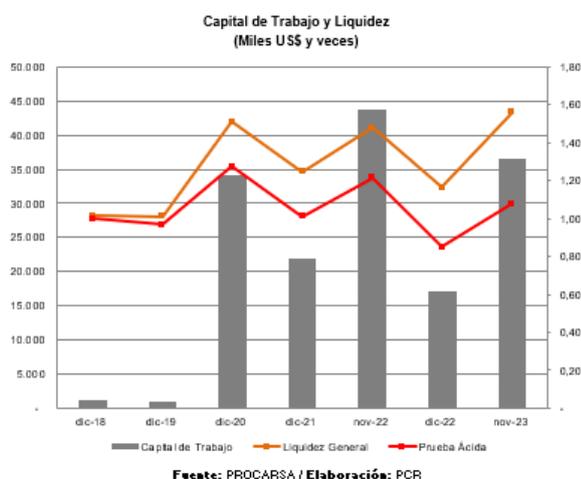
Por último, el indicador de deuda financiera con respecto al EBITDA de 5,43, con este referente, se registra un tiempo estimado que le tomaría a ProcarSA S.A. cubrir en la totalidad la deuda; siendo 5 años y medio, la empresa estaría en la facultad de cubrir su deuda, incrementándose aproximadamente en 3 años el tiempo con respecto a noviembre 2022.

⁷ Pasivo total / Patrimonio.

Liquidez y Flujo de Efectivo

Procarsa S.A. presenta indicadores de liquidez estables históricamente, ubicando a sus valores por encima de la unidad. En cuanto a los últimos cierres de año, se observa que, para el cierre de diciembre 2020 Procarsa S.A. alcanzó su nivel de liquidez general más alto (1,51 veces), hecho que se atribuye a una mayor concentración en el activo corriente. A noviembre 2023, la razón circulante de Procarsa S.A. se sitúa en 1,56 veces presentando un aumento de +0,08 veces frente a su similar periodo del año pasado (1,48 veces; noviembre 2022).

Adicionalmente, al analizar el indicador de prueba ácida, la empresa registró 1,08 veces, porcentaje que disminuye en -0,14 veces a corte interanual. Es importante mencionar que, para el análisis de la prueba ácida no se consideran los inventarios. El promedio de los últimos cinco años presenta una tendencia creciente por +1,02 veces (2018-2022).



Por otro lado, el capital de trabajo suma US\$ 36,54 millones reduciendo su valor nominal en US\$ -7,15 millones, comportamiento que obedece a la variación del activo corriente frente al pasivo corriente. Para noviembre 2023 el flujo de efectivo por actividades de operación efectuadas por el emisor suma US\$ 11,14 millones, derivado de gastos financieros, pagos por actividades de operación e impuestos y contribuciones. En la misma línea, el flujo de actividades de inversión finaliza con valores negativos al registrar US\$ -1,58 millones, por la adquisición de propiedades, planta y equipo e importes procedentes de otros activos. Consecuentemente, el flujo generado por actividades de financiamiento registra US\$ -8,19 millones debido a las entradas y salidas de efectivo, pagos de préstamos y financiación por préstamos a largo plazo. Dando como resultado final, la empresa registró un flujo de efectivo inicial por US\$ 1,80 millones, y efectivo total al finalizar noviembre 2023 por US\$ 3,17 millones.

Situación de la Emisión:

La emisión de Obligaciones fue resuelta por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas celebrada el 8 de enero del 2020.

Instrumento Calificado

Octava Emisión de Obligaciones

Con Resolución SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766 se aprueba la Emisión y el Contenido del Prospecto, autoriza la Oferta Pública y dispone su inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores con No. de inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores: 2020.G.02.002847 se aprueba la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo del programa es de 1800 días, según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
Emisor:	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
Monto de la Emisión:	US\$ 15.000.000,00						
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.						
Características:	Clase	Monto	Plazo	Tasa de interés anual	Tipo	Pago de Interés	Amortización de capital
	1	2.500.000	720 días	7,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	2	4.500.000	1.080 días	7,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
	3	4.500.000	1.440 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	4	3.500.000	1.800 días	8,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
Valor Nominal de cada Título	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$2,00), o múltiplos.						
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones contempla contrato de underwriting de mejor esfuerzo (Activa, Casa de Valores S.A.)						
Rescates Anticipados:	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.						
Sistema de Colocación:	El sistema de colocación es bursátil.						
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
Agente Estructurador y Colocador:	Activa Casa de Valores S.A.						
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.						
Destino de los Recursos:	100% Sustitución de Pasivos Financieros						
Resguardos de Ley establecidos en la Junta:	Se adoptarán los resguardos previstos en el artículo once (11), Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:						
	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
Resguardos Adicionales	3. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25; según lo establece el Artículo 11 de la Sección I, Capítulo III, Título II, libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros.						
	Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%.						
	Límite de endeudamiento: mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.						
Garantía General:	Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, vigente a partir de la autorización de Oferta Pública y hasta la redención total de los valores						
	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).						
Fecha de aprobación	13 de febrero de 2020						
Fecha de vencimiento	13 de febrero de 2025						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 8 de enero del 2020 la emisión del Octavo Programa de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, hasta por un monto de US\$ 15'000.000,00.

Destino de los Recursos:

100% para sustitución de pasivos de corto plazo.

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

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento ≥ 1
Activo Reales	189.390.069,49	1,32
Pasivo Totales	143.920.138,31	

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos Depurados	88.412.661,35	4,01
Obligaciones en Circulación	22.043.189,54	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

Resguardos Adicionales

1. Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $> 15\%$
Patrimonio	53.087.590,59	27%
Activos	197.007.728,90	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

2. Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2,5 veces el Patrimonio de la Compañía.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $\leq 2,5$
Pasivo Financiero	71.014.846,31	1,34
Patrimonio	53.087.590,59	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

3. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, vigente a partir de la autorización de Oferta Pública y hasta la redención total de los valores.

Resguardo Adicional		Cumplimiento ≥ 1
Activo Corriente	101.517.144,26	1,56
Pasivo Corriente	64.981.081,30	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

Situación de la Emisión:

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 13 de mayo de 2020 resolvió aprobar la Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 20,00 millones (veinte millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo del programa es de 1440 días.

Instrumento Calificado

Novena Emisión de Obligaciones

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 13 de mayo de 2020 resolvió aprobar la Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 20,00 millones (Veinte millones de dólares de los Estados Unidos de América), según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
Emisor:	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
Monto de la Emisión:	US\$ 20.000.000,00						
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.						
Características:	Clase	Monto	Plazo	Tasa de interés anual	Tipo	Pago de Interés	Amortización de capital
	1	7.500.000	720 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	2	7.500.000	1.080 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	3	5.000.000	1.440 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
Valor Nominal de cada Título	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$1,00), o múltiplos.						
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones contempla contrato de underwriting de mejor esfuerzo (Activalores, Casa de Valores S.A.						
Rescates Anticipados:	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.						
Sistema de Colocación:	El sistema de colocación es bursátil.						
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
Agente Estructurador y Colocador:	Activa Casa de Valores S.A.						
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.						
Destino de los Recursos:	100% Sustitución de Pasivos de Corto Plazo						
Resguardos de Ley establecidos en la Junta:	Se adoptarán los resguardos previstos en el artículo once (11), Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:						
	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
	3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.						
Resguardos Adicionales	Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%. Límite de endeudamiento: mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.						
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).						
Fecha de aprobación	8 de junio de 2020						
Fecha de vencimiento	8 de junio de 2024						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 13 de mayo del 2020 la emisión del Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, hasta por un monto de US\$ 20'000.000,00.

Destino de los Recursos:

100% para sustitución de pasivos de corto plazo.

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

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento ≥ 1
Activo Reales	189.390.069,49	1,32
Pasivo Totales	143.920.138,31	

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos Depurados	88.412.661,35	4,01
Obligaciones en Circulación	22.043.189,54	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

Resguardo Adicionales

1. Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $> 15\%$
Patrimonio	53.087.590,59	27%
Activos	197.007.728,90	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

2. Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2,5 veces el Patrimonio de la Compañía.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $\leq 2,5$
Pasivo Financiero	71.014.846,31	1,34
Patrimonio	53.087.590,59	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

Situación de la Emisión:

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 06 de julio de 2021 resolvió aprobar la Décima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo del programa es de 1440 días.

Instrumento Calificado

Décima Emisión de Obligaciones

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 06 de julio de 2021 resolvió aprobar la Décima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
Emisor:	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
Monto de la Emisión:	US\$ 15.000.000,00						
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.						
Características:	Clase	Monto	Plazo	Tasa de interés anual	Tipo	Pago de Interés	Amortización de capital
	1	15.000.000,00	1440 días	8,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
Valor Nominal de cada Título	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$1,00), o múltiplos.						
Obligaciones con la Indicación Respectiva de ser a la Orden o al Portador	No aplica. Las obligaciones estarán representadas por anotaciones en cuenta al ser desmaterializadas.						
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.						
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
Agente Estructurador y Colocador:	Plusbursátil Casa de Valores S.A.						
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.						
Destino de los Recursos:	De conformidad con lo resuelto en la Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 06 de julio de 2021, los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para sustitución de pasivos de mayor costo financiero o menor plazo que la emisión a autorizarse, financiamiento de capital de operación, consistente en la compra de maquinaria para la producción, y capital de trabajo para el abastecimiento de insumos para su elaboración.						
Resguardos de Ley establecidos en la Junta:	La Junta General Extraordinaria de Accionistas, celebrada el 06 de julio del 2021 resuelve adoptar los siguientes resguardos previstos en el artículo once (11), Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:						
	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
	3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.						
	Resguardo Voluntario: Fideicomiso mercantil de administración de cartera y flujos de cobro, para aprovisionar los flujos de los valores y sea fuente de pago a los obligacionistas.						
Límite de Endeudamiento	El emisor establece como límite al endeudamiento el compromiso de mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio, por debajo de 2,5 veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión						
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).						
Fecha de aprobación	6 de julio de 2021						
Fecha de vencimiento	6 de julio de 2025						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 6 de julio del 2021 la emisión del Décimo Programa de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, hasta por un monto de US\$ 15'000.000,00.

Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para sustitución de pasivos de mayor costo financiero o menor plazo que la emisión a autorizarse, financiamiento de capital de operación, consistente en la compra de maquinaria para la producción, y capital de trabajo para el abastecimiento de insumos para su elaboración.

