

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

PRODUCTORA CARTONERA S.A.

OCTAVA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Analista Responsable

Econ. Mario Zambrano

mzambrano@summagrupo.com

Fecha de Comité

22 de julio de 2020

Periodo de Evaluación

Al 31 de mayo de 2020

Contenido

RESUMEN	2
RACIONALIDAD	2
DESCRIPCIÓN DE EMISOR	5
DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	5
RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO	11
RIESGO SECTORIAL	11
ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE	13
RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL	17
ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA	18
ANÁLISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO	23
ANEXOS	26

RESUMEN

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Octava Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AAA-	Actualización	AAA-

Categoría: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente 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.

Tendencia de la Categoría: Menos (-)

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Octava Emisión de Obligaciones de la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Quince Millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 15.000.000,00) para la Octava Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo AAA con tendencia “-” para la Octava Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

RACIONALIDAD

Riesgo del Entorno Económico: Alto

- Las perspectivas de decrecimiento económico para el Ecuador son superiores al 7% debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y la insostenibilidad financiera que atraviesa el país.
- La fuerte contracción de los ingresos del Estado debido a la disminución significativa de los ingresos petroleros y al impacto de la emergencia nacional, incrementa el déficit fiscal y presiona la planificación presupuestaria del Gobierno Nacional; aumentando consecuentemente las necesidades de reestructuración de la deuda y financiamiento externo adicional.
- La reducción de las calificaciones de riesgo soberano para Ecuador, en base a la alta probabilidad del no pago de intereses y la reestructuración de la deuda con los tenedores de bono, afectaron la cotización de los instrumentos de financiamiento del país.
- En abril del 2020, la deuda agregada fue de USD 57.182 millones (59,2% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna.
- El 6 de julio de 2020 se reestructuró la deuda con el grupo más grande de tenedores de bono. Dicha reestructuración contempla reducir la deuda en USD 1.514 millones, bajar la tasa de interés de 9,3% a 5,2%, ampliar el plazo de vencimiento por 10 años más y 5 años de gracia para pago de capital.

- El Gobierno Nacional estableció un mecanismo de bandas de precios, y ha puesto en debate medidas complementarias (como la monetización de activos o subida del IVA), las cuales en conjunto con la Ley Orgánica para el Ordenamiento de las Finanzas Públicas y la reestructuración de la deuda, buscan alivianar las presiones de liquidez y solidificar la sostenibilidad del estado en el largo plazo.
- La polaridad entre sectores políticos frente a las posturas tomadas en la crisis, la alta tasa de desempleo, los escándalos de corrupción y la incertidumbre electoral configura un escenario de disgregación social en el país.

Riesgo Sectorial:

- La demanda del sector guarda estrecha relación con el nivel de intensidad comercial del país. El nivel de negociación de los clientes es elevado dada la poca diferenciación de productos. La diferenciación de los competidores del sector radica en la estrategia de costos.
- El poco desarrollo de la industria de fabricación de la pulpa de papel en el país genera una alta dependencia a su importación, ya que es requerida como materia prima para diferentes productos de la industria.
- Las barreras de entrada del sector de fabricación de papel y cartón son altas. Los elevados costos fijos, inversión inicial significativa, y las economías de escala limitan la entrada de nuevas empresas. Una mayor consciencia ambiental incentiva el uso de productos y empaques biodegradables; sin embargo, el cambio tecnológico y los hábitos de consumo de las personas han transformados sus preferencias girando en torno a los productos digitales
- Las 5 principales empresas del sector concentraron el 95,20% del mercado. Es importante destacar que el sector es reducido en lo que respecta al número de participantes del mismo (29 empresas).
- Las expectativas de crecimiento para el sector se deterioraron levemente; no obstante, debido al buen desempeño de los sectores relacionados dichas expectativas se proyectan superiores al 5% para el presente año.

Riesgo Posición del Emisor y Garante:

- La empresa cuenta con amplia experiencia (más de 50 años) y entre los líderes del sector. Productora Cartonera S.A. es parte de un grupo empresarial (Grupo Surpapel) permitiéndole de esta manera tener optimización de costos por la integración vertical existente en la cadena de valor.
- El emisor cuenta con una participación de mercado del 19,01% en productos de exportación y de uso doméstico.
- Productora Cartonera S.A. produce cajas de cartón corrugado para la protección y embalaje de productos desde el empaque hasta la venta final. Actualmente, la compañía es líder a nivel nacional en este mercado, cuyos productos están destinados principalmente al sector exportador y doméstico.
- En lo que respecta a los principales clientes de la empresa se evidencia una alta concentración de la demanda en empresas del sector bananero. La composición de los clientes se mantiene constante en el comparativo acumulado a mayo de 2020.
- La política de cuentas por cobrar de PRODUCTORA CARTONERA S.A. varía acorde a los contratos y las líneas de negocio existentes. Al mes de mayo de 2020 las cuentas por cobrar de la empresa ascienden a USD 35,38 millones.
- El Grupo Surpapel (principal proveedor) cuenta con un Molino de papel el cual abastece el mercado local con la capacidad requerida para asegurar la demanda de la empresa.
- El sector en el que se desempeña la empresa se considera como defensivo. El emisor espera un crecimiento del 10% en ventas para el presente año.
- La rentabilidad de la empresa se deterioró presentando una utilidad neta de USD 745 mil al corte de la información. El aumento de los gastos operativos, así como de los gastos financieros en el comparativo entre mayo 2020 el mismo mes del 2019 son factores que explican el deterioro en mención.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial:

- La estructura accionarial de la empresa se concentra mayoritariamente accionistas institucionales. Productora Cartonera S.A. tienen participación de capital en 3 sociedades, mismas que guardan relación estratégica con el giro de negocio de la empresa.
- Productora Cartonera S.A. mantiene directrices provenientes de la Junta General de Accionistas y un Directorio. Así mismo, ha implementado comités gerenciales y operativos por área, que fortalecen la planificación ordenada y la continuidad del negocio.
- Se evidencia periodicidad en las reuniones de la plana directiva y gerencial. La empresa posee una administración estable con una alta gerencia experimentada y relacionada en el sector donde opera la empresa.
- La cultura organizacional de la empresa es sólida y está orientada a valores de excelencia, responsabilidad y crecimiento continuo.
- La estrategia de la empresa se enfoca en la integración con los clientes, maximización de capacidad instalada y minimización de costos.

Riesgo de la Estructura Financiera:

- A diciembre del 2019 los activos de la empresa presentaron un valor de USD 187,57 millones, mostrando una tendencia creciente constante desde el 2017 y ubicándose por encima del promedio del sector.
- Al corte de la información las cuentas por cobrar fueron de USD 41,87 millones y se concentran en un 57,49% en cartera vencida (35,35% de esta vencida a más de 90 días). A pesar de la pandemia, la empresa ha mantenido niveles de recuperación de cartera cercanos a los estándares normales.
- Históricamente la empresa ha enfocado su estrategia de fondeo en el corto plazo; no obstante, se evidencia una tendencia de reestructuración del pasivo al largo plazo en el mes de mayo de 2020.
- Los pasivos no corrientes mostraron un crecimiento del 71,59% en mayo de 2020 con respecto al mismo mes del 2019. Este crecimiento se explica por las variaciones en el pasivo con costo a largo plazo, mismo que fue de USD 40 millones al corte de la información.
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 1,57; representando un decrecimiento sustancial con respecto a mayo de 2019 (3,00).
- El ratio Deuda/Ebitda al corte de la información fue de 4,85 al corte de la información, representando un deterioro con respecto a diciembre y mayo del 2019 (periodo en donde el indicador fue de 3,35 y 2,42 respectivamente).
- Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor no presenta problemas para redimir el pasivo con costo.

Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado:

- El promedio semestral de liquidez a la fecha de corte de la información fue de 1,22 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. Por su parte el capital de trabajo fue de USD 27,913 millones al corte de la información; se evidencia una tendencia creciente del indicador. Por su parte, la prueba ácida presentó un valor de 0,88 al mes de mayo del 2020.
- A la fecha de corte de la información, la empresa cumplió con todas las garantías y resguardos de ley.
- La presente emisión cuenta con garantía específica correspondiente a una prenda industrial de maquinaria por la suma de USD 7,06 millones, de acuerdo al avalúo.
- Se evidencia un crecimiento de la morosidad de cartera a más de 90 días, misma que presentó un saldo al 31 de mayo de 2020 de USD 14,8 millones representando el 35,35% del total de cartera.
- Entre los riesgos previsible se debe considerar el posible retraso al momento de desaduanizar los productos importados, generaría un atraso en la logística y los procesos implementados por la empresa; así como la implementación de posibles medidas arancelarias

o salvaguardas que encarezca el costo de la materia prima importada, incrementando los costos de producción.

DESCRIPCIÓN DE EMISOR

Productora Cartonera S.A., se constituyó el 19 de marzo de 1965. Se dedica a la fabricación y comercialización de empaques de cartón corrugado, brinda un completa solución de empaques que incluye el transporte, protección, exhibición y promoción de los productos de sus clientes.

Una estructura integrada y un enfoque de ciclo cerrado garantizan que el papel y los empaques de cartón corrugado se reciclen de forma responsable, eficiente y confiable. Con más de 50 años de experiencia, PROCARSA está posicionada como una de las empresas líderes de la industria cartonera, aportando soluciones innovadoras e integrales; dirigidas al mercado local y global.

Con un total de 600 empleados, Productora Cartonera S.A., hasta el 31 de mayo de 2020 tiene ventas de más de US\$ 69 millones de dólares.

Hechos Relevantes

En contexto a la emergencia sanitaria provocada por la pandemia coronavirus (Covid-19) Productora Cartonera S.A determinó un plan de contingencia orientado a garantizar la seguridad del personal, operaciones, suministros, asociados.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Emisión de Obligaciones

PRODUCTORA CARTONERA S.A.				
OCTAVA EMISIÓN DE OBLIGACIONES				
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta USD 15,000,000.00			
Monto no Redimido	USD 12.368.588			
Resolución de Aprobación	SCVS-INMV-DNAR-202000001766			
Junta de Accionistas	8/1/2020			
Títulos de las Obligaciones	Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.			
Plazo del programa	Clase 1: 720 días	Clase 2: 1.080 días	Clase 3: 1.440 días	Clase 4: 1.800 días
Rescates Anticipados	La presente emisión de obligaciones no contempla sorteos ni rescates anticipados.			
Contrato Underwriting	No contempla contrato de underwriting			
Tipo de Oferta	Pública			
Sistema de Colocación	Bursátil			
Tasa de Interés	Clase 1: 7,00% Fija Anual	Clase 2: 7,50% Fija Anual	Clase 3: 8,00% Fija Anual	
			Clase 4: 8,50% Fija Anual	
Agente Colocador	Activa Asesoría e Intermediación de Valores, Activalores Casa de Valores S.A.			
Agente Estructurador y Legal	Activa Asesoría e Intermediación de Valores, Activalores Casa de Valores S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.			
Tipo de Garantía	Garantía General y Específica			
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales			
Destino de los Recursos	Se destinarán en un 100% para sustitución de Pasivos Financieros.			

Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados
Garantía Específica	La garantía específica consiste en una garantía de prenda industrial de maquinaria
Emisiones en circulación	Cuarta Emisión de Papel Comercial; USD 15 millones, Vencimiento 2020
	Quinta Emisión de Obligaciones; USD 7 millones, Vencimiento 2022
	Sexta Emisión de Obligaciones; USD 5 millones, Vencimiento 2022
	Séptima Emisión de Obligaciones; USD 5 millones, Vencimiento 2022
	Octava Emisión de Obligaciones; USD 15 millones, Vencimiento 2025

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente¹, los valores emitidos contarán con una Garantía General y Garantía Específica otorgada por PRODUCTORA CARTONERA S.A. La compañía se compromete también a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa.

Al 31 de mayo de 2020, PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentó un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de interés equivalente al 30,21% de los Activos de la empresa. De acuerdo con la información de Estructuración Financiera, se estima un crecimiento en ventas del 10% para el periodo 2020.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de PRODUCTORA CARTONERA S.A. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de todos los valores en circulación.

El 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 82,06 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 2,34 veces sobre el saldo de capital de las obligaciones en circulación, mientras que el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 3,93 veces, cumpliendo con lo estipulado en la normativa vigente.

Procesos Legales Activos

La compañía Productora Cartonera S.A., no presenta procesos legales activos que configuren un riesgo al desenvolvimiento de la empresa. A la fecha de corte de la información la empresa cumplió con sus obligaciones patronales y tributarias.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

La emergencia sanitaria provocada por la pandemia COVID-19 (coronavirus), el complicado ambiente macroeconómico y político, la caída del precio del petróleo y la ruptura de los Oleoductos de Crudos Pesados han generado un constante deterioro en las calificaciones de riesgo soberano del Ecuador. En febrero del 2020, la calificadora de riesgos Moody's redujo la calificación soberana de "B3" a "Caa1" y la perspectiva de negativa a estable para el país. Entre los principales factores que se consideraron para la degradación se evidencia el limitado acceso a los mercados financieros internacionales, un calendario de amortizaciones de deuda por pagar "desafiante", y la resistencia que enfrenta el gobierno para realizar ajustes.

Debido a la rápida y creciente propagación del coronavirus, la emergencia mundial generó un deterioro "sin precedentes" en las perspectivas económicas mundiales; considerando que el Ecuador

¹ Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero

es uno de los países más afectados por la crisis, el 3 de abril del 2020 la calificadora emite una nueva actualización de criterio con respecto a los riesgos soberanos. Moody's bajó la calificación de riesgos de "Caa1" a "Caa3" alegando: altas probabilidades de reestructuración de la deuda, estimaciones de decrecimiento económico, niveles históricos máximos de riesgo país, solicitudes adicionales de instrumentos de financiamiento rápido (FMI) y altas expectativas de pérdida para los inversores.

Por su parte, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's degradó la nota de calificación soberana del Ecuador pasando de "B-" a "CCC-/C", posterior al anuncio de las autoridades del país de acogerse al "periodo de gracia" para atrasar el pago de intereses de los bonos 2022, 2025 y 2030. Además, se colocó a las calificaciones crediticias soberanas en "CreditWatch" (relacionado al riesgo adicional de una baja al nivel de incumplimiento selectivo) por la incertidumbre política, ya que algunos sectores de oposición solicitaron al gobierno suspender temporalmente el pago de la deuda.

Standard & Poor's luego del envío de "solicitud de consentimiento" a los tenedores de la deuda el 8 de abril de 2020, decidió el 13 de abril de 2020 rebajar una vez más la calificación de la deuda soberana de "CCC-/C" a "SD/SD", ya que el anuncio asegura casi por completo el no pago de los intereses pospuestos de los bonos 2022, 2025 y 2030 (dentro de los 30 días de plazo). La calificadora hace énfasis en que las presiones de liquidez siguen en aumento, y consecuentemente a aquello, las amplias necesidades de financiamiento presupuestal de Ecuador también se agudizan. Posterior al acuerdo entre los acreedores externos y el gobierno nacional para diferir en cuatro meses los próximos pagos, la calificadora Fitch rebaja la calificación de riesgos soberanos a "RD" (Default Restringido) el 20 de abril.

El Gobierno Nacional anunció el 6 de julio una importante reestructuración de la deuda con el grupo más grande de tenedores de bono. El Ejecutivo detalló que dicha reestructuración contempla reducir la deuda en USD 1.514 millones, bajar la tasa de interés de 9,3% a 5,2%, ampliar el plazo de vencimiento por 10 años más y 5 años de gracia para pago de capital. A pesar de este importante logro para aliviar las presiones de liquidez, el acuerdo en mención es insuficiente para alcanzar sostenibilidad en las finanzas públicas debido a la dependencia del petróleo, los pagos de intereses en el corto plazo, las disminuidas reservas internacionales y la incertidumbre política-electoral que atraviesa el país.

Tabla 2 Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador			
Línea de Tiempo	S&P	FITCH	MOODY'S
06/02/2020			La calificación de riesgos baja de B3 a Caa1
04/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B a B-		
19/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de B- a CCC	
24/03/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CCC a CC	
25/03/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de B- a CCC-/C		
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
09/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de CC a C	
13/04/2020	La calificación de los bonos soberanos baja de CCC-/C a SD/SD		
20/04/2020		Se rebaja la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de C a RD	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La proforma presupuestaria 2020 proyectaba una distribución de ingresos la cual corresponde el 7,64% a capital, 25,16% a financiamiento y 67,19% a ingresos corrientes. Los egresos correspondían a 8% a inversión, 13% a capital, 16% aplicación de financiamiento y el 63% a corrientes, asumiendo un precio del barril de petróleo de USD 51.

Bajo el nuevo escenario económico producto de la pandemia del coronavirus que trajo consigo una serie de eventos sistémicos adversos, los ingresos proyectados para este año se verán considerablemente afectados por la caída del precio del petróleo a niveles históricos y por la inminente reducción que existirá en la recaudación del IVA y del Impuesto a la Renta por la contracción económica. Según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el Producto Interno Bruto decreció en 0,1% en el 2019, mientras que la demanda interna nacional presentó tasas negativas de variación desde el último trimestre del 2018 hasta el cierre del año 2019 (generadas principalmente por el decrecimiento significativo del gasto público y la formación bruta de capitales fijo).

Debido a una serie de sucesos externos al desenvolvimiento natural del dinamismo económico ecuatoriano en los últimos meses, las proyecciones de crecimiento se han reconfigurado. Dado que el Ecuador es uno de los países más afectados por la pandemia coronavirus (lo cual ha agravado sus necesidades económicas y modificado su planificación presupuestaria), la mayoría de las entidades internacionales y el gobierno nacional proyectan decrecimiento económico para el 2020. Goldman Sachs estima un decrecimiento del PIB del Ecuador de -7,5%, mientras que el gobierno estipula un decrecimiento más conservador al ubicar la estimación en -7%. El Banco mundial y el Fondo Monetario internacional también realizaron estimaciones en base al escenario reconfigurado y estipularon decrecimientos del Producto Interno Bruto en -7,4% y -6,30% respectivamente. Se estima que en caso de extenderse la emergencia sanitaria por más de dos meses el decrecimiento económico podría ser de -9,63%. Al momento, la economía ecuatoriana se encuentra en contracción y la incertidumbre económica impide realizar proyecciones de crecimiento en el largo plazo que indiquen la temporalidad o cambio del ciclo económico con certeza.

Los indicadores agregados guardan estrecha relación con los indicadores de rendimiento del sector productivo, el número de empresas a nivel nacional se redujo en promedio anualmente 1,5%; cifra conexas a la variación de la demanda nacional agregada. La concentración de las exportaciones en bienes, y no en servicios, aumenta la magnitud de la afectación en el sector externo provocada por el COVID-19. A pesar de que la gama de productos exportables ha aumentado, cerca del 80% de las exportaciones se sigue concentrando en petróleo y productos primarios tradicionales.