Destino	Monto (US\$)
Sustitución de pasivos de mayor costo financiero o menor plazo que la emisión a autorizarse, financiamiento de capital de operación, consistente en la compra de maquinaria para la producción, y capital de trabajo para el abastecimiento de insumos para su elaboración.	15.000.000,00
TOTAL	15.000.000,00

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

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

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento ≥ 1
Activo Reales	189.390.069,49	1,32
Pasivo Totales	143.920.138,31	

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos Depurados	88.412.661,35	4,01
Obligaciones en Circulación	22.043.189,54	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

Resguardo Voluntario

Se constituyó el Fideicomiso Mercantil de Administración de Cartera y Flujos PRODUCTORA CARTONERA S.A, para aprovisionar los flujos de los valores y sea fuente de pago a los obligacionistas.

Con fecha 31 de agosto de 2021, mediante Escritura Pública, Productora Cartonera S.A., conjuntamente con Zion Administradora de Fondos y Fideicomisos, suscribieron el contrato del Fideicomiso Mercantil denominado Fideicomiso Mercantil de Administración PROCARSA, el cual consiste en un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica separado e independiente de aquel o aquellos de la constituyente, de la Fiduciaria, de los Beneficiarios o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la Fiduciaria.

El Fideicomiso Mercantil de Administración de Cartera y Flujos PROCARSA tiene por objeto recibir los flujos derivados de las facturas comerciales negociables aportadas al fideicomiso originado en las ventas a los clientes seleccionados por parte del constituyente y que, los mencionados flujos, sirvan para aprovisionar dentro de la cuenta del fideicomiso los recursos que requiere trimestralmente el constituyente, a efectos de cancelar las obligaciones a favor de los obligacionistas derivadas de la emisión de obligaciones y, en caso de que los flujos derivados del derecho de cobro de las facturas comerciales negociables a los clientes seleccionados por parte del constituyente o recursos aportados por el constituyente, no fueren suficientes para cumplir con el pago a los obligacionistas, que el derecho de cobro y todos los recursos disponibles en la cuenta del fideicomiso sean el activo que ejecute la fiduciaria en garantía.

Los flujos se podrán recibir todos los días hábiles en la cuenta del fideicomiso, la asignación de recursos por parte del fideicomiso en función del orden de prelación a favor de los respectivos destinos se hará según la periodicidad establecida en cada una de las categorías del orden de prelación.

El orden de prelación que aplicará la fiduciaria, en representación del fideicomiso, es el siguiente:

- Reponer el fondo operativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base.
- Provisionar y acumular, la suma de dinero correspondiente y necesaria para el pago del cupón o cuota trimestral inmediato posterior (amortización de capital y pago de intereses) de las obligaciones, en estricta proporción a las obligaciones que hayan sido efectivamente colocadas entre los obligacionistas.

- Con cargo a los recursos provisionados y acumulados de conformidad con lo dispuesto en la cláusula décima del fideicomiso, dicho fideicomiso proveerá los recursos de las obligaciones al agente de pago, para que proceda con el pago del cupón o cuota trimestral correspondiente.
- Siempre que las provisiones mensuales señaladas se encuentren completas al cien por ciento (100%) de su cuantía máxima, la fiduciaria restituirá o entregará al constituyente el remanente de los flujos, de existir con una periodicidad máxima de dos veces por semana. La restitución o entrega estipulada en el presente numeral, de ser posible y según los flujos lo permitan, se hará hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha en que la fiduciaria confirme que tales provisiones mensuales se encuentren completas al cien por ciento (100%) de su cuantía máxima, siempre y cuando el fideicomiso mantenga un saldo de facturas comerciales negociables vigentes, equivalentes a al menos dos cupones o cuotas trimestrales inmediatas posteriores (amortización de capital y pago de intereses) de las obligaciones.
- En caso de que, el constituyente no cumpliera con el pago de un (1) cupón o cuota trimestral, por un periodo de siete (7) días consecutivos contados a partir de la fecha de vencimiento, la fiduciaria, a petición del representante de obligacionistas, deberá iniciar el procedimiento convencional de ejecución.

De acuerdo con la información proporcionada por el emisor, existe la recaudación de los cinco clientes seleccionados para formar parte del Fideicomiso que, históricamente cuentan con un alto nivel de facturación, situación que genera una cobertura holgada sobre las cuotas trimestrales de las obligaciones (amortización de capital y pago de intereses). Los flujos recaudados de los cinco clientes del año 2022 muestran que existía una cobertura de 2,89 veces en promedio sobre las obligaciones, demostrando la capacidad de los clientes seleccionados para generar los flujos necesarios para cumplir con las cancelaciones de las obligaciones emitidas. Cabe señalar que, la rendición de cuentas se realiza de manera anualizada.

Dentro del semestre de marzo a agosto/2023 el Fideicomiso ha cumplido con lo siguiente:

- Se ha recibido recaudación de las facturas cedidas de cobro al Fideicomiso, conforme detalles enviados por PROCARSA.
- Se ha recibido el detalle de facturas de cesión de cobro al Fideicomiso, de acuerdo con el detalle entregado por PROCARSA.
- El Fideicomiso ha provisionado los valores para el séptimo cupón de pago.
- El Fideicomiso tiene en cuenta el valor de \$1,000.00 como fondo operativo.
- El Fideicomiso ha invertido el valor de las provisiones en el Fondo 30 Plus y en el banco pichincha.
- El Fideicomiso ha devuelto el remanente a Procarsa.
- El 18 de mayo del 2023 se cumple con el sexto pago a DECEVALE por el valor de \$1,098,993.84 de acuerdo con la tabla de amortización de la emisión de obligaciones entregada por PROCARSA.
- El 17 de agosto del 2023 se cumple con el séptimo pago a DECEVALE por el valor de \$1,080,442.60 de acuerdo con la tabla de amortización de la emisión de obligaciones entregada por PROCARSA.

Cliente	2019	2020	2021	2022	nov-23
Negocios Industriales Real S.A.	3.143.186,55	3.593.205,14	3.426.517,94	4.239.322,57	5.142.794,34
Promarisco S.A.	2.962.541,55	2.483.717,29	2.094.675,18	2.232.573,98	893.875,04
Ecuagreenprodex S.A.	5.454.849,86	4.639.439,55	4.396.048,77	2.164.562,76	3.344.612,31
Trinyfresh S.A.	3.308.589,50	2.248.649,56	1.154.944,99	179.018,00	0,00
La Fabril S.A.	3.491.269,93	2.503.625,44	3.391.045,89	4.067.822,88	3.828.662,59
Recaudación Total	18.360.437,39	15.468.636,98	14.463.232,77	12.883.300,19	13.209.944,28
Pago Anual Promedio Inversionistas - (Capital Intereses)	4.460.238,75	4.460.238,75	4.460.238,75	4.460.238,75	4.460.239,75
Cobertura	4,12	3,47	3,24	2,89	2,96

Fuente: PLUSBURSÁTIL Casa de Valores / Elaboración: PCR

Límite de Endeudamiento

El emisor establece como límite de endeudamiento el compromiso de mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio, por debajo de 2,5 veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Resguardo Adicional		Cumplimiento ≤ 2,5
Pasivo Financiero	71.014.846,31	1,34
Patrimonio	53.087.590,59	

Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

El detalle de los activos comprometidos de todos los valores que mantienen en circulación como consta en el Prospecto de Oferta Pública: La compañía compromete inicialmente, hasta por el monto de la emisión los activos no gravados correspondientes a cuentas por cobrar comerciales netas e inventarios:

Activos que respaldan la emisión a noviembre 2023			
Detalle de Activos Comprometidos	Valor en Libros	Monto que respalda la Emisión	Monto Activo Gravado
Cuentas por Cobrar Comerciales Neto	27.863.756,80	7.500.000,00	-
Inventario	17.724.665,40	7.500.000,00	20.575.661,69
Total Activo Gravado	45.588.422,20	15.000.000,00	20.575.661,69

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

La Emisión considera el saldo de balances de las siguientes cuentas:

- Cuentas por cobrar clientes: US\$ 27,86 millones (Valor Gravado: US\$ 0)
- Inventarios: US\$ 17,73 millones (Valor Gravado: US\$ 20.575.661,69)

A la fecha de corte, se observa una diferencia negativa entre el valor contenido en balances correspondiente a *inventarios* considerando que dicha cuenta está comprometida tanto para la Décima y Décima Primera Emisión con referencia a los activos gravados parte de los ALG, hecho que representaría un riesgo en un escenario adverso para las dos emisiones.

Descripción de cuentas

Con lo correspondiente al detalle de las cuentas por cobrar clientes proporcionada por Procarisa S.A., a noviembre 2023 contabilizan US\$ 44,58 millones sin considerar provisiones (US\$ 9,17 millones), dando como resultado una mayor concentración en los clientes no relacionados locales con 74,69% (US\$ 33,29 millones), seguido por los clientes relacionados locales con 17,04% (US\$ 7,59 millones) culminando con clientes no relacionados del exterior con 8,28% (US\$ 3,69 millones). Con relación a la cartera vencida de noviembre 2023, representan el 57,16% del total de la cartera comercial, en tanto que el 42,84% corresponde a la cartera por vencer; registrando un indicador de morosidad a noviembre 2023 de 50,07% (considerando cartera vencida mayor a 61 días) creciendo ligeramente frente a noviembre 2022 en +5,17%.

A noviembre 2023, los inventarios culminan en US\$ 17,73 millones, exhibiendo una reducción de -56,19% (US\$ -22,74 millones), producto de la disminución en lo correspondiente a materia prima -68,22% (US\$ -16,99 millones), al igual que de inventario en proceso -276,99% (US\$ -325,79 mil), inventario de bodega en combustible -46,71% (US\$ -88,53 mil) materiales e insumos -24,76% (US\$ -89,73 mil) e inventario en poder de terceros -50,00% (US\$ -872,55 mil). En este sentido, la rotación de días del inventario cuenta con un promedio de 36 días disminuyendo en 39 días frente a su similar periodo del año pasado (75 días) demostrando la velocidad en que la empresa convierte sus inventarios en ventas; considerando que, históricamente el promedio alcanza los 70 días (2018-2022).

Situación de la Emisión:

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 21 de julio de 2022 resolvió aprobar la Décima Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General y Específica del emisor. El plazo del programa es de 1800 días.

Instrumento Calificado

Décima Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 21 de julio de 2022 resolvió aprobar la Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
Emisor:	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
Monto de la Emisión:	US\$ 15.000.000,00						
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.						
Características:	Clase	Monto	Plazo	Tasa de interés anual	Tipo	Pago de Interés	Amortización de capital
	A	3.750.000,00	1080 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	B	4.950.000,00	1440 días	8,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
	C	6.300.000,00	1800 días	9,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
Valor Nominal de cada Título	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$1,00), o múltiplos.						
Obligaciones con la Indicación Respectiva de ser a la Orden o al Portador	No aplica. Las obligaciones estarán representadas por anotaciones en cuenta al ser desmaterializadas.						
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.						
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
Estructurador Financiero:	Casa de Valores Futuro FuturoCapital S.A.						
Agente Colocador:	Casa de Valores Futuro FuturoCapital S.A.						
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A						
Destino de los Recursos:	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para el pago de obligaciones con Proveedores de Papel Certificados bajo FCS.						
Resguardos de Ley establecidos en la Junta:	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
	3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.						
Límite de Endeudamiento	El Emisor quedaría obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el literal f) del art. 164 Libro II Ley de Mercado de Valores del Código Orgánico Monetario y Financiero, estableciendo para el efecto que la relación del Pasivo Total/Activo Total, no será mayor a 0.85 en el promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre, mientras se mantenga en vigencia la emisión.						
Garantía	General y Específica (consiste en un Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos, que cubrirá el ciento veinticinco por ciento del saldo en circulación).						
Fecha de aprobación	21 de julio de 2022						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 21 de julio del 2022 la emisión de la Décima Primera de Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde, hasta por un monto de US\$ 15'000.000,00.

Destino de los Recursos:

Destino	Monto (US\$)
Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para el pago de obligaciones con Proveedores de Papel Certificados bajo FCS.	15.000.000,00
TOTAL	15.000.000,00

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Resguardos de Ley

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento ≥ 1
Activo Reales	189.390.069,49	1,32
Pasivo Totales	143.920.138,31	

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

- Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos Depurados	88.412.661,35	4,01
Obligaciones en Circulación	22.043.189,54	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

Garantía General y Específica:

Se constituyó el Fideicomiso Mercantil de Administración de Cartera y Flujos PRODUCTORA CARTONERA S.A, para aprovisionar los flujos de los valores y sea fuente de pago a los obligacionistas. En la ciudad de Guayaquil, con fecha 13 de septiembre de 2022, mediante Escritura Pública de Constitución de un Fideicomiso Mercantil Irrevocable donde, la Compañía Productora Cartonera S.A., juntamente con la Compañía Fiducia S.A. suscribieron el contrato denominado "Fideicomiso Flujos de Emisión Bono Verde"; el cual, consiste en un patrimonio autónomo, separado e independiente de aquel o aquellos del constituyente, de la fiduciaria, de los beneficiarios o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la fiduciaria. El presente fideicomiso tiene por objeto principal que, los bienes y derechos aportados por la constituyente en el presente acto o en el futuro y los flujos que efectivamente lleguen a ser recibidos por el fideicomiso, sean administrados por la fiduciaria y destinados irrevocablemente al cumplimiento de las siguientes instrucciones fiduciarias:

- Registrar como de propiedad del fideicomiso, el dinero que la constituyente transfiere a favor del fideicomiso en el presente acto y el que transfiere en el futuro; así como los flujos cuando los mismos sean efectivamente recibidos por el fideicomiso; y, también, todos los activos, pasivos, contingentes, ingresos y gastos que se generen durante el desarrollo como consecuencia de la ejecución del objeto del fideicomiso
- Abrir la cuenta o cuentas a nombre del fideicomiso en cualquier institución bancaria del país designada por la constituyente y recibir en la cuenta o cuentas por parte de los clientes los flujos provenientes de las relaciones comerciales cuando los mismos se vayan generando y conforme los plazos indicados en el anexo y por parte del constituyente los demás aportes en recursos monetarios previstos en el contrato.
- Suscribir las actas de aporte a las que haya lugar, a través de las cuales se instrumentará la transferencia y cesión a favor del fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, de los derechos a percibir los flujos sobre determinadas relaciones comerciales, con determinados clientes escogidos
- Recibir directamente en la cuenta todos los flujos provenientes de las relaciones comerciales, cuando los mismos se vayan generando. se deja expresa constancia que la constituyente será la única responsable del origen y autenticidad de las relaciones comerciales, así como del efectivo cumplimiento, ejecución y cobranza de los mismos
- Destinar periódicamente el dinero existente en la cuenta, a los rubros y conceptos detallados; cancelar los tributos, costos, gastos y honorarios que se generen en el cumplimiento del objeto e instrucciones del fideicomiso; cancelar los honorarios de la fiduciaria; realizar las provisiones proporcionales mensuales necesarias, para cubrir el pago del próximo dividendo de capital e intereses correspondiente a las cuotas constantes en el anexo que la constituyente deberá pagar a los obligacionistas de los valores que el constituyente haya colocado en el mercado de valores del Ecuador en razón al proceso de emisión de obligaciones que va a desarrollar.
- Proceder a restituir a la constituyente cualquier saldo que exista en la cuenta en un plazo de hasta cuarenta y ocho horas, una vez que se hubiere terminado de pagar a los obligacionistas la totalidad de los montos determinados en el anexo; previa certificación del agente pagador, se hubieren cancelado todos los pasivos, gastos y tributos del fideicomiso; y, se hubieren cancelado en su totalidad los honorarios de la fiduciaria. también deberán realizarse tales restituciones en el evento que este fideicomiso se dé por terminado por cualquiera de las causales previstas en la cláusula décima tercera de este instrumento y en todos los casos previa cancelación de todos los honorarios, costos, gastos, tributos y pasivos generados por la constitución, administración y liquidación del

fideicomiso. los costos, gastos, honorarios y tributos que demanden estas restituciones serán de cuenta de la constituyente.

Es importante señalar que, dentro de la cláusula segunda, se estipula que será responsabilidad del constituyente el cumplimiento de estas entregas para la ejecución cabal del objeto del fideicomiso. se aclara que, en la notificación que la constituyente remitirá a cada uno de sus clientes, les hará conocer respecto de su obligación de entregar el flujo que corresponda al fideicomiso. de forma subsidiaria, a solicitud de la fiduciaria, cuando los clientes de la compañía productora cartonera s.a. en un mes, no hubieren transferido o depositado a la cuenta del fideicomiso la suma de mínima de (USD 310.000,00) o hubiesen depositado o transferido una cantidad menor a la señalada, en cuyo caso, el constituyente deberá proceder a realizar el depósito o transferencia que corresponda para completar la referida suma, dentro del plazo máximo de 48 horas antes del vencimiento del pago a los obligacionistas, para cuyo efecto la fiduciaria remitirá al constituyente una comunicación al correo electrónico que tenga registrada la fiduciaria sobre este requerimiento de pago y el valor a completar

Dentro del contrato notariado, se cuenta con un detalle de tres clientes escogidos por el constituyente para efectos del presente fideicomiso donde, se mantiene a la compañía Escobar Ruiz Cía. Ltda.; operadora y procesadora de productos marinos Omarsa S.A. y Delindecsa S.A. quienes mantienen relaciones comerciales con la constituyente y se encuentren obligadas a pagarle determinadas sumas de dinero.

De acuerdo con la información remitida a la Calificadora, se observa que el emisor ha escogido tres clientes con los cuales mantienen relaciones comerciales, situación que genera una cobertura ligeramente superior a la unidad para los periodos 2018, 2019 y 2021; mientras que, para los años 2016,2017 y 2020 su cobertura oscila entre 0,63 y 0,85 veces; hecho que la Calificadora monitoreará para las futuras revisiones con la finalidad de revisar el nivel de cobertura que brindan los tres clientes y mitigar la necesidad de que el emisor se responsabilice de pagos como se estipulaba en las condiciones referidas en párrafos anteriores.

Cabe señalar que, la rendición de cuentas se realiza de manera anualizada por lo cual, aún existe una diferencia para obtener la información considerando el año de la constitución del fideicomiso. Por tal motivo, se considerará en próximas revisiones los informes emitidos por la fiduciaria.

Al 30 de septiembre del 2023 se han recibido los FLUJOS de la CONSTITUYENTE, los mismos que sirven para provisionar y cancelar los pagos a favor de los OBLIGACIONISTAS, de conformidad con el FLUJO DE CAJA

Ciente	2019	2020	2021	2022	nov-23
Escobar Ruiz Cía.Ltda.	2.328.244	1.644.340	2.183.262	3.751.517	1.923.335,98
OMARSA S.A.	2.579.117	1.297.900	1.499.023	2.183.539	1.123.526,45
Delindecsa S.A.	2.398.714	226.859	657.296	2.823.941	228.864,54
Recaudación Total	6.287.940	7.306.075	3.169.099	4.339.581	8.758.997,43
Pago Anual Promedio Inversionistas - (Capital Intereses)	3.739.028	3.739.028	3.739.028	3.739.028	3.739.028,00
Cobertura	1,95	0,85	1,16	2,34	0,88

Fuente: FUTURO Casa de Valores / Elaboración: PCR

FIDEICOMISO FLUJOS EMISIÓN BONO VERDE							
FLUJO DE CAJA							
Al 30 de septiembre de 2023							
Meses	MAR.2023	ABR.2023	MAY.2023	JUN.2023	JUL.2023	AG.2023	SEP.2023
Saldo inicial Cta. Cte.	\$ 161.542,70	\$ 353.273,66	\$ 92.697,86	\$ 160.648,49	\$ 416.002,34	\$ 147.441,23	\$ 268.132,63
INGRESOS:							
Aportes	\$ 202.060,96	\$ 285.611,70	\$ 284.007,79	\$ 398.659,94	\$ 271.109,83	\$ 120.691,40	\$ 102.974,46
EGRESOS:							
1. Gastos bancarios	\$ -	\$ -	\$ 0,56	\$ 2,15	\$ -	\$ -	\$ 2,01
2. Pago a los obligacionistas:							
2.1 Clase A	\$ 10.330,00	\$ -		\$ 143.303,94	\$ -	\$ -	\$ 284.861,59
2.2 Clase B y C	\$ -	\$ 546.187,50			\$ 539.670,94	\$ -	\$ -
3. Excedente devuelto a PRODUCTORA CARTONERA S.A.	\$ -	\$ -	\$ 51.411,40	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
4. Honorarios Fiducia S.A.							
4.1 Por Administración	\$ -	\$ -		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.089,41
5. Inversión							
			\$ 164.645,20	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
TOTAL EGRESOS	\$ 10.330,00	\$ 546.187,50	\$ 216.057,16	\$ 143.306,09	\$ 539.670,94	\$ -	\$ 286.953,01
SALDO CTA. CTE.	\$ 353.273,66	\$ 92.697,86	\$ 160.648,49	\$ 416.002,34	\$ 147.441,23	\$ 268.132,63	\$ 84.154,08

Fuente y Elaboración: FIDUCIA

Para la presente revisión del instrumento con fecha de corte noviembre 2023 se han colocado valores correspondientes a la Décima Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde y se han realizado aportes al Fideicomiso.