La reactivación del sector productivo y comercial se ha visto obstaculizada en los últimos trimestres por; afectaciones cercanas a los USD 821,68 millones producto del paro nacional ocurrido del 3 al 14 de octubre de 2019, la contracción de la demanda mencionada, caída del precio del petróleo, y la desaceleración sustancial de la actividad económica producto de la crisis sanitaria. La estructura económica también juega un papel fundamental al ser poco flexible, según el Reporte Competitividad Global, el Ecuador presenta una calificación de 49,6/141 puntos en el coeficiente de flexibilidad del mercado laboral. Debido a las restricciones de movilidad existentes a nivel nacional e internacional implantadas para detener el avance del coronavirus, el sector comercial y las empresas que dependen de insumos intermedios importados pueden tener afectaciones mayores.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

Respecto a la cuenta corriente, esta presentó un valor negativo consolidado para el año 2019 de USD -78,7 millones, esta cifra se ve influida por el saldo negativo en la balanza de servicios y en la de renta. Por su parte, la cuenta de capital y financiera tuvieron un superávit de USD 83,6 millones y USD 73,2 millones respectivamente. Cabe indicar que al final del último trimestre del 2019 se producen salidas por pagos de deuda y la inversión extranjera se mantiene en bajos niveles en relación con el PIB, por

lo que el resultado de la cuenta de cuenta de capital y financiera continuará dependiendo del flujo de deuda adquirido. La razón “Cuenta Corriente/PIB” refleja una tendencia cíclica relacionada al crecimiento económico, presentando a finales del 2019 una razón de -0,07% (aumento de 1,33 puntos porcentuales con relación al 2018). Debido a la emergencia sanitaria del Covid-19 y sus efectos colaterales, las perspectivas de mejorar los indicadores del sector externo son reservadas.

A abril del 2020, el flujo de bienes y servicios de la economía con el sector externo dejó un saldo de USD 603 millones de dólares. La variación anual de -44,7% influye significativamente en el deterioro de todo el sector exportador, mismo que presentó una variación anual en abril de -11,2%. Por su parte, las exportaciones no petroleras presentaron una variación anual de 10,9% y los principales productos exportables sigue siendo el camarón, cacao, banano y madera. China se posiciona como el principal destino de exportación con exportaciones por USD 310 millones a abril del 2020. Al analizar históricamente la balanza comercial, se observa que se ha mantenido en términos generales su estructura en los últimos años.

El dinamismo del mercado petrolero se vio afectado por la paralización en la producción nacional (del 10 de abril al 8 de mayo de 2020) por la rotura de los oleoductos de transporte de crudo; así como las restricciones comerciales por la pandemia coronavirus que afectó tanto a estas exportaciones como a las no petroleras. Las exportaciones decrecieron a partir de marzo de 2020 y aumentó la falta de liquidez ya que se ha retenido un porcentaje importante de los pagos por diferimiento. La caída del precio del petróleo a niveles mínimos históricos asienta aún más las expectativas de temporalidad de la contracción económica, ya que este *commodity* tiene un peso importante en los ingresos del estado. El precio del barril WTI (precio de referencia para el petróleo ecuatoriano) presentó los siguientes promedios de precios mensuales en el último semestre:

Tabla 3. Precio del Barril de Petróleo

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Junio 2020	38,31
Mayo 2020	28,56
Abril 2020	16,55
Marzo 2020	29,21
Febrero 2020	50,54
Enero 2020	57,52
Diciembre 2019	59,9

Fuente: The Economic Times

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

En abril del 2020, la deuda agregada fue de USD 57,182 millones (59,2% del PIB). Los bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos concentran el mayor porcentaje de deuda interna (USD 12.819 millones), seguidos por obligaciones con el Banco de Desarrollo del Ecuador por USD 1,487 millones; mientras que la deuda externa tiene mayor concentración en bonos emitidos en mercados internacionales (USD 18.748 millones) seguida de las obligaciones con organismos internacionales (USD 11.957 millones). El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas.

Al tercer trimestre de 2019, el déficit del Presupuesto General del Estado (PGE) se ubicó en torno al -2,26% sobre PIB, pero se espera que el déficit al final del 2019 se haya establecido por encima del 3% dado los pagos que el gobierno tiene que incurrir en el último trimestre de cada año. Las necesidades de financiamiento para el 2020 ascenderían a USD 6.000 millones para amortización de deuda y USD 3.384 millones para cubrir el déficit fiscal, aunque dadas las actuales circunstancias las necesidades de financiamiento serían superiores a los USD 10.000 millones de dólares.

En el 2019, el Ecuador recibió financiamiento del FMI y otros organismos multilaterales² para solventar los problemas de la balanza de pagos en el corto plazo (USD 10.279 millones). El Fondo Monetario Internacional aprobó el Acuerdo de Facilidad Extendida de Financiamiento (EFF) sujeto al compromiso de corregir las deficiencias de las finanzas públicas; sin embargo, debido a la resistencia política de algunos sectores sociales las correcciones no se han llevado a cabo. Coyunturalmente a la emergencia sanitaria, Ecuador se ha visto en la necesidad de ampliar su financiamiento y tomar acciones complementarias; por ello, el gobierno anunció que espera recibir financiamiento adicional por USD 4.645 millones y retendrá el pago de obligaciones del sector público en campos no relacionados a la emergencia.

Para mitigar los efectos negativos del ciclo económico el gobierno nacional anunció el 10 de marzo un recorte presupuestario adicional de USD 1.400 millones de dólares, de los cuales USD 800 millones son de bienes y servicios y USD 600 millones en bienes de capital; además, se reportó la eventual eliminación de 16 instituciones gubernamentales, aportación salarial de los servidores públicos y un incremento del 0,75% a las retenciones de la fuente de impuesto a la renta en las empresas. Es menester recalcar la intención de concesionar la Refinería de Esmeraldas y La Libertad debido al elevado nivel de inversión necesario para el correcto funcionamiento de las mismas; así como problemas operativos relacionados. Se planea una importante monetización de activos del estado (CNT, Banco del Pacífico y Sopladora). Para el presente año el Ministerio de Finanzas presupuestó USD 2.000 millones por concesión de dichos activos; sin embargo, los procesos han presentado dificultades para llevarse a cabo por la complejidad técnica de los mismos.

Las necesidades de liquidez creciente obligan al Gobierno Nacional a poner sobre la mesa medidas complementarias para el alivio fiscal. Entre las opciones que se barajan está la subida de dos puntos porcentuales del IVA, esta medida afectaría a los deciles más bajos de la población; sin embargo, en la mayoría de la población el impacto en el costo de vida sería poco significativo. La resistencia política y social dificulta la ejecución de estas medidas reformativas, así como la necesidad de ejecutar un plan de compensación a los sectores más vulnerables en caso de aplicar el incremento.

La caída del precio del petróleo ha proyectado además la necesidad urgente de reestructurar los mecanismos de subsidios a los combustibles hacia un manejo más eficiente de los mismos. Dada la volatilidad de los precios del WTI y BRENT el gobierno ha establecido un mecanismo de bandas de precios, orientado a minimizar el impacto negativo de las fluctuaciones de los precios internacionales de los derivados de los hidrocarburos en los precios a los consumidores. Con este mecanismo el Gobierno Nacional podría liberar una cantidad importante de recursos si el precio del petróleo se mantiene en niveles bajos. Adicionalmente, se espera que con la Ley Orgánica para el Ordenamiento de las Finanzas Públicas aprobada recientemente se pueda reestructurar el presupuesto general del Estado y optimizar los gastos del Gobierno Central; además de fortalecer mecanismos de límite de endeudamiento, buscando la sostenibilidad financiera en el largo plazo.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

Las reservas internacionales del Banco Central fueron de USD 2.860 millones en abril del 2020, lo que significó una variación mensual del 44%. El nivel de cobertura de los requisitos de reserva de las instituciones financieras se posiciona entre los niveles más bajos desde que el Ecuador se dolarizó. Esta disminución es producto de las necesidades de liquidez crecientes para afrontar la emergencia sanitaria y el pago de capital e intereses de los bonos soberanos 2020. El panorama actual deteriora la capacidad del país para generar y acumular activos externos netos,

A diciembre de 2019, la inflación anual cerró en -0,07%, dicha cifra es el reflejo del debilitamiento de la demanda interna. Cabe indicar que, como consecuencia de la dolarización, el país ha experimentado periodos de baja inflación, esto ha favorecido la planificación contable de los agentes

² FMI= USD 4.209 millones; Banco Mundial= USD 1.744 millones; BID= USD 1.717 millones; CAF= USD 1.800 millones; FLAR= USD 280 millones; BEI= USD 379 millones; AFD= USD 150 millones.

económicos y a la estabilidad del sistema financiero. El Ministerio de Economía y Finanzas proyectó una inflación de 0,84% al final del 2020. La inflación anual en mayo 2020 fue de 0,75%.

El acceso a los mercados financieros se ha visto deteriorado por el aumento del “riesgo país” a niveles máximos históricos y la degradación de la calificación de los bonos soberanos. El riesgo país mensual promedio fue de 3.287 puntos en junio de 2020, situándose como el riesgo más alto de la región en este periodo. Las causales del aumento de este indicador son la caída del precio del petróleo y el incremento de las necesidades de liquidez para afrontar el coronavirus. Cabe destacar que posterior al anuncio del acuerdo de reestructuración de la deuda del 6 de julio el riesgo país a 2.760 puntos.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector manufacturero es el más grande de la economía ecuatoriana, participa con alrededor del 13% del PIB. Cuenta con una infraestructura de producción que permite la elaboración de bienes con un mayor nivel agregado y, por ende, cuentan con una ventaja de diferenciación. Sin embargo, el sector se caracteriza por tener mayor presencia en ramas intensivas en recursos naturales y mano de obra que en las ramas intensivas en ingeniería.

Según los últimos datos del Directorio de Empresas y Establecimientos del INEC publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), en el 2018 se registraron 88.828 empresas de diferentes actividades económicas, de los cuales 7.729 corresponden a manufacturas representando el 8,38% del total de empresas. La industria de fabricación de papel y productos de papel en el 2018 reportó 137 empresas con 10.955 empleos, mientras que en el 2017 se reportaron 136 empresas con 10.948 empleados. La participación de su valor agregado con respecto al total del PIB es del 0,8%. En relación con la concentración de la industria, el subsector proyectó en el 2018 una alta concentración por ingresos. Las 5 principales empresas del sector concentraron el 95,20% del mercado. Es importante destacar que el sector es reducido en lo que respecta al número de participantes del mismo (29 empresas).