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados

A continuación, se muestran las proyecciones realizadas por el estructurador financiero del estado de resultados de Productora Cartonera S.A. tomadas de la Circular de Oferta Pública de la Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – Bono Verde (Se toma la décima emisión porque es la proyección más actualizada) en un escenario conservador, que comprende los periodos 2022-2028.

Productora Cartonera S.A. es una empresa con más de 50 años de experiencia que se dedica a la elaboración y comercialización de cajas de cartón corrugado, de alta calidad gráfica y estructural, para abastecer a más de 450 clientes que operan en los diferentes sectores industriales y agroindustriales a nivel nacional e internacional. La planta industrial de 67,750 m² ubicada en el sector industrial de la provincia del Guayas, tiene una capacidad instalada para procesar 180,000 toneladas métricas de cartón al año. El corrugador BHS del emisor cuenta con una capacidad instalada para procesar 12.500 tm/mes a una velocidad máxima de 750 metros lineales/min.

De acuerdo con información proporcionada por parte de la Productora Cartonera S.A. para finales del año 2021, la empresa mantuvo una participación de mercado entre exportaciones y doméstico del 19,3% del total de la industria nacional dedicada a realizar envíos de cartón corrugado, situándose en el segundo lugar, posterior a Cartones Nacionales S.A. CARTOPEL (25,6%) quien ocupa la primera posición; ubicando en tercer lugar a Grupo Papelero Cía. Ltda. GRUPASA (18,9%) y la diferencia del 36,1% corresponde a Incarpalm, Panasa, ICE, Cransa y Cartorama.

Adicionalmente, el 02 de noviembre de 2020, en horas de la noche ocurrió un incendio en el área de bodega de materia prima y/o en el área de máquina pre-print, ocasionando un daño de aproximadamente US\$ 51,99 millones, dicha situación mantuvo sin operar aproximadamente 15 días a la entidad, el 27 de Noviembre arranca la máquina corrugadora BHS nuevamente, y se normaliza el suministro de láminas de cartón, toda la información correspondiente al proceso del cobro de los montos asegurados con Zurich Seguros se encuentra en el apartado “Incendio en Planta Durán⁸”.

Estado de Pérdidas y Ganancias Proyectado Productora Cartonera S.A. (US\$)									
Detalle	2022 proyectado	2023	nov-23	% Cum.	2024	2025	2026	2027	2028
Ventas	214.762.029	219.474.994	176.626.972	80,48%	187.209.959	205.403.431	218.173.682	227.220.941	238.959.435
Costo de ventas	182.633.863	186.553.745	161.001.655	86,30%	159.128.465	174.592.916	185.447.630	193.137.800	203.115.520
Utilidad bruta en ventas	32.128.165	32.921.249	15.625.317	47,46%	28.081.494	30.810.515	32.726.052	34.083.141	35.843.915
Gastos Operativos	16.087.179	16.826.088	11.875.532	70,58%	14.484.180	15.957.899	17.018.131	17.790.137	18.746.104
Utilidad operativa	16.040.987	16.095.161	3.749.785	23,30%	13.597.314	14.852.616	15.707.921	16.293.004	17.097.812
Gastos financieros	10.707.162	6.599.507	10.125.881	153,43%	4.919.047	3.408.759	2.394.588	1.562.611	479.756
Otros ingresos netos	1.212.797	700.000	-31.681	-4,53%	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000
Utilidad antes de impuestos	4.903.691	9.595.655	-6.407.777	-66,78%	8.778.267	11.543.857	13.413.333	14.830.393	16.718.056
Impuesto a la renta	822.516	2.039.077	998.521	48,97%	1.865.382	2.453.070	2.850.333	3.151.458	3.552.587
Utilidad neta	4.081.176	7.556.578	-5.409.256	-71,58%	6.912.885	9.090.787	10.563.000	11.678.934	13.165.469

Fuente: FUTURO Casa de Valores / Elaboración: PCR

Cabe señalar que, el monto descrito en el cuadro que antecede, para el año 2022 corresponde a las proyecciones generadas el año anterior más no al saldo real, con fines de mantener el análisis acorde a los proyectados, para el año 2023 el emisor tiene previsto alcanzar ventas por US\$ 219,47 millones donde, al a la fecha de corte cumple con el 80,48% al contabilizar un monto de US\$ 176,63 millones (real de ventas) a noviembre 2023, hecho que será monitoreado para validar el cumplimiento de las proyecciones al finalizar el año en curso.

En referencia al costo de venta presenta un cumplimiento de 86,30%, obteniendo una utilidad bruta con desempeño del 47,46% en comparación a las proyecciones. Consecuentemente, se presentan gastos operativos con un cumplimiento con respecto al proyectado de 70,58%, dando como resultado una utilidad operativa con 23,30% de desempeño. Finalmente, registra un resultado del ejercicio negativo por US\$ -- 5,41 millones a la fecha de corte, valor que incumple en -71,58% frente a la proyección final. Dicho esto, la Calificadora considera que la empresa ha presentado una diferenciación considerable respecto a las proyecciones iniciales; no obstante, para el análisis de riesgo consolidado se evalúan factores adicionales tratados a lo largo del presente informe, como desempeño integral financiero de la empresa, datos históricos, indicadores, riesgo soberano / macroeconómico nacional, ventas, pagos de los títulos valores, cumplimiento de resguardos entre otras.

⁸ La información proporcionada sobre este suceso se recogió del informe de Auditoría externa de Productora Cartonera S.A. con corte Diciembre 2020, mismo que fue elaborado por Moore & Asociados Cía. Ltda.

Garantías de las Emisión

Garantía General de la emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el valor en libros de los activos libres de gravamen al corte de 30 de noviembre de 2023, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 88,07 millones, por lo que las emisiones en circulación y los nuevos instrumentos se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

Monto máximo a emitir - al 30 de noviembre 2023		
Certificado de Activos Libres de Gravamen		
(A)	Activo total	197.007.728,900
(B)	Activo total gravado	82.034.868,095
(C)	Activos diferidos o impuestos diferidos	177.590,440
(D)	Activos en litigio	105.431,750
(E)	Monto de las impugnaciones tributarias	342.002,970
(F)	Monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador	22.043.189,540
(G)	Los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros	1.407.989,220
(H)	Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(I)	Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores	-
(J)	Las inversiones en acciones en Compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con emisor en los términos de la ley de mercado de valores y sus normas complementarias	2.825.998,500
(K)	Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	-
Total de Activos Libres de Gravamen		88.070.658,385
Monto máximo a emitir = Saldo después deducciones x 80%		70.456.526,708

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Riesgo Legal

En la página del Consejo de la Judicatura de Pichincha, el emisor en calidad de “demandado” refleja cinco procesos, dos de ellos vienen dados por haberes e indemnizaciones laborales en los años 2004 y 2010, uno por indemnización por despido intempestivo en el año 2016, uno por archivo de investigación previa y u no por cobro de facturas a favor de la Compañía INDUSTRIALES y ELECTRICOS ASOCIADOS S.A. INDUELECTRIC por un total de \$ 152,145 mil, cabe indicar que este proceso se archivó en el mismo año. Por otro lado, en calidad de “Actor / Ofendido” se observan ocho procesos desde el año 2010 hasta el mes de agosto 2020, estos vienen dados por cobro de facturas, cobro de pagaré a la orden, registro contrato de arrendamiento, concurso de acreedores, entre otros.

Activos Libres Gravamen que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

El detalle de los activos comprometidos de todos los valores que mantienen en circulación como consta en el Prospecto de Oferta Pública: La compañía compromete inicialmente, hasta por el monto de la emisión los activos no gravados correspondientes a cuentas por cobrar comerciales netas e inventarios:

Activos que respaldan la emisión a noviembre 2023			
Detalle de Activos Comprometidos	Valor en Libros	Monto que respalda la Emisión	Monto Activo Gravado
Cuentas por Cobrar Comerciales Neto	27.863.756,80	7.500.000,00	-
Inventario	17.724.665,40	7.500.000,00	20.575.661,69
Total Activo Gravado	45.588.422,20	15.000.000,00	20.575.661,69

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

La Emisión considera el saldo de balances de las siguientes cuentas:

- Cuentas por cobrar clientes: US\$ 27,86 millones (Valor Gravado: US\$ 0)
- Inventarios: US\$ 17,73 millones (Valor Gravado: US\$ 20.575.661,69)

A la fecha de corte, se observa una diferencia negativa entre el valor contenido en balances correspondiente a *inventarios* considerando que dicha cuenta está comprometida tanto para la Décima y Décima Primera Emisión con referencia a los activos gravados parte de los ALG, hecho que representaría un riesgo en un escenario adverso para las dos emisiones.

Descripción de cuentas

Con lo correspondiente al detalle de las cuentas por cobrar clientes proporcionada por Procarisa S.A., a noviembre 2023 contabilizan US\$ 44,58 millones sin considerar provisiones (US\$ 9,17 millones), dando como resultado una mayor concentración en los clientes no relacionados locales con 74,69% (US\$ 33,29 millones), seguido por los clientes relacionados locales con 17,04% (US\$ 7,59 millones) culminando con clientes no relacionados del exterior con 8,28% (US\$ 3,69 millones). Con relación a la cartera vencida de noviembre 2023, representan el 57,16% del total de la cartera comercial, en tanto que el 42,84% corresponde a la cartera por vencer; registrando un indicador de morosidad a noviembre 2023 de 50,07% (considerando cartera vencida mayor a 61 días) creciendo ligeramente frente a noviembre 2022 en +5,17%.

A noviembre 2023, los inventarios culminan en US\$ 17,73 millones, exhibiendo una reducción de -56,19% (US\$ -22,74 millones), producto de la disminución en lo correspondiente a materia prima -68,22% (US\$ -16,99 millones), al igual que de inventario en proceso -276,99% (US\$ -325,79 mil), inventario de bodega en combustible -46,71% (US\$ -88,53 mil) materiales e insumos -24,76% (US\$ -89,73 mil) e inventario en poder de terceros -50,00% (US\$ -872,55 mil). En este sentido, la rotación de días del inventario cuenta con un promedio de 36 días disminuyendo en 39 días frente a su similar periodo del año pasado (75 días) demostrando la velocidad en que la empresa convierte sus inventarios en ventas; considerando que, históricamente el promedio alcanza los 70 días (2018-2022).