Con respecto a las fuerzas competitivas⁴, los compradores de papel y productos de papel son empresas de las industrias gráfica, manufacturera, farmacéutica, química y agrícola, que satisfacen principalmente sus necesidades de embalaje y publicidad; por lo que la demanda del sector guarda estrecha relación con el nivel de intensidad comercial del país. El nivel de negociación de los clientes es elevado dada la poca diferenciación de productos. La diferenciación de los competidores del sector radica en la estrategia de costos. Por otro lado, el poder de negociación con los proveedores se evalúa como bajo. El poco desarrollo de la industria de fabricación de la pulpa de papel en el país genera una alta dependencia a su importación, ya que es requerida como materia prima para diferentes productos de la industria.

Las barreras de entrada del sector de fabricación de papel y cartón son altas. Los elevados costos fijos, inversión inicial significativa, y las economías de escala limitan la entrada de nuevas empresas. El riesgo de sustitución en esta industria es moderado. Una mayor consciencia ambiental incentiva el uso de productos y empaques biodegradables como el papel y sus derivados (sustituyendo al plástico); sin embargo, el cambio tecnológico y los hábitos de consumo de las personas han transformados sus preferencias girando en torno a los productos digitales. Finalmente, el grado de rivalidad de la industria es significativo debido a la alta similitud de las empresas, la poca diferenciación de los productos, procesos productivos más modernos o digitalizados y altos costos de salida⁵.

⁴ Las fuerzas competitivas de Porter es un modelo estratégico mundialmente conocido para evaluar el nivel de competencia dentro de una industria, se analiza: el poder de negociación de los proveedores, el poder de negociación de los clientes, la amenaza de productos sustitutos amenaza de nuevos competidores y rivalidad entre los competidores.

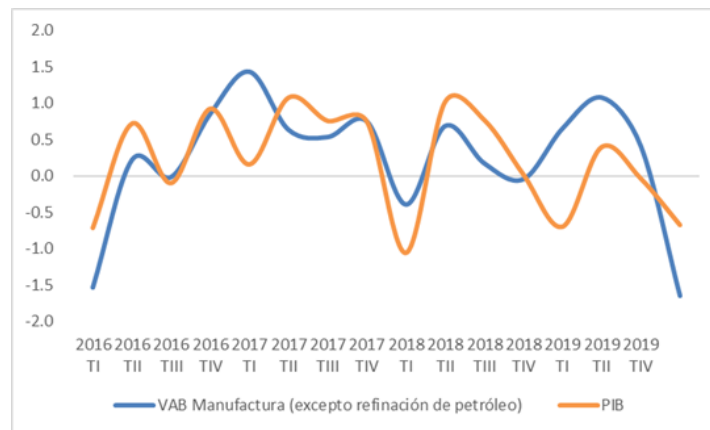
⁵ Marketline Global InduRep, Global – Papel y Cartón, diciembre 2018

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

Desde el 2015 al 2019, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector manufacturero (excepto refinación de petróleo) ha crecido a una tasa promedio del 0,36%, cifra inferior al crecimiento del PIB durante el mismo periodo. En esta última década, el sector ha mantenido su peso dentro de la economía con una participación entre el 11% y 13% del PIB. El sector se vio afectado en los años de decrecimiento del PIB debido a su alto grado de correlación, al encontrarse la economía ecuatoriana en decrecimiento, las expectativas del sector no son favorables.

El sector se vio afectado en los años 2015 y 2016, años en donde se aplicaron mayores restricciones a las importaciones, lo cual afecto al acceso de materias primas y bienes de capital necesarios para la producción. Según las cifras preliminares publicadas por el Banco Central del Ecuador en el 2019, el crecimiento del PIB fue de 0,1%, mientras que el sector manufacturero habría cerrado con un crecimiento del 1,5%.

Gráfico 1. Crecimiento trimestral del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB



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

El subsector ha presentado tasas de crecimiento negativas desde el 2014 al 2017, debido a varios factores que afectaron su desempeño como fue la recesión económica que vivió el país en el 2015, como la dependencia a la importación de la pulpa de papel y del cartón, la creciente tendencia global hacia el consumo de productos amigables con el medioambiente y el mayor consumo de productos digitales⁶. Sin embargo, el subsector en el 2018 muestra un leve crecimiento explicado por acuerdos que facilitan trámites aduaneros y generan una reducción en sus costos. Al cierre de septiembre del 2019, el índice de producción de la industria manufacturera IPI-M publicado por el INEC, reportó una tasa de variación anual de 0,8%.

Considerando las 10 empresas⁷ que más ingresos generaron dentro de la industria de PROCARSAS.A.⁸, las ventas en el 2018 fueron de USD 395,63 millones de dólares, que representó un crecimiento del 7,98% en comparación a los USD 306,93 millones de dólares del 2017. La rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas indica que el 9,39% de los ingresos por ventas son ganancias netas antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización En el mismo periodo, la variación del ratio EBITDA con respecto al periodo fiscal 2017 fue de 13,81%.

⁶ Zoom al sector: Papel y Cartón; noviembre 2018

⁷ Se consideraron las siguientes empresas: Grupasa Grupo Papelero S.A., Productora Cartonera S.A., Industria Cartonera Ecuatoriana S.A., Industrias Omega C.A., Escobar Ruiz C.L., Cartonera Del Austro Cia. Ltda., Interbasa Cia Ltda., Molpack Ecuador Ecuamolpack S.A., Servicarton Cia. Ltda.

Tabla 4. Indicadores Generales del sector "Fabricación de papel y productos de papel"

Año	Ventas Millones USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2016	284.253	-	27.828	-	9,79%
2017	306.927	7,98%	32.624	17,23%	10,63%
2018	395.629	28,90%	37.130	13,81%	9,39%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En términos generales, los ingresos del sector se componen en gran medida de actividades relacionadas al sector primario y exportador. Al ser estos sectores prioritarios durante a emergencia nacional las afectaciones de la industria se mitigan. Cabe recalcar que el rendimiento de sectores relacionados como el sector bananero inclusive ha mejorado en los últimos meses. Las expectativas de crecimiento para el sector se deterioraron levemente; no obstante, se proyectan superiores al 5% para el presente año.

Análisis de las principales regulaciones del sector

El sector de las manufacturas depende del acceso a materias primas y bienes de capital necesarios para su producción, en los que muchos segmentos se proveen de insumos del exterior, como es el caso de la industria de fabricación de papel que tiene una amplia demanda de materia prima importada. Por lo tanto, las restricciones comerciales tienen efectos negativos en este sector.

Debido a la crisis sanitaria del país, el gobierno anunció el 10 de abril de 2019 que las empresas que ganaron más de un millón de dólares aportarán con el 5% de esa utilidad en tres pagos mensuales, este dinero se destinará a una cuenta de asistencia humanitaria. Finalmente, el 15 de marzo de 2020 el Ministerio de trabajo expidió la resolución MDT-2020-077 en donde se estipulan disposiciones referentes a la coyuntura laboral para enfrentar el covid-19. Entre los planteamientos del 15 de marzo se menciona: suspensión de la jornada laboral para las empresas que no puedan efectuar teletrabajo, modificación de la jornada laboral, reducción emergente de la jornada laboral y adopción de medidas de prevención.

La pandemia del coronavirus ha obligado la paralización de actividades comerciales distintas a las relacionadas con los sectores productivos esenciales; la reanudación de las mismas será paulatino y depende directamente de las decisiones de los Comités de Operaciones de Emergencia Cantonales y Nacional. El subsector dedicado a la fabricación de papel se ha paralizado durante la emergencia ya que no fue considerado estratégico por el COE, esto hace que exista una afectación directa de las ventas en los meses de abril y gran parte de mayo.

ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE

La compañía se constituyó mediante Escritura Pública otorgada ante el Notario Cuarto del Cantón Guayaquil, Doctor Gustavo Falconí Ledesma, otorgada el 19 de marzo de 1965 e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el 24 de marzo del mismo año.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene vigente la Quinta, Sexta, Séptima y Octava Emisión de Obligaciones y el Cuarto Programa de Papel Comercial en el Mercado de Valores, las cuales se presentan en la tabla a continuación:

Posición Competitiva del Emisor

La empresa cuenta con amplia experiencia (más de 50 años) y entre los líderes del sector. Productora Cartonera S.A. es parte de un grupo empresarial (Grupo Surpapel) permitiéndole de esta manera tener optimización de costos por la integración vertical existente en la cadena de valor. El emisor cuenta con una participación de mercado del 19,01% en productos de exportación y de uso doméstico. Acorde a la información disponible de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la empresa presentó una participación de mercado por ingresos del 38,71% en el

comparativo de la industria. Productora Cartonera S.A. cuenta con las certificaciones ISO 9001:2015; BASC; FSC.

Productora Cartonera S.A. produce cajas de cartón corrugado para la protección y embalaje de productos desde el empaque hasta la venta final. Actualmente, la compañía es líder a nivel nacional en este mercado, cuyos productos están destinados principalmente a los siguientes segmentos:

- Sector Exportador (Producción de cajas de cartón principalmente para el sector bananero)
- Sector Doméstico (Producción de cajas para productos como aceites, jabones, alimentos)
- Otras Ventas (Comercialización DKL (desperdicios), bobinas de papel)

Las Ventajas Comparativas y Competitivas son:

- Calidad del servicio, con entregas a tiempo de los pedidos que procesa para sus clientes.
- Diferenciación del producto a través de programas específicos donde desarrollan modelos de cajas, que sirven de medio de empaque confiable a los nuevos productos que los clientes envían a los diferentes mercados. Además, realizan estudios que permiten maximizar los beneficios en el manejo de estibas, buscando siempre la disminución de costos y optimización de carga en contenedores.
- Productora Cartonera S.A. ha incorporado el servicio de Post-Venta, a cargo de un equipo de profesionales que ofrecen soporte técnico, así como la gestión de Ventas en general.
- Actualmente, una de las principales ventajas de la compañía es contar a nivel corporativo con un molino de papel (SURPAPEL CORP S.A.), el cual provee de bobinas de papel para corrugar, optimizando así sus costos.