Monto Máximo de Valores en Circulación

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 31 de mayo de 2023, los valores emitidos y por emitir que mantiene Productora Cartonera S.A. en el mercado de valores, se encuentran bajo el 200% de su patrimonio, según lo estipulado en la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 30 de noviembre de 2023	
Detalle	Valor
Patrimonio	53.087.582,65
200% Patrimonio	106.175.165,30
Monto no redimido de obligaciones en circulación	22.043.189,53
Monto por emitirse	-
Total Valores en Circulación y por Emitirse	22.043.189,53
Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)	41,52%

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa la segunda posición en la prelación de pagos, la cual está respaldada por los activos libres de gravamen en 0,28 veces, como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a noviembre 2023				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	2.284.506,75	22.043.189,54	48.971.656,77	37.672.284,04
Pasivo Acumulado	2.284.506,75	24.327.696,29	73.299.353,06	110.971.637,10
Fondos Líquidos (Caja y Bancos)	3.170.677,95			
Activos Libres de Gravamen	88.412.661,35			
Cobertura Fondos Líquidos	0,72	7,67	23,12	35,00
Cobertura ALG	0,03	0,28	0,83	1,26

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCRE

Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados financieros auditados de Productora Cartonera S.A. de los años 2016 a 2018 por la firma BDO Ecuador S.A. y para los períodos 2019, 2020 y 2021 por la firma Moore & Asociados Cía. Ltda. Al año 2022 la firma auditora fue BDO sin presentar salvedades. Cabe indicar que los informes de auditoría externa de los años 2018⁹ y 2020¹⁰ presentan salvedades. Adicionalmente, estados financieros internos e información interna con corte a noviembre 2022 y 2023.

⁹ Al 31 de Diciembre de 2018 la compañía mantiene US\$ 495,270 que corresponden anticipos a proveedores, rubro que presenta una antigüedad superior a 360 días, sobre los cuales la administración no proporcionó un análisis de cómo se liquidarían estos saldos. Adicionalmente, la compañía mantenía un total de US\$ 664,656 por importaciones de materia prima en tránsito y US\$ 763,482 por repuestos, sobre los cuales, nos disponía de información suficiente y competente en la cual se evidencie el tipo de negociación y fecha de llegada de las importaciones.

¹⁰ En consecuencia, al incendio ocurrido el 2 de noviembre del 2020, la Compañía al 31 de diciembre del 2020 mantiene en el rubro Cuentas por cobrar otras aproximadamente US\$23.000.000 correspondiente principalmente a los activos siniestrados. Productora Cartonera S.A. se encuentra en un proceso de reclamo administrativo ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros contra la compañía de seguros Zurich Seguros Ecuador S.A. a causa de las divergencias de criterios en cuanto a definir la cobertura en la que las partes califican al siniestro, lo cual afecta los valores que corresponden a la liquidación económica. La Compañía Productora Cartonera S.A. se encuentra reclamando el valor aproximado de US\$51.900.000 determinado por el ajustador del siniestro, mientras que la compañía Zurich Seguros Ecuador S.A. reconoce únicamente el valor de US\$3.000.000 menos el respectivo deducible. La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en base a los descargos recibidos, ha dispuesto a favor de la Compañía Productora Cartonera S.A. el pago parcial del valor reclamado por aproximadamente US\$40.250.000, lo cual ha originado que Productora Cartonera S.A. impugne los valores no reconocidos de aproximadamente US\$11.700.000

- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 8 de enero de 2020 (Aprobación Octava Emisión de Obligaciones).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 06 de julio de 2021 (Aprobación Décima Emisión de Obligaciones).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 21 de julio de 2022 (Aprobación Décima Primera Emisión de Obligaciones).
- Prospecto de Oferta Pública (VIII-X-XI Emisión) de Obligaciones a Largo Plazo.
- Declaración Juramentada de Activos que Respaldan la Emisión.
- Declaración Juramentada de Activos que Respaldan la Emisión (X -XI).
- Escritura Pública Notarizada con fecha 13 de septiembre de 2022 de constitución del Fideicomiso Flujos Emisión Bono Verde”.
- Certificado de Activos Libres de Gravamen de Productora Cartonera S.A. al 30 de noviembre de 2023.
- Carta ISSPOL notificación totalidad de pago de facturas pendientes 2022.
- Otros papeles de trabajo.

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es un mecanismo en el que se realizan todas las operaciones de inversión, dirigidas al financiamiento de diferentes actividades que generan una rentabilidad. Esto, se lo realiza a través de la emisión y negociación de valores, de corto o largo plazo, así como con operaciones realizadas de forma directa en las Bolsas de Valores. Entre las principales ventajas del mercado de valores está, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

La cultura bursátil del Ecuador no se acopla a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece este mercado, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y durante el 2020 un 13%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2021, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 15.702 millones lo que representa un 14,8% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 32,08% en comparación con su similar periodo anterior.

Para septiembre de 2022, el monto bursátil nacional negociado ascendió a US\$ 9,998 millones con una ponderación de 8,8% en el PIB. Al considerar el mercado por sector, se observa que los títulos emitidos por el sector privado se poseen una menor participación con respecto al sector público, al ponderar el 47,72%, mientras que sector público representó el 52,28%¹¹

Para septiembre de 2022, las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 47%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Bonos del Estado, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 52%. Los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional son el Comercial (29,58%), seguido del Industrial (26,05%), Servicios (12,86%), Agrícola, Ganadero, Pesquero y Maderero (11,25%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior. De todos estos emisores, aproximadamente el 82,96% corresponden a Guayas y Pichincha. Es decir, las principales ciudades del país son los primordiales dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El 2020 fue un año desafiante para el Mercado bursátil ecuatoriano, en primera instancia la Crisis Sanitaria por Covid-19 afectó a la liquidez de la economía en general, varias empresas se vieron afectadas por lo coyuntural por lo que incluso de los 333 emisores en la bolsa del país un 15% se acogió a la Resolución que emitió la Junta de Regulación Financiera en donde reprogramaron el pago de cuotas de capital con el objetivo de no ajustar la liquidez. Otro evento clave fue la intervención de varios partícipes de mercado bursátil (Casa de Valores y Depósito Centralizado de Valores) tras las investigaciones por parte de la Fiscalía y la Superintendencia de Compañías luego que el Ministerio de Gobierno emitiera sus denuncias por movimientos extrabursátiles en los que el Instituto de Seguridad Social de la Policía invirtió US\$ 532 millones; proceso que impactó negativamente la imagen del mercado.

A pesar de que durante el 2020 se observó un leve incremento en las negociaciones en comparación con el 2019, este comportamiento obedece más a transacciones de títulos del sector público. Para el 2021, la economía se reactivó paulatinamente, haciendo que el consumo de los hogares se incremente y las actividades económicas regresen a la normalidad, es así se observa que para este año se reportaron un total de US\$ 15.701,59 millones de montos negociados a nivel nacional en donde el 85% se encontraba en el mercado primario y 15% en el mercado secundario. Para septiembre de 2022 se reportaron US\$ 9.998,08

¹¹ Cifras tomadas a septiembre de 2022 de la Bolsa de Valores de Quito, *Boletines Mensuales*

millones de los cuales el 81% se encuentran en el mercado primario y el resto en el secundario.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable¹¹. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

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

Con el reporte entre enero 2023-2024, la presencia bursátil de los instrumentos que mantiene Productora Cartonera S.A. registra actividad de acuerdo con la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito. Dicha observación, 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. A continuación, se presenta el detalle al último mes negociado según corresponda:

Presencia Bursátil – corte noviembre 2023 Guayaquil								
Emisor / Originador	Instrumento	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Procarsa S.A.	Novena Emisión de Obligaciones	4	142.616,00	21	ene-2023	4	21	19,05%
Procarsa S.A.	Decima Emisión de Obligaciones	3	26.569,67	21	ene-2023	3	21	14,29%
Procarsa S.A.	Decima Primera Emisión de Obligaciones	3	5.937.525,00	23	mar-2023	1	23	4,35%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil / Elaboración: PCR

Presencia Bursátil – corte noviembre 2023 Quito								
Emisor / Originador	Instrumento	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Procarsa S.A.	Novena Emisión de Obligaciones	1	14.814,00	1	jun-23	1	22	0,04545
Procarsa S.A.	Decima Emisión de Obligaciones	1	484,85	1	ene-23	1	21	0,04762
		3	41.000,00	1	jun-23	1	22	0,04545

Fuente: Bolsa de Valores de Quito / Elaboración: PCR

La Calificadora 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.

Para medir la aceptabilidad del valor, PCR ha considerado la colocación de los instrumentos vigentes del emisor:

A noviembre de 2023, Productora Cartonera S.A. cuenta con tres instrumentos financieros en el mercado de valores.

Presencia Bursátil noviembre 2023 (US\$)				
Instrumento	Fecha de Aprobación	Monto Aprobado	Saldo de Capital	Calificaciones
VIII Emisión de Obligaciones de Productora Cartonera S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766	15.000.000	1.057.062,50	"AA" PCR
IX Emisión de Obligaciones de Productora Cartonera S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409	20.000.000	0	"AA" PCR
X Emisión de Obligaciones de Productora Cartonera S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2021-00009584	15.000.000	8.015.999,98	"AA+" PCR
XI Emisión de Obligaciones de Productora Cartonera S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008367	15.000.000	12.970.127,05	"AA+" PCR
TOTAL		65.000.000	22.043.189,53	

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Hechos de importancia

- El 2 de noviembre de 2020, se produjo una paralización de las actividades de producción por un incendio en las instalaciones de la bodega de almacenamiento de materia prima de Productora Cartonera S.A.
- El 11 de febrero del 2022 la empresa recibió el pago de US\$ 2.700.000,00 millones correspondiente al cheque entregado por la compañía Zurich dentro del Juicio de Consignación, el cual fue entregado en esa fecha luego de los desistimientos correspondientes de cada parte. El 16 de febrero del 2022, se recibió el pago de US\$ 15.185.261,65 como otro abono luego del cumplimiento de los desistimientos efectuados. El Contrato Transaccional y Finiquito antes referido, tiene la calidad de reservado y confidencial, pero es importante anotar que el valor de la indemnización acordada en el Acuerdo Transaccional es superior al 50% del valor de la resolución administrativa que indicaba un monto a pagar de US\$ 40.259.177 millones.
- A agosto 2022 el emisor cuenta con el Convenio de Facilidades de Pago firmado entre la ISSPOL y SURPAPEL CORP S.A. correspondiente a las Facturas Comerciales vencidas.

- Con fecha 24 de enero de 2023 se confirma mediante carta firmada por el Gerente General y Representante Legal de SURPAPEL CORP S.A. hacia la ISSPOL para notificar el pago total de US\$ 398.438,72 dólares, correspondientes al pago de la totalidad del valor efectivo y uso de facturas comerciales desmaterializadas. La Compañía SURPAPEL CORP S.A. ha pagado la totalidad del valor establecido en la tabla de amortización del acuerdo de Facilidades de Pago suscrito con fecha 28 de septiembre de 2022 del capital e intereses devengados de las facturas. (La información a detalle se encuentra en el apartado Facturas Comerciales Negociables del presente informe, con la información remitida por Procarisa S.A.)
- Con fecha 3 de abril de 2023 fueron designados los nuevos representantes legales de PROCARSA; José Millán Abadía como Gerente General; Cecilia Sierra Morán como Presidente y María Antonia Patiño como Vicepresidente.
- Con fecha 20 de octubre de 2023 en Junta General Extraordinaria de Accionistas se designó como miembro de la Junta Directiva de Productora Cartonera S.A. a Karen Grey Alarcón por el lapso de 5 años.

Relación con Empresas Vinculadas

Productora Cartonera S.A. tiene como empresas relacionadas a:

EMPRESAS QUE CONFORMAN EL GRUPO SURPAPEL					
Empresa	Actividad Económica	Activos	Pasivos	Patrimonio	Utilidad Neta
Cifras a diciembre 2022 (US\$)					
Productora Cartonera S.A.	Fabricación de cajas de cartón que cumple con estrictos estándares de calidad y contribuye con el desarrollo del sector exportador e industrial del país.	220.556.289	161.882.024	58.674.265	4.213.284
Surpapelcorp S.A.	Fabricación de papel con materia prima 100% reciclada y cumple con especificaciones de calidad de clase mundial.	191.763.964	152.263.458	39.500.506	2.191.201
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Su objeto social es la tenencia de activos de un grupo de empresas filiales y tener el control de la propiedad del grupo. Adicionalmente tiene por objeto ser una tenedora de acciones, también denominada Holding.	51.098.197	13.247.785	37.850.412	-154.310
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	Reciclaje de todo tipo de cartón, papel, plástico, pet, botella de plástico, chatarra, entre otros, para su comercialización y venta al por mayor y menor de los materiales de reciclamiento e inclusive actividades de reciclaje en general.	16.133.053	9.903.365	6.229.688	476.749
Escobar Ruiz Cía. Ltda. (Cartonera Pichincha)	Elaboración de productos de cartón, su industrialización y comercialización.	3.789.409	3.313.964	475.445	108.219
Stup S.A. y subsidiarias¹² (cifras a 2020)	Compra, venta, alquiler y explotación de bienes inmuebles	22.764.334	20.682.338	2.081.996	-32.807

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: PCR

Cuentas por Cobrar Relacionadas

En lo referente a las cuentas por cobrar relacionadas consolidadas (corto y largo plazo) de Procarisa suman US\$ 44,90 millones con una participación del 22,79% (consolidado) sobre el total de activos. De manera específica, las cuentas por cobrar relacionadas corrientes aumentan en +31,12% (US\$ +7,46 millones) en su comparativo anual, debido a la variación de la cuenta correspondiente a la Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. (US\$ +191,77 mil), Soluempaqués (US\$ +460,58 mil), Selap S.A. (US\$ +29,74 mil), Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. (US\$ 964,11 mil), Surpapelcorp S.A. (US\$ 4,32 millones) y Stup S.A. (1,46 millones).

En tanto que, las cuentas por cobrar relacionadas no corrientes mantienen únicamente una cuenta de Surpapelcorp S.A. que aumenta en (US\$ +7,92 millones). Para finalizar, se evidencia que existe un incremento consolidado del total de cuentas por cobrar relacionadas de US\$ +643,14 mil. A continuación, se presenta un detalle:

Cuentas por cobrar relacionadas (US\$)					
Cliente	nov-22	nov-23	Variación (US\$)	Variación (%)	Participación 2023 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	5.823.864	6.015.639	191.775	3,29%	13,40%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	2.097.966	3.062.077	964.111	45,95%	6,82%
Soluciones de Empaques SDE S.A.	1.593.230	1.611.893	18.664	1,17%	3,59%
Surpapelcorp S.A.	14.007.757	18.334.838	4.327.082	30,89%	40,83%
Soluempaqués S.A.	433.831	894.412	460.580	106,17%	1,99%
Stup S.A.	-	1.463.277	1.463.277	0,00%	3,26%
SELAP S.A.	-	29.741	29.741	0,00%	0,07%
Total cuentas por cobrar relacionadas Corto Plazo	23.956.648	31.411.878	7.455.230	31,12%	69,96%
Surpapelcorp S.A.	5.569.218	13.489.830	7.920.612	142,22%	30,04%
Total cuentas por cobrar relacionadas Largo Plazo	5.569.218	13.489.830	7.920.612	142,22%	30,04%
Total cuentas por cobrar relacionadas	29.525.866	44.901.708	15.375.842	52,08%	100,00%

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Cuentas por Pagar Relacionadas

De acuerdo con el detalle remitido por Procarisa, las cuentas por pagar partes relacionadas del corto plazo contabilizan US\$ 10,87 millones, cifra que aumenta en +131,86% (US\$ +6,18 millones) a corte interanual.

¹² Centro de Acopio ACOPRODU S.A. – Almacenamiento y depósito para todo tipo de productos.
Recicladores Industriales del Ecuador RECINDOR S.A. – Servicios de reciclaje de todo tipo.
LAMISURP S.A. – Fabricación, importación y exportación de contenedores y sus complementos.

Esta cuenta está conformada principalmente por obligaciones pendientes con su relacionada SURPAPEL CORP por US\$ -10,51 millones, además de Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A., Repapers Reciclaje del Ecuador S.A., SELAP S.A., Soluciones de Empaques SDE S.A., Soluempaqués S.A. y Surpapelcorp S.A. Además, los días de cuentas por pagar relacionadas se sitúan en 22 días a noviembre 2023, aumentando en 25 días frente a noviembre 2022 (9 días).

A continuación, se presenta un detalle de su composición para los cortes interanuales de análisis:

Cuentas por pagar relacionadas (US\$)				
Cliete	nov-22	nov-23	Variación (%)	Participación 2023 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.	1.214.782,01	988.551,69	-18,62%	-9,09%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	-308.266,08	-109.729,01	-64,40%	1,01%
SELAP S.A.	-84.019,02	-701.882,29	735,38%	6,46%
Soluciones de Empaques SDE S.A.	-	-	-	0,00%
Soluempaqués S.A.	-60.460,92	-539.396,09	792,14%	4,96%
Surpapelcorp S.A.	-5.450.511,23	-10.508.434,35	92,80%	96,67%
Total cuentas por pagar relacionadas	-4.688.475,24	-10.870.890,05	131,86%	100%

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Facturas Comerciales Negociables

Productora Cartonera S.A. ha adquirido deuda por concepto de facturas comerciales negociables a través de mercado bursátil de la Bolsa de Valores. Se detalla a continuación la propuesta de pagos mensuales a realizarse en el primer semestre del 2022

Detalle de Pagos Productora Cartonera S.A.						
Saldo Pendiente de Pago	832.589,94					
Fecha último Pago	28/12/2021					
Emisor	Año	Mes	Saldo Pendiente	Cupón	Interés Mora	Total a Pagar
Productora Cartonera S.A. (SurpapelCorp S.A.)	2021	Diciembre	832.589,94	-	-	-
	2022	Enero	693.824,95	138.764,99	7.784,72	146.549,71
		Febrero	555.059,96	138.764,99	5.342,45	144.107,44
		Marzo	416.294,97	138.764,99	4.731,89	143.496,88
		Abril	277.529,98	138.764,99	3.434,43	142.199,42
		Mayo	138.764,99	138.764,99	2.365,94	141.130,93
		Junio	-	138.764,99	1.144,81	139.909,80

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Cabe señalar que, el emisor realizó un abono a la FCN # 17587 por US\$ 214.803,10 mil a la ISSPOL con fecha de reporte (DECEVALE) el 02 de febrero de 2021.

A continuación, se presenta un detalle de las facturas pendientes de pago:

Aceptante	Fecha Emisión	Fecha Vcto	Emisor Fcn	Monto	# Operación	FCN	Status	Saldo Vigente
Procarsa	17/7/2020	16/1/2021	Surpapelcorp	698.802,27	Liq. 279389	001-003-000017643	Pendiente	698.802,27
Procarsa	30/6/2020	29/12/2020	Surpapelcorp	2.372.138,57	Liq. 278582	001-003-000017587	Pendiente	2.174.460,36
Saldo				3.070.940,84				2.873.262,63

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Adicionalmente, se realizó por parte de la Gerencia de Surpapelcorp S.A. un comunicado a la Intendencia Nacional de Mercado de Valores, donde se informa por las acciones tomadas para el pago de las facturas pendientes, de tal modo que:

- Con fecha 3 de agosto de 2022 Surpapelcorp S.A. recibió por parte del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISSPOL), el requerimiento de pago voluntario Nro. OP-2022-005-DSS-COI-ISSPOL, con el propósito de que dentro de los 10 días término, Surpapelcorp S.A. proceda al pago voluntario o solicite facilidades de pago.
- Con fecha 5 de agosto de 2022, Surpapelcorp S.A. solicitó facilidades de pago respecto al pago respecto del saldo de capital de las facturas antes mencionadas, el cual asciende a US\$ 2'873.262,63 millones.

Se detalla además que, en conformidad con el numeral 4 del artículo 24 del reglamento para el ejercicio de la potestad coactiva del instituto de seguridad social de la policía nacional, se estableció por parte de Surpapelcorp S.A. la garantía real a constituirse para garantizar el pago de las obligaciones, dentro de las facilidades de pago solicitadas.

Con este antecedente, Surpapelcorp S.A. se encontraba a la espera de que la ISSPOL resuelva sobre la solicitud de las facilidades de pago presentadas, para poder instrumentar todos los documentos que sean necesarios respecto del pago de las facturas comerciales antes mencionadas.