Principales Competidores

Analizando los competidores de la empresa se destaca la competitividad existente entre los principales competidores del sector. La poca diferenciación de productos orienta las estrategias de la empresa a la optimización de costos. Los principales competidores de Productora Cartonera S.A. son:

- Cartones Nacionales S.A.I CARTOPEL
- GRUPASA Grupo Papelero S.A.
- Papelera Nacional S.A.
- Industria Cartonera Ecuatoriana S.A.
- Corrugadora Nacional CRANSA S.A.
- Cartorama C.A.
- Incasa

Principales Clientes

En lo que respecta a los principales clientes de la empresa se evidencia una alta concentración de la demanda en empresas del sector bananero. La Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A. UBESA es el principal cliente de Productora Cartonera S. A., representando más del 60% de la demanda en el análisis de los principales clientes. Los clientes se concentran principalmente en el país y no se evidencia empresas relacionadas dentro de los mismos. La composición de los clientes se mantiene constante en el comparativo acumulado a mayo de 2020. Cabe destacar que debido a la baja diferenciación de productos entre las empresas del sector, el fortalecimiento de las relaciones comerciales con los clientes es fundamental para el aseguramiento de la demanda en el mediano y largo plazo.

La política de cuentas por cobrar de PRODUCTORA CARTONERA S.A. varía acorde a los contratos y las líneas de negocio existentes. Al mes de mayo de 2020 las cuentas por cobrar de la empresa ascienden a USD 35,38 millones evidenciándose un incremento de las mismas con respecto a diciembre de 2019. A continuación, se presenta el detalle de los principales clientes:

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación 2019	% Participación may-2020
UNION DE BANANEROS ECUATORIANOS S.A. UBESA	61,95%	60,25%
ECUAGREENPRODEX S.A.	6,29%	6,93%
CALIDAD EN BANANO BANACALI S.A.	5,85%	5,22%
BAGATOCORP S.A.	4,24%	6,08%
LA FABRIL S.A.	4,01%	3,36%
SOLUPAPER PERU SAC	3,92%	3,00%
TRINYFRESH S.A.	3,73%	3,73%
NEGOCIOS INDUSTRIALES REAL N.I.R.S.A. S.A.	3,51%	4,72%
PROMARISCO S.A.	3,31%	2,35%
FIRESKY S.A.	3,18%	4,35%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Principales Proveedores

Analizado los proveedores de Productora Cartonera S.A. se evidencia que su mayor proveedor es una empresa relacionada. Las empresas relacionadas crean un ecosistema de integración en la cadena de suministros y valor agregado favoreciendo a la operatividad del negocio. El Grupo Surpapel (principal proveedor) cuenta con un Molino de papel el cual abastece el mercado local con la capacidad requerida para asegurar la demanda de la empresa; por lo que no existe riesgo de desabastecimiento de insumos, pese a la emergencia sanitaria. Los principales proveedores son:

Tabla 6. Proveedores

Proveedor	% Participación 2019	% Participación may-2020
SURPAPEL CORP S.A.	67,06%	53,93%
BARNETT CORPORATION	9,63%	16,58%
DOLE FRESH FRUIT COMPANY	11,95%	11,93%
REPAPERS	3,15%	7,41%
FORTEX INTERNATIONAL AB	3,99%	3,78%
COPAP EUROPE SAS	0,99%	2,61%
AMERICAN PAPER	0,00%	1,08%
COPAP INC	1,60%	1,07%
KAO CHIMIGRAF S.L.	0,79%	0,88%
INGREDION COLOMBIA S.A.	0,84%	0,74%
Total	100,00%	100,00%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

En el análisis histórico de las ventas se evidencia que el pico de ventas en el 2017 se registró en el mes de diciembre con un saldo de USD 11,58 millones mientras que en el 2018 el mayor número de ventas se registró en el mes de noviembre con un saldo de USD 14,32 millones. Al 31 de diciembre de 2019 Productora Cartonera S.A. registró ventas acumuladas por USD 164,09 millones. En términos

porcentuales las ventas crecieron en 12.42%, esta variación positiva se debe a la estrecha relación entre el giro del negocio y el rendimiento del sector exportador.

En el presente año se evidencia que se mantiene la estructura de las ventas de la empresa, siendo banano la principal línea al corte de la información con el 62,55% de participación seguido por la línea pesca/camarón y aceite con el 12,16% y 3,99% de participación respectivamente. A continuación, se presenta la estadística de las ventas por línea de negocio:

Tabla 7. Estadística de Ventas (cifras en miles)

Línea de Negocio	May-19 (12 meses)		2019		May-20 (12meses)	
	USD	%	USD	%	USD	%
BANANO	112.679	62,09%	103.854	61,23%	102.234	62,55%
CONVERTIDORES	9.027	4,97%	7.782	4,59%	6.165	3,77%
BEBIDAS	2.851	1,57%	2.494	1,47%	1.992	1,22%
PESCA/CAMARON	17.231	9,49%	18.306	10,79%	19.882	12,16%
FLORES	6.065	3,34%	4.631	2,73%	3.600	2,20%
ALIMENTOS	6.454	3,56%	6.719	3,96%	6.495	3,97%
ACEITES	6.596	3,63%	6.980	4,12%	6.515	3,99%
OTROS	9.717	5,35%	9.829	5,79%	9.729	5,95%
PIÑAS/MANGO	1.448	0,80%	3.505	2,07%	3.654	2,24%
OTROS NO CARTON	9.416	5,19%	5.520	3,25%	3.181	1,95%
Ventas	181.484	100,00%	169.618	100,00%	163.449	100,00%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Para el presente año la empresa muestra expectativas favorables de crecimiento a pesar de la pandemia debido al buen rendimiento de sectores relacionados como el exportador. Productora Cartonera S.A, muestra una posición sólida y robusta en el mercado. El sector en el que se desempeña la empresa se considera como defensivo. El emisor espera un crecimiento del 10% en ventas para el presente año.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Indicadores de Eficiencia y Rentabilidad

Eficiencia		Promedio Industria		PRODUCTORA CARTONERA S.A.		
		2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20
Días de cartera	d	82	105	70	71	85
Días de inventario	d	58	114	82	80	96
Días de proveedores	d	431	122	75	46	135
Ciclo de conversión de efectivo	d	-291	97	77	106	46
Utilidad/Ventas	%	0,05	0,04	3,44%	2,55%	1,51%
Ventas /Activo	%	0,97	1,01	109,99%	98,96%	87,14%
Margen Bruto / Venta	%	0,21	0,20	16,02%	16,03%	19,23%
ROA	%	0,04	0,04	1,58%	2,53%	0,40%
ROE	%	0,13	0,12	5,40%	8,16%	1,38%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando los indicadores de eficiencia, los días de cuentas por cobrar presentan una tendencia decreciente en el periodo 2017-2019, esta mejora corresponde a un mejor rendimiento de los clientes de la empresa en sus respectivos sectores. Al mes de mayo el indicador se deterioró ubicándose en 85 días por efectos relacionados a la emergencia nacional; sin embargo, es importante mencionar que al mes de junio de 2020 la empresa mejoró su capacidad de recuperación de cartera hasta a llegar a estándares muy cercanos al histórico. La empresa proyecta un mejor rendimiento que el sector en este aspecto.

Hasta diciembre del 2019 la empresa presentó una tendencia decreciente en los días de inventario, cerrando el 2019 con 80 días (histórico de la empresa por debajo del promedio del sector), sin embargo; las afectaciones en las actividades comerciales también aumentaron el indicador. A mayo del 2020 los días de inventario fueron de 96 días.

Los días de cuentas por pagar a la fecha de corte presenta un aumento significativo. En lo que respecta a este indicador, la empresa se encuentra en una posición dentro del promedio del sector. Al mes de mayo del 2020 este indicador fue de 135 días. Por consiguiente, el ciclo de conversión de efectivo mejoró significativamente a la fecha de corte.

La empresa presenta riesgos operativos en su línea de producción debido a la volatilidad de la materia prima utilizada para la elaboración de los bienes finales. Adicionalmente, se debe considerar los riesgos por causas externas (desastres naturales). Con el objetivo de mitigar estos riesgos, Productora Cartonera S.A. cuenta con pólizas de seguro que mitigan los riesgos operativos relacionados.

Por su parte el margen bruto de la empresa presenta una tendencia creciente durante el periodo 2016-2019, este crecimiento se debe al crecimiento sustancial de las ventas y la optimización proporcional de los costos de producción. Los costos representaron en promedio el 85,83% de los ingresos en el periodo en mención. Al mes de mayo del 2020 el margen bruto fue de USD 13,36 millones representando un incremento del 10,25% con respecto al mismo mes del 2019.

La rentabilidad de la empresa se deterioró presentando una utilidad neta de USD 745 mil al corte de la información. El aumento de los gastos operativos, así como de los gastos financieros en el comparativo entre mayo 2020 el mismo mes del 2019 son factores que explican el deterioro en mención. Finalmente, los indicadores ROA y ROE fueron de 1,32% y 4,59% en mayo de 2020 respectivamente; históricamente estos indicadores se han mostrado en una posición favorable con respecto al rendimiento del sector.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

La estructura accionarial de la empresa se concentra mayoritariamente accionistas institucionales. La Comercializadora de Papeles y Cartones SURPAPEL S.A. se configura como principal accionista con el 74,98% de participación. A la fecha de corte de información la empresa cuenta con un capital suscrito y pagado de USD 27,56 millones.

Cabe destacar que Productora Cartonera S.A. tienen participación de capital en 3 sociedades, mismas que guardan relación estratégica con el giro de negocio de la empresa (suministro de energía, comercial, proveedora de bobinas de papel). El número de empresas vinculadas mediante accionistas y administradores es considerable; cabe recalcar que estas empresas forman una integración estratégica por abarcar diversos aspectos de la cadena de valor.

Productora Cartonera S.A. mantiene directrices provenientes de la Junta General de Accionistas y un Directorio. Así mismo, ha implementado comités gerenciales y operativos por área, que fortalecen la planificación ordenada y la continuidad del negocio frente a eventos adversos que pudieran ocurrir en el medio o internamente.

Actualmente, la compañía cuenta con manuales de políticas y procesos, los mismos que son observados y puestos en práctica, entre ellos, el Manual de Seguridad Industrial, Plan de emergencia y provisiones, el Reglamento Interno de Seguridad y Salud (aprobado por el Ministerio de Relaciones Laborales), el Código de Ética, la Política de Prevención del Medio Ambiente, la Política de Proyectos Sociales. A la fecha de corte de la información la empresa cumplió con sus obligaciones patronales y tributarios con los órganos pertinentes y

Gobierno de la Corporación

La Junta General de Accionistas se posiciona en la cúspide de la estructura jerárquica de la organización. En lo que respecta a las directrices operativas y administrativas las competencias recaen sobre el directorio de la empresa, mismo que está conformado por el presidente, vicepresidente, gerente general y dos directores. Las personas que conforman el directorio muestran en promedio 3 años de experiencia en la compañía y todos los miembros del órgano en mención ostentan títulos de tercer nivel.

La plana gerencial de Productora Cartonera S.A. está estructurada por 4 gerencias, mismas que están enfocadas a cada uno de los ejes estratégicos de la compañía. Adicional a la gerencia general, la empresa cuenta con la gerencia financiera, gerencia de recursos humanos y gerencia de planta. Al 31 de mayo del 2020 el 15,16% del personal corresponde al equipo gerencial y administrativo. Se evidencia periodicidad en las reuniones de la plana directiva y gerencial. A pesar de evidenciarse concentración en la estructura accionarial se recalca el buen manejo corporativo existente, tanto a nivel de la empresa, como del grupo a la cual pertenece. La empresa posee una administración estable con una alta gerencia experimentada y relacionada en el sector donde opera la empresa.

Política y Estrategia Corporativa

En lo que respecta a la estrategia corporativa de la empresa se observa consistencia y robustez en la misma. El plan estratégico para el año 2019 se cumplió con un buen rendimiento de cada una de las gerencias técnicas encargadas, configurándose este como uno de los mejores años en la historia de la compañía. La cultura organizacional de la empresa es sólida y está orientada a valores de excelencia, responsabilidad y crecimiento continuo. Para el presente año la estrategia de la empresa es:

- Mercado, integración con clientes permitiendo el crecimiento natural en mercados de exportación, y afianzar en los clientes locales, estrategia de excelencia en el servicio y valor agregado con certificaciones internacionales en el contexto del desarrollo sostenible, gracias a su fortaleza de ser fabricantes de papel 100% reciclado.
- Costos y rentabilidad, maximizar la capacidad instalada, disminuyendo el costo fijo, desarrollo de proveedores y licitaciones que permitan disminuir los precios y por tanto los costos de los insumos. Ser la primera opción de los clientes gracias al servicio y valor agregado de sus productos, permitiendo tener los mejores precios del mercado.

El objetivo de la empresa radica en posicionarse como la principal empresa del sector, con un modelo de gestión eficiente, sustentable y socialmente responsable. Entre las fortalezas de la corporación sobresale la tecnología avanzada implementada en los procesos y servicio personalizado a los clientes, grupo de trabajo altamente calificado. Productora Cartonera S.A. a unido sus esfuerzos en la modernización tecnológica de los equipos con la finalidad de ser el proveedor con los costos más bajos del mercado y con la mejor calidad.

En contexto con la pandemia del coronavirus la empresa determinó un plan de contingencia "POSA" afianzando la: seguridad de personas, seguridad de operaciones, seguridad de suministros, y seguridad de asociados. Las directrices expuestas en el plan en mención aseguran la operabilidad de la empresa a pesar de la coyuntura actual.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados por la firma Kreston AS Ecuador Cía. Ltda. para el año 2015, por la firma BDO Ecuador Cía. Ltda. en el 2016, 2017 y 2018, mientras que para el año 2019 se analizaron los estados financieros auditados por la empresa Moore & Asociados Cía. Ltda. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa Productora Cartonera S.A. con corte al 31 de mayo de 2020.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Tabla 9. Estructura Financiera (miles de dólares).

Periodo	Industria	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20	PROMEDIO 2017-2019
Activo	39.170	145.432	158.458	165.004	171.402	187.576	158.431
Pasivo	26.402	103.105	112.836	116.781	118.339	133.768	111.427
Patrimonio	12.768	42.327	45.621	48.223	53.063	53.808	47.004
Ventas	39.563	120.385	155.348	181.484	169.618	163.449	148.450
Margen Bruto	7.827	17.875	21.060	29.076	27.182	28.423	22.039
EBITDA	3.713	8.435	9.081	22.082	13.169	11.679	10.228
EBIT	2.383	8.242	8.683	16.626	12.654	11.060	9.860
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	511	2.390	2.742	6.245	4.329	2.472	3.154
Utilidad/ Venta	3,85%	1,99%	1,76%	3,44%	2,55%	1,51%	2,10%
Ventas / Total Activos	101,00%	82,78%	98,04%	109,99%	98,96%	87,14%	93,26%
Total Activos / Patrimonio	306,79%	343,59%	347,33%	342,17%	323,02%	348,60%	0,00
ROA	3,88%	1,64%	1,73%	3,78%	2,53%	1,32%	1,97%
ROE	11,92%	5,65%	6,01%	12,95%	8,16%	4,59%	6,60%
NOF/VENTAS	19,15%	17,94%	14,17%	17,54%	11,70%	16,20%	14,60%
FM/VENTAS	1,50%	-24,30%	-19,52%	-9,65%	-5,46%	7,73%	-16,43%
Ebitda/ Gasto Financiero	7,26	2,19	1,94	3,00	1,88	1,57	0,00
Deuda/ Ebitda	0,63	3,55	4,23	2,42	3,35	4,85	0,00

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

A diciembre del 2019 los activos de la empresa presentaron un valor de USD 187,57 millones, mostrando una tendencia creciente constante desde el 2017 y ubicándose por encima del promedio del sector. Las cuentas que mayor peso tienen en los activos son clientes e inventarios. En el comparativo de mayo de 2020 con respecto al mismo mes del 2019 se evidencia un incremento significativo del efectivo, ubicándose al corte de la información en USD 8,01 millones. Adicionalmente se observa un leve incremento de inventario (2,87%) en el acumulado a mayo, esta variación se atribuye a las restricciones comerciales y de movilidad producto de la pandemia coronavirus. Cabe recalcar que a mayo de 2020 la empresa presentó activos disponibles para la venta por USD 5 millones.

En lo que respecta a los activos fijos, los activos tangibles de la empresa fueron de USD 79,49 millones al corte de variación representando este valor una variación del 4,58% con respecto a mayo de 2019. El incremento en esta cuenta se debe a maquinaria adquirida como parte del proceso de tecnificación y modernización de la planta de producción. Las cuentas por cobrar, estas se concentran principalmente en clientes comerciales; sin embargo, la cartera de clientes relacionados al corte de la información representó el 5,31% de los activos financieros.

Al corte de la información las cuentas por cobrar fueron de USD 41,87 millones y se concentran en un 57,49% en cartera vencida (35,35% de esta vencida a más de 90 días). A pesar de la pandemia, la empresa ha mantenido niveles de recuperación de cartera cercanos a los estándares normales ya que sus principales clientes se desempeñan en sectores defensivos que han mejorado su rendimiento en los últimos meses, sin embargo, en el mes de abril la recuperación se deterioró levemente.

En lo que respecta a los pasivos de la empresa, estos presentan una tendencia creciente hasta diciembre de 2019; con un crecimiento significativo a mayo de 2020. A la fecha de corte de la información los pasivos de la empresa fueron de USD 133,77 millones. Históricamente la empresa ha enfocado su estrategia de fondeo en el corto plazo; no obstante se evidencia una tendencia de reestructuración del pasivo al largo plazo en el mes de mayo de 2020. Dentro de los pasivos corrientes sobresalen los pasivos con costo representando en promedio el 18,48% del total de activos del 2016 al 2019. Al mes de mayo de 2020, las obligaciones financieras a corto plazo y la porción corriente de los valores emitidos sumaron un valor de USD 16,58 millones.

Por su parte, los pasivos no corrientes mostraron un crecimiento del 71,59% en mayo de 2020 con respecto al mismo mes del 2019. Este crecimiento se explica por las variaciones en el pasivo con costo a largo plazo, mismo que fue de USD 40 millones al corte de la información. Finalmente, en lo que respecta al estado de situación, el patrimonio de la empresa fue de USD 53,8 millones en mayo de 2020, significando un crecimiento del 11,58% con respecto al mismo mes del 2019. Históricamente, los resultados acumulados representan el 12% del total de patrimonio; al corte de información los resultados acumulados presentaron un saldo negativo de USD 11,64 millones.

Estado de Resultados

Los ingresos de la empresa presentaron un crecimiento del 9,19% en el comparativo de los años 2018 y 2019; mientras que realizando el mismo análisis entre mayo de 2019 y mayo de 2020 se evidencia un decrecimiento de los ingresos del 8,16%. Estos decrecimientos en los ingresos se deben a afectaciones comerciales por los efectos de la emergencia sanitaria.

El margen bruto en términos proporcionales presenta un leve incremento al corte de la información (19,23% de los ingresos); no obstante, la EBITDA presenta un deterioro significativo en términos comparativos con el periodo de mayo 2019, debido que los gastos operativos significaron el 8,13% de los ingresos, proporción superior al promedio histórico de los mismos (7,8%). Es menester recalcar que la empresa muestra mejores resultados en la EBITDA con respecto al rendimiento del sector. Por su parte, la depreciación disminuyó en 4,65% en el comparativo al mes de mayo de los dos últimos periodos.