En base a lo antes presentado y a información proporcionada por el emisor, se observa que la deuda vigente por pagar de Procarsa S.A. se encuentra en estado vencida. No obstante, se ha realizado de la aceptación por parte de la ISSPOL en un Convenio de Facilidades de Pago donde se cita los siguiente "Sustentado en los artículos del 21 al 26 del Reglamento para el Ejercicio de la Potestad Coactiva del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional, ISSPOL; y, una vez que se ha analizado la propuesta de facilidades de pago

presentada por la Sociedad SURPAPEL CORP S.A, mediante oficios/n de 5 de agosto 2022 y su alcance ingresado con oficio s/n de 29 de agosto de 2022; se ha determinado que cumple con los parámetros establecidos en la normativa interna y a lo ordenado en el Requerimiento de Pago Voluntario Nro. OP-2022-005-DSS-COI-ISSPOL de 3 de agosto de 2022 y al encontrarnos dentro del término establecido se suscribe el presente Convenio de Facilidades de Pago; presenta cláusulas de cumplimiento”

Con fecha 16 de diciembre del 2022, mediante carta realizada por el Sr. Walter Marholz Aranguiz en calidad de Gerente General y Representante Legal de la Compañía SURPAPEL CORP S.A. dirigida al Director General del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional ISSPOL se notifica el pago de US\$ 2.652.251,83 correspondiente al pago de la totalidad del valor efectivo y rendimiento de las facturas comerciales desmaterializadas números 001-003-000017587 y 001-003-000017643 emitidas por SURPAPEL CORP S.A., cuyo inversionista es el INSTITUTO DE SEGURIDAD SOCIAL DE LA POLICIA NACIONAL, ISSPOL, valores que fueron transferidos por PROCARSA S.A. al DEPOSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.

Con fecha 24 de enero de 2023, mediante carta realizada por el Sr. Walter Marholz Aranguiz en calidad de Gerente General y Representante Legal de la Compañía SURPAPEL CORP S.A. dirigida al Director General del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional ISSPOL comunica que se realizó el pago de US\$ 398.438,72 correspondiente al pago de la totalidad del valor efectivo y uso de fondos de las facturas comerciales desmaterializadas números 001-003-000017587 y 001-003-000017643 emitidas por SURPAPEL CORP S.A., cuyo inversionista es el INSTITUTO DE SEGURIDAD SOCIAL DE LA POLICIA NACIONAL, ISSPOL, valores que fueron transferidos por PROCARSA S.A. como aceptante de las facturas cuyo comprobante de transferencia se adjuntó en la carta enviada. En consecuencia, la Compañía SURPAPEL CORP S.A. ha pagado la totalidad del valor establecido en la tabla de amortización del acuerdo de Facilidades de Pago suscrito con fecha 28 de septiembre de 2022 del capital e intereses devengados de las facturas.

Para el mes de revisión, la empresa en mención; registra FCN en calidad de emisor por un monto negocio US\$ 1,36 millones.

A continuación, se presenta el detalle:

ACEPTANTE	FECHA EMISION	FECHA LIQ.	FECHA VCTO	PLAZO	EMISOR FCN	MONTO NEGOCIADO	# OPERACIÓN	DESCRIPCION
ICE	29/9/2023	29/9/2023	7/12/2023	69	PROCARSA	53.860,07	LIQ. 318797	001-101-000005583
ICE	29/9/2023	29/9/2023	13/12/2023	75	PROCARSA	115.459,79	LIQ. 318794	001-101-000005582
ICE	19/10/2023	20/10/2023	10/4/2024	174	PROCARSA	206.606,60	LIQ. 319317	001-101-000005809
ICE	19/10/2023	20/10/2023	12/4/2024	176	PROCARSA	263.371,28	LIQ. 319318	001-101-000005810
ICE	19/10/2023	20/10/2023	15/4/2024	179	PROCARSA	264.280,79	LIQ. 319320	001-101-000005811
INDUSTRIAS ALES	14/6/2023	22/8/2023	11/12/2023	180	PROCARSA	14.054,91	LIQ. 14643	001-101-00004651
INDUSTRIAS ALES	19/6/2023	5/9/2023	16/12/2023	180	PROCARSA	14.680,99	LIQ. 15492	001-101-00004675
INDUSTRIAS ALES	19/6/2023	5/9/2023	16/12/2023	180	PROCARSA	14.651,30	LIQ. 15493	001-101-00004676
INDUSTRIAS ALES	26/6/2023	25/7/2023	23/12/2023	180	PROCARSA	20.410,56	LIQ. 317041	001-101-00004751
INDUSTRIAS ALES	27/6/2023	2/8/2023	24/12/2023	180	PROCARSA	6.655,77	LIQ. 317325	001-101-00004760
INDUSTRIAS ALES	20/7/2023	19/9/2023	16/1/2024	180	PROCARSA	18.866,15	LIQ. 318482	001-101-00004971
INDUSTRIAS ALES	20/7/2023	31/8/2023	16/1/2024	180	PROCARSA	16.092,51	LIQ. 318041	001-101-00004970
INDUSTRIAS ALES	20/7/2023	22/8/2023	16/1/2024	180	PROCARSA	4.625,90	LIQ. 14645	001-101-00004969
INDUSTRIAS ALES	26/7/2023	2/10/2023	22/1/2024	180	PROCARSA	6.225,01	LIQ. 318843	001-101-00005022
INDUSTRIAS ALES	26/7/2023	4/9/2023	22/1/2024	180	PROCARSA	14.878,57	LIQ. 15438	001-101-00005023
INDUSTRIAS ALES	26/7/2023	31/8/2023	22/1/2024	180	PROCARSA	13.927,84	LIQ. 318042	001-101-00005020
INDUSTRIAS ALES	26/7/2023	7/8/2023	22/1/2024	180	PROCARSA	8.998,37	LIQ. 13835	001-101-00005021
INDUSTRIAS ALES	28/7/2023	12/9/2023	24/1/2024	180	PROCARSA	12.003,68	LIQ. 318328	001-101-00005057
INDUSTRIAS ALES	28/7/2023	31/8/2023	24/1/2024	180	PROCARSA	19.484,62	LIQ. 318044	001-101-00005055
INDUSTRIAS ALES	7/8/2023	29/8/2023	3/2/2024	180	PROCARSA	19.000,73	LIQ. 317903	001-101-00005127
INDUSTRIAS ALES	16/8/2023	7/9/2023	12/2/2024	180	PROCARSA	13.766,64	LIQ. 15670	001-101-00005191
INDUSTRIAS ALES	22/8/2023	27/11/2023	18/2/2024	180	PROCARSA	10.460,84	LIQ. 320323	001-101-00005246
INDUSTRIAS ALES	22/8/2023	26/9/2023	18/2/2024	180	PROCARSA	18.121,35	LIQ. 318651	001-101-00005245
INDUSTRIAS ALES	28/8/2023	5/10/2023	24/2/2024	180	PROCARSA	17.754,62	LIQ. 318965	001-101-00005308
INDUSTRIAS ALES	28/8/2023	5/10/2023	24/2/2024	180	PROCARSA	14.778,83	LIQ. 318964	001-101-00005307
INDUSTRIAS ALES	30/8/2023	24/10/2023	26/2/2024	180	PROCARSA	14.687,62	LIQ. 319433	001-101-00005339
INDUSTRIAS ALES	30/8/2023	20/9/2023	26/2/2024	180	PROCARSA	15.495,02	LIQ. 318511	001-101-00005338
INDUSTRIAS ALES	18/9/2023	9/11/2023	16/3/2024	180	PROCARSA	19.742,36	LIQ. 19264	001-101-00005478
INDUSTRIAS ALES	18/9/2023	13/10/2023	16/3/2024	180	PROCARSA	14.947,61	LIQ. 17634	001-101-00005479
INDUSTRIAS ALES	28/9/2023	16/10/2023	26/3/2024	180	PROCARSA	9.656,42	LIQ. 17804	001-101-00005571
INDUSTRIAS ALES	28/9/2023	16/10/2023	26/3/2024	180	PROCARSA	8.558,56	LIQ. 17803	001-101-00005572
INDUSTRIAS ALES	29/9/2023	16/10/2023	27/3/2024	180	PROCARSA	5.414,10	LIQ. 17805	001-101-00005585
INDUSTRIAS ALES	11/10/2023	9/11/2023	8/4/2024	180	PROCARSA	18.272,75	LIQ. 19200	001-101-00005721
INDUSTRIAS ALES	17/10/2023	1/11/2023	14/4/2024	180	PROCARSA	20.126,43	LIQ. 18838	001-101-00005781
INDUSTRIAS ALES	26/10/2023	9/11/2023	23/4/2024	180	PROCARSA	13.064,23	LIQ. 19204	001-101-00005907
INDUSTRIAS ALES	26/10/2023	9/11/2023	23/4/2024	180	PROCARSA	10.660,58	LIQ. 19202	001-101-00005906
INDUSTRIAS ALES	20/11/2023	23/11/2023	18/5/2024	180	PROCARSA	16.970,07	LIQ. 20085	001-101-00006151
INDUSTRIAS ALES	20/11/2023	23/11/2023	18/5/2024	180	PROCARSA	10.296,73	LIQ. 20084	001-101-00006150

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Miembros de Comité



Econ. Yoel Acosta



Lic. Carlos Polanco



Econ. Fernanda Acosta

Anexos

ANEXO 1: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO		
	PARCIAL	TOTAL
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	204.735.101	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(172.753.386)	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)		
EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES	31.981.715	
gastos financieros (intereses pagados)	(9.637.585)	
(Otros pagos por actividades de operación)	(1.246.107)	
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagados)	(717.697)	
	(11.601.390)	
EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		20.380.325
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo		
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	(5.559.802)	
Importes procedentes de ventas de activos intangibles		
Compras de activos intangibles		
Importes procedentes de otros activos a largo plazo		
Compras de otros activos a largo plazo		
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		(5.559.802)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Otras entradas, salidas de efectivo	(6.587.900)	
Pagos de préstamos	(33.561.292)	
Financiación por préstamos a largo plazo	29.788.875	
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		(10.360.317)
VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECVTIVO		4.460.207
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO		2.816.943
SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO		7.277.149
CONCILIACIÓN DE LA UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS Y PARTIDA EXTRAORDINARIA CON EL		
Utilidad neta antes de impuestos y participación trabajadores		5.344.393
AJUSTES:		
Gasto depreciación		5.742.137
Gasto provisión incobrables		604.453
EFFECTIVO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN ANTES DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO		11.690.983
Ganancias (pérdidas) en valor razonable		6.155.871
Retenciones IVA por pagar		109.457
Retenciones Impuesto a la renta por pagar		160.546
Beneficios Laborales por pagar		2.263.468
EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		20.380.325