Los resultados EBIT presentan un crecimiento significativo en los últimos dos años con un valor de USD 12,65 millones a diciembre de 2019, sin embargo, en el comparativo de mayo en los dos últimos periodos la EBIT decreció en 16,20%. Los gastos financieros de la empresa tienen un rol fundamental en la explicación de la utilidad neta deteriorada presentada por el emisor al corte de la información. En proporción a los ingresos, los gastos financieros en mayo de 2020 representaron el 5,06%; cifra superior al promedio histórico (3,33%); en este periodo los gastos mencionados fueron de USD 3,3 millones (variación de 14,4% con respecto a mayo de 2019).

La empresa presentó un incremento significativo de la utilidad neta del ejercicio en el análisis histórico, con un valor de USD 11, 74 millones a diciembre de 2019, sin embargo, en el análisis comparativo de mayo 2020 y 2019 la utilidad neta decreció en 71,37%.

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el año 2019 éstas se ubicaron en USD 19,84 millones y fueron inferiores a las necesidades operativas de fondo del periodo anterior, decrecimiento originado por la variación significativa de los pasivos espontáneos. Se estima que las necesidades operativas de fondeo para 2020 serán de USD 18,24 millones, dicha estimación se fundamenta en los supuestos proporcionados por la empresa, así como el rendimiento y correlación del negocio con la economía. Se espera un decrecimiento de los clientes del 5,6% por las afectaciones en las actividades comerciales; así como un aumento de la cuenta de inventarios, por las variaciones en los días de inventarios.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, al año 2019 se ubicaron en una posición deficitaria de USD 14,51 millones. Para el año siguiente, bajo las perspectivas de crecimiento de la economía y la empresa estas se calculan por un monto deficitario de USD 30,13 millones. El fondo de maniobra muestra resultados deficitarios debido al elevado monto de activos inmovilizados que muestra la empresa.

Apalancamiento Financiero

Analizando el indicador de apalancamiento del total de pasivos con costo sobre el patrimonio, a la fecha de corte de información el indicador en mención fue de 1,05; representando una disminución leve con respecto a mayo de 2019. El indicador se ha mantenido estable del 2017 al 2019 con una tendencia creciente. En este sentido, la empresa se encuentra con un mejor rendimiento con respecto al promedio del sector.

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 1,57; representando un decrecimiento sustancial con respecto a mayo de 2019 (3,00). Como se mencionó en párrafos anteriores, el peso de los gastos financieros, así como el deterioro y ciclicidad de las ventas son factores fundamentales para explicar dicho resultado. En este sentido la empresa se encuentra en una posición desfavorable con respecto al sistema.

Por su parte, el ratio Deuda/Ebitda al corte de la información fue de 4,85 al corte de la información, representando un deterioro con respecto a diciembre y mayo del 2019 (periodo en donde el indicador fue de 3,35 y 2,42 respectivamente). Históricamente, este ratio presenta una tendencia creciente y se ubica en una posición desfavorable con respecto al rendimiento del sector (información del sector con corte al 2018).

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la siguiente tabla. Estos supuestos se basan en el rendimiento histórico del sector, su relación con la tasa de crecimiento económico del país y los sectores relacionados. Las estimaciones de decrecimiento para el Ecuador (de acuerdo con estimaciones de entidades internacionales como Goldman Sachs y Banco mundial) bordean un valor de 7,5% en el mejor de los escenarios. Se considero una beta del sector de 0,58 para la actividad que desarrolla el emisor.

Tabla 10. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Creimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	EBITDA/Ventas
ESTÁNDAR	2020	-4,10%	87	98	130	7,15%
	2021	1,09%	85	98	132	7,15%
	2022	1,09%	85	5	132	7,30%
	2023	2,73%	83	95	135	8,10%
	2024	2,73%	83	95	135	8,10%
PESIMISTA I	2020	-4,80%	110	123	97	5,26%
	2021	0,39%	108	123	99	5,26%
	2022	0,39%	108	6	99	5,37%
	2023	2,03%	105	119	101	5,96%
	2024	2,03%	105	119	101	5,96%
PESIMISTA II	2020	-5,50%	133	147	65	3,36%
	2021	-0,31%	130	147	66	3,36%
	2022	-0,31%	130	8	66	3,43%
	2023	1,33%	127	143	67	3,81%
	2024	1,33%	127	143	67	3,81%

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Con base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre bajo cada uno de los escenarios. En el escenario estándar se obtuvo un flujo de caja libre de USD 8,42 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de 2,74. Se concluye que el emisor presenta buena capacidad de pago y cobertura en el corto plazo.

Tabla 11. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar (miles de dólares)

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-4,10%	1,09%	1,09%	2,73%	2,73%	0,20%
Ventas	131.488	138.604	138.604	140.852	140.852	137.387
Ciclo de Conversión de Efectivo	55	51	-42	43	43	27
Margen Bruto / Ventas	17,39%	17,39%	17,39%	18,00%	18,00%	17,54%
EBITDA / Ventas	7,15%	7,15%	7,30%	8,10%	8,10%	7,43%
Flujo de Caja Libre (FCL)	8.420	7.621	40.819	-27.748	5.002	7.278
FCL/Gastos Financieros	2,74	2,36	40,28	-7,85	1,33	9,38
Deuda/FCL	5,21	6,87	1,49	-2,50	15,58	2,77

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el escenario Pesimista I se obtuvo un flujo de caja libre deficitario de USD 18,55 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -3,74. Se concluye que el emisor no presenta buena capacidad de pago y cobertura en el corto plazo; no obstante a partir del 2021 se evidencia holgura en el flujo de caja.

Tabla 12. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-4,80%	0,39%	0,39%	2,03%	2,03%	-0,50%
Ventas	130.525	137.641	137.641	139.889	139.889	136.424
Ciclo de Conversión de Efectivo	135	131	15	123	123	101
Margen Bruto / Ventas	17,39%	17,39%	17,39%	18,00%	18,00%	17,54%
EBITDA / Ventas	5,26%	5,26%	5,37%	5,96%	5,96%	5,46%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-18.552	6.128	49.464	-36.616	4.966	106
FCL/Gastos Financieros	-3,74	1,18	20,69	-6,62	0,86	2,88
Deuda/FCL	-2,36	8,54	1,23	-1,90	15,70	1,38

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, en el escenario Pesimista II se obtuvo un flujo de caja libre deficitario de USD 45,12 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -6,62. Se concluye que el emisor no presenta capacidad de pago y cobertura en el corto plazo; no obstante a partir del 2021 se evidencia holgura en el flujo de caja.

Tabla 11. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
Crecimiento Ventas %	-5,50%	-0,31%	-0,31%	1,33%	1,33%	-1,20%
Ventas	129.562	136.678	136.678	138.925	138.925	135.461
Ciclo de Conversión de Efectivo	216	212	72	202	202	175
Margen Bruto / Ventas	17,39%	17,39%	17,39%	18,00%	18,00%	17,54%
EBITDA / Ventas	3,36%	3,36%	3,43%	3,81%	3,81%	3,49%
Flujo de Caja Libre (FCL)	-45.124	4.634	57.983	-45.364	4.930	-6.968
FCL/Gastos Financieros	-6,62	0,65	15,46	-6,05	0,64	0,86
Deuda/FCL	-0,97	11,30	1,05	-1,53	15,81	2,46

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor no presenta problemas para redimir el pasivo con costo en el escenario estándar, mismo que acorde a las expectativas del sector y la economía en su conjunto es el más robusto. La empresa muestra solidez y robustez en su flujo de caja.

ANALISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ PRODUCTORA CARTONERA S.A, se compromete durante la vigencia de la **Octava Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y/o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

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 valores-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.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de mayo de 2020 muestra que durante el mes de enero a mayo 2020 se negoció un total de USD 4.963.139 miles, correspondientes a la suma de USD 4.949.482 miles en valores en renta fija y USD 13.656 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de mayo de 2020, en renta fija el 7% de los valores corresponden a papel comercial y el 4% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 333 emisores inscritos, de los cuales 179 pertenecen a la provincia del Guayas y 109 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 28% del sector industrial y 14% de servicios.

Liquidez de los valores

Al analizar los indicadores de liquidez, se evidencia una liquidez corriente al mes de mayo de 2020 de 1,27. La liquidez corriente presenta una tendencia constante en el análisis histórico de datos. El promedio semestral de liquidez a la fecha de corte de la información fue de 1,22 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. Por su parte el capital de trabajo fue de USD 27,913 millones al corte de la información; se evidencia una tendencia creciente del indicador. Por su parte, la prueba ácida presentó un valor de 0,88 al mes de mayo del 2020, evidenciándose una leve mejora con respecto al mismo mes del 2019.

El indicador de presencia bursátil⁹ permite medir la liquidez tanto de valores de renta fija y variable, es decir, que puede ser utilizado para identificar que tan frecuente es la negociación de ese valor en el mercado secundario. En el presente año la Octava Emisión registra 18 transacciones en el mercado secundario equivalente a un monto negociado de USD 13,41 millones.

La calificadora opina que por tratarse de un indicador de transacciones en el mercado secundario en donde el dinamismo de transacciones es mínimo, el mismo no refleja la real liquidez de los valores.

⁹ Indicador Presencia Bursátil: No. de días negociados en el mes / No. de ruedas en el mes.

Por otro lado, se puede decir que la calificación de riesgos es uno de los factores decisivos en la liquidez de los valores emitidos en el mercado bursátil.

En lo que respecta al cumplimiento de las garantías, y resguardos de ley se presenta en la siguiente tabla la posición del emisor referente estas:

Tabla 14. *Garantías y Resguardos de Ley*

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		2017	2018	2019	Mayo-20
1	Liquidez Corriente	1,43	1,41	1,45	1,40
2	Endeudamiento Patrimonial	2,44	2,47	2,23	2,49
Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información					
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen			25,46%
Cumple	Resguardos de Ley	1. La razón de liquidez o circulante, promedio semestral			1,22
		2. Los Activos Reales sobre los Pasivos , entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo			1,40
Cumple	Limite de Endeudamiento	Mantener la relación deuda financiera total sobre patrimonio menor o igual a dos punto cinco (2,5)			1,05
Cumple	Limite de Endeudamiento	Mantener la relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%			28,69%
Cumple	Garantía Específica	Maquinaria y Equipos por la suma de USD 7,06 millones, de acuerdo al avalúo. A través de esta garantía se asegura que en todo momento se mantenga una cobertura de al menos el 47% del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones.			Sí

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Límite de Endeudamiento

- Patrimonio sobre activos. - Mantener la 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.
- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual (1), vigentes a partir de la autorización de la Oferta Pública y hasta la redención total de los valores.