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

ANEXO 1: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO		
	PARCIAL	TOTAL
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN		
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	182.335.570	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(162.033.643)	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)		
EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES	20.301.927	
gastos financieros (intereses pagados)	(10.125.881)	
(Otros pagos por actividades de operación)	(31.681)	
Impuestos y Contribuciones (impuestos a las ganancias pagados)	998.521	
	(9.159.041)	
EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		11.142.887
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo		
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	(1.361.144)	
Importes procedentes de ventas de activos intangibles		
Compras de activos intangibles		
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	(225.000)	
Compras de otros activos a largo plazo		
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		(1.586.144)
FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		
Otras entradas, salidas de efectivo	(11.009.866)	
Pagos de préstamos	(47.853.204)	
Financiación por préstamos a largo plazo	50.677.012	
EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO		(8.186.058)
VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO		1.370.684
SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO		1.799.993
SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO		3.170.678
CONCILIACIÓN DE LA UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS Y PARTIDA EXTRAORDINARIA CON EL		
Utilidad neta antes de impuestos y participación trabajadores		(6.407.777)
AJUSTES:		
Gasto depreciación		7.507.827
Gasto provisión incobrables		1.718.521
EFFECTIVO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN ANTES DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO		2.818.572
Ganancias (pérdidas) en valor razonable		6.773.724
Retenciones IVA por pagar		362.422
Retenciones Impuesto a la renta por pagar		-
Beneficios Laborales por pagar		1.188.168
EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS		11.142.887

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Anexo: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)							
PROCARSA							
Estados Financieros Individuales	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	nov-22	dic-22	nov-23
Balance General							
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.325	3.436	3.573	2.817	7.277	1.800	3.171
Inversiones corrientes	500	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar clientes	31.103	30.035	17.415	29.030	34.174	29.798	27.864
Anticipos a Proveedores	-	-	-	1.507	11.281	3.324	7.225
Otras cuentas por cobrar	2.348	3.148	26.298	27.558	3.477	2.867	1.882
Cuentas por cobrar partes relacionadas	1.158	3.624	15.854	21.123	23.957	32.867	31.412
Inventarios	32.782	31.764	26.532	17.512	40.460	36.100	17.725
Impuestos por recuperar	5.490	3.544	5.975	9.430	8.667	8.730	6.885
Activos disponibles para la venta	2.962	5.001	5.001	-	4.861	4.841	4.621
Otros activos corrientes	1.212	1.529	329	1.866	533	506	732
Activo Corriente Prueba Ácida	77.722	78.456	85.122	89.719	110.731	87.966	70.105
Total Activo Corriente	78.880	82.081	100.977	110.842	134.688	120.832	101.517
Propiedades y equipos	77.561	81.263	73.724	78.552	76.467	82.982	77.373
Inversiones en asociadas	2.601	2.601	2.601	2.601	2.601	2.601	2.826
Cuentas por cobrar partes relacionadas	-	4.650	13.183	14.018	5.569	14.085	13.490
Otros activos no corrientes	464	807	610	324	92	56	1.801
Total Activo No Corriente	80.626	89.321	90.118	95.495	84.729	99.724	95.491
Total Activo	159.507	171.402	191.095	206.337	219.416	220.556	197.008
Proveedores	32.939	14.716	26.692	40.574	59.965	54.859	37.672
Otras cuentas por pagar	3.695	30.252	2.911	11.173	11.825	8.821	6.593
Cuentas por pagar partes relacionadas	6.666	3.514	12.424	7.141	4.688	11.340	10.871
Obligaciones financieras Corto Plazo	10.992	10.183	9.187	15.265	7.480	6.693	9.551
Porción corriente de Deuda a Corto Plazo	20.745	20.278	14.549	13.018	7.042	21.955	293
Beneficios a empleados	1.431	1.940	1.092	802	-	-	-
Pasivos por impuestos corrientes	1.309	321	28	896	-	-	-
Total Pasivo Corriente	77.778	81.204	66.884	88.870	91.000	103.668	64.981
Proveedores	17.532	10.515	5.676	7.270	10.020	8.631	8.548
Otras cuentas y documentos por pagar	-	-	550	-	5.078	6.234	5.235
Cuentas por pagar partes relacionadas	3.764	3.159	5.191	2.819	-	-	-
Obligaciones financieras Largo Plazo	1.175	9.191	35.341	34.896	51.790	39.543	61.170
Obligaciones emitidas	5.542	4.500	14.927	9.394	-	-	-
Obligaciones por beneficios definidos	2.357	2.638	2.728	3.320	3.501	3.806	3.986
Impuestos diferidos	5.738	7.133	6.598	5.566	-	-	-
Total Pasivo No Corriente	36.108	37.135	71.010	63.265	70.389	58.214	78.939
Total Pasivo	113.885	118.339	137.894	152.134	161.389	161.882	143.920
Capital Social	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559
Reservas	4.232	4.506	4.953	4.953	5.053	5.053	5.474
Otros Resultados Integrales	-	-	-	-	-	-	-
Resultados acumulados	13.831	20.998	20.689	21.691	25.416	26.063	20.055
Total Patrimonio	45.621	53.063	53.200	54.202	58.028	58.674	53.088
Deuda Financiera	38.454	44.152	74.004	72.573	66.311	68.191	71.015
Corto Plazo	31.737	30.461	23.737	28.283	14.521	28.648	9.845
Largo Plazo	6.717	13.691	50.267	44.290	51.790	39.543	61.170
Estado de Ganancia y Pérdidas							
Ingresos Operacionales	155.348	169.618	143.085	182.765	207.588	227.055	176.627
(-) Costos de ventas	134.289	142.436	123.427	159.470	177.638	196.067	161.002
Utilidad Bruta	21.060	27.182	19.658	23.295	29.950	30.987	15.625
(-) Gastos operacionales	12.377	14.528	11.191	14.746	14.523	14.233	11.876
Utilidad Operativa	8.683	12.654	8.467	8.549	15.427	16.754	3.750
(-) Gastos Financieros	4.689	6.996	8.690	9.221	9.638	10.768	10.126
Otros Ingresos	-482	80	571	1.212	-445	-319	-32
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	3.512	5.738	349	540	5.344	5.667	-6.408
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto a la Renta	771	1.409	211	462	-1.519	1.454	999
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2.741	4.329	137	1.002	3.825	4.213	-5.409
(-) Otros Resultados Integrales	517	7.412	-	-	-	-	-
Total Resultado Integral del Período	3.258	11.741	137	1.002	3.825	4.213	-5.409

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Anexo: Márgenes e Indicadores Financieros (%. Miles US\$, veces y días)							
PROCARSA							
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	nov-22	dic-22	nov-23
Márgenes							
Costos de Venta / Ingresos	86,44%	83,97%	86,26%	87,25%	85,57%	86,35%	91,15%
Margen Bruto	13,56%	16,03%	13,74%	12,75%	14,43%	13,65%	8,85%
Gastos Operacionales / Ingresos	7,97%	8,57%	7,82%	8,07%	7,00%	6,27%	6,72%
Margen EBIT	5,59%	7,46%	5,92%	4,68%	7,43%	7,38%	2,12%
Gastos Financieros / Ingresos	3,02%	4,12%	6,07%	5,05%	4,64%	4,74%	5,73%
Margen Neto	2,10%	6,92%	0,10%	0,55%	1,84%	1,86%	-3,06%
Margen EBITDA	8,44%	10,43%	9,99%	7,88%	10,49%	10,31%	6,78%
EBITDA y Cobertura							
Depreciación y Amortización	4.431	5.032	5.834	5.847	6.347	6.649	8.228
EBITDA (12 meses)	13.114	17.687	14.301	14.395	23.753	23.404	13.066
EBITDA (acumulado)	13.114	17.687	14.301	14.395	21.773	23.404	11.978
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	2,80	2,53	1,65	1,56	2,26	2,17	1,18
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,41	0,58	0,60	0,51	1,64	0,82	1,33
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,34	0,40	0,19	0,20	0,36	0,34	0,18
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,12	0,15	0,10	0,09	0,15	0,14	0,09
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,68	0,69	0,49	0,58	0,56	0,64	0,45
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,32	0,31	0,51	0,42	0,44	0,36	0,55
Deuda Financiera / Patrimonio	0,84	0,83	1,39	1,34	1,14	1,16	1,34
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,34	0,37	0,54	0,48	0,41	0,42	0,49
Pasivo Total / Capital Social	4,13	4,29	5,00	5,52	5,86	5,87	5,22
Pasivo Total / Patrimonio	2,50	2,23	2,59	2,81	2,78	2,76	2,71
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2,93	2,50	5,17	5,04	2,79	2,91	5,43
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	8,68	6,69	9,64	10,57	6,79	6,92	11,01
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	2,04%	6,85%	0,07%	0,49%	1,90%	1,91%	-3,00%
ROE (12 meses)	7,14%	22,13%	0,26%	1,85%	7,19%	7,18%	-11,12%
Liquidez							
Liquidez General	1,01	1,01	1,51	1,25	1,48	1,17	1,56
Prueba Ácida	1,00	0,97	1,27	1,01	1,22	0,85	1,08
Capital de Trabajo	1.103	877	34.092	21.973	43.688	17.165	36.536
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	72	64	44	57	54	47	52
Días de Cuentas por Cobrar Relacionadas	3	8	40	42	38	52	59
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	88	37	78	92	111	101	77
Días de Cuentas por Pagar Relacionadas	18	9	36	16	9	21	22
Días de Inventarios	88	80	77	40	75	66	36
Ciclo de conversión de efectivo	56	106	47	31	47	44	48
Flujo de Efectivo							
Flujo Operativo	(3.826)	571	(30.171)	8.905	20.380	7.373	11.143
Flujo de Inversión	(4.101)	(4.658)	(1.421)	(5.646)	(5.560)	(2.382)	(1.586)
Flujo de Financiamiento	8.505	5.698	31.729	(4.015)	(10.360)	(5.558)	(8.186)
Saldo al inicio del período	746	1.825	3.436	3.573	2.817	2.817	1.800
Saldo al final del período	1.325	3.436	3.573	2.817	7.277	1.800	3.171

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Atentamente,



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



Ing. Alan Aguirre
Analista de Riesgo