Garantía Específica

La garantía específica consiste en maquinaria y Equipos por la suma de USD 7,06 millones, de acuerdo al avalúo. A través de esta garantía se asegura que en todo momento se mantenga una cobertura de al menos el 47% del monto en circulación de la presente emisión de obligaciones.


Las maquinarias y equipos que se entregan como Garantía Específica de la presente emisión pertenecen, según el avalúo, en un 35% (USD 2,47 millones) a Procarsa, 27% (USD 1,8 millones) a SELAP S.A, y 38% (USD 2,7 millones) a Surpapelcorp.

Los activos que respaldan la Octava Emisión de Obligaciones son: Cuentas por cobrar e inventarios.

- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación a la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de cartera a más de 90 días que presentó un saldo al 31 de mayo de 2020 de USD 14,8 millones representando el 35,35% del total de cartera.
- El Inventario que posee la empresa, podría verse afectado por posibles desastres naturales, robo, incendios. En relación con esto, la empresa mitiga este riesgo con pólizas de seguro contra múltiples riesgos.
- En relación a lo anterior, la disminución del inventario generaría a su vez una disminución en los ingresos de la empresa.

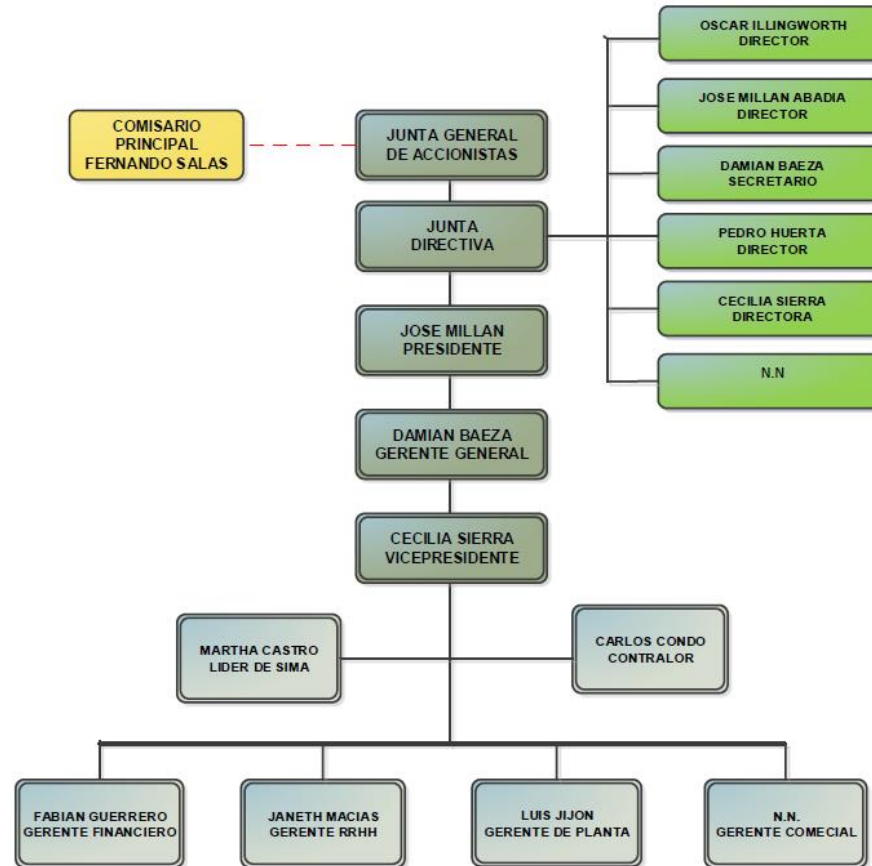
Riesgos Previsibles en el Futuro

- 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.
- El ingreso de nuevos competidores podría ocasionar una pérdida de participación del mercado en el que se desenvuelve la empresa.
- Un posible atraso al momento de desaduanizar los productos importados, generaría un atraso en la logística y los procesos implementados por la empresa.
- Afectaciones en sectores relacionados o paralizaciones por protesta de gremios de productores.

		
<p>Ing. Natalia Cortez Gerente General</p>		<p>Econ. Mario Zambrano Analista</p>

ANEXOS

Gráfico 2. Organigrama General de PRODUCTORA CARTONERA S.A.



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

Tabla 15. Estado Situación Financiera (Expresado en Miles)

	ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20	2016	2017	2018	2019	Mayo-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	may19-may20
TOTAL ACTIVOS	134.475	145.432	158.458	165.004	171.402	187.576	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	8,15%	8,96%	8,17%	13,68%
ACTIVO CORRIENTE	58.716	60.788	77.831	85.961	82.081	100.019	43,66%	41,80%	49,12%	47,89%	53,32%	3,53%	28,04%	5,46%	16,35%
Efectivo	749	746	1.825	1.464	3.436	8.092	0,56%	0,51%	1,15%	2,00%	4,31%	-0,36%	144,62%	88,28%	452,80%
Clientes	34.894	32.590	32.229	35.137	33.660	38.771	25,95%	22,41%	20,34%	19,64%	20,67%	-6,60%	-1,11%	4,44%	10,34%
Inventarios	19.357	21.545	32.782	34.908	31.764	35.911	14,39%	14,81%	20,69%	18,53%	19,14%	11,30%	52,16%	-3,11%	2,87%
Otros Activos Corrientes	3.715	5.907	10.996	14.452	13.221	17.245	2,76%	4,06%	6,94%	7,71%	9,19%	59,01%	86,15%	20,23%	19,32%
ACTIVO NO CORRIENTE	75.759	84.645	80.626	79.043	89.321	87.557	56,34%	58,20%	50,88%	52,11%	46,68%	11,73%	-4,75%	10,78%	10,77%
Activos Tangibles	74.104	82.667	77.561	76.009	81.263	79.492	55,11%	56,84%	48,95%	47,41%	42,38%	11,56%	-6,18%	4,77%	4,58%
Activos Intangibles	0	0	389	0	291	0	0,00%	0,00%	0,25%	0,17%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	-25,24%	#;DIV/0!
Otros Activos No Corrientes	1.655	1.978	2.676	3.034	7.767	8.065	1,23%	1,36%	1,69%	4,53%	4,30%	19,48%	35,31%	190,24%	165,83%
TOTAL PASIVOS	94.191	103.105	112.836	116.781	118.339	133.768	70,04%	70,90%	71,21%	69,04%	71,31%	9,46%	9,44%	4,88%	14,55%
PASIVO CORRIENTE	57.906	60.711	76.950	81.297	81.204	72.882	43,06%	41,75%	48,56%	47,38%	38,85%	4,84%	26,75%	5,53%	-10,35%
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	31.405	29.143	34.145	31.863	18.230	50.794	23,35%	20,04%	21,55%	10,64%	27,08%	-7,20%	17,17%	-46,61%	59,41%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	23.204	27.425	31.737	41.625	30.461	16.583	17,25%	18,86%	20,03%	17,77%	8,84%	18,19%	15,72%	-4,02%	-60,16%
Provisiones CP	0	0	388	0	1.724	0	0,00%	0,00%	0,24%	1,01%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	344,78%	#;DIV/0!
Otros Pasivos sin Costo CP	3.298	4.143	10.681	7.809	30.789	5.505	2,45%	2,85%	6,74%	17,96%	2,93%	25,63%	157,77%	188,27%	-29,51%
PASIVO NO CORRIENTE	36.285	42.394	35.886	35.483	37.135	60.886	26,98%	29,15%	22,65%	21,67%	32,46%	16,83%	-15,35%	3,48%	71,59%
Pasivo sin Costo LP	22.136	30.983	21.074	15.430	13.674	11.088	16,46%	21,30%	13,30%	7,98%	5,91%	39,97%	-31,98%	-35,12%	-28,14%
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	5.415	2.524	6.717	11.821	13.691	40.088	4,03%	1,74%	4,24%	7,99%	21,37%	-53,40%	166,18%	103,82%	239,13%
Otros Pasivos con Costo LP	6.437	6.016	2.357	5.738	2.638	6.910	4,79%	4,14%	1,49%	1,54%	3,68%	-6,54%	-60,82%	11,95%	20,42%
Provisiones LP	2.297	2.871	5.738	2.494	7.133	2.800	1,71%	1,97%	3,62%	4,16%	1,49%	24,98%	99,89%	24,30%	12,29%
PATRIMONIO NETO	40.284	42.327	45.621	48.223	53.063	53.808	29,96%	29,10%	28,79%	30,96%	28,69%	5,07%	7,78%	16,31%	11,58%
Capital	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	20,49%	18,95%	17,39%	16,08%	14,69%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Reserva	2.063	4.232	4.232	4.232	4.506	4.939	1,53%	2,91%	2,67%	2,63%	2,63%	105,17%	0,00%	6,48%	16,71%
Otros resultados Integrales	0	0	0	29.836	0	32.949	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	17,57%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	10,43%
Resultados Acumulados	10.662	10.537	13.831	-13.403	20.998	-11.639	7,93%	7,24%	8,73%	12,25%	-6,20%	-1,18%	31,26%	51,82%	-13,17%
Resultados del Ejercicio	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!

Fuente: Informes Auditados e Internos PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 16. Estado de Resultados (Expresado en Miles)

	ESTADO DE RESULTADOS EMISOR						ANÁLISIS VERTICAL					ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2016	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20	2016	2017	2018	2019	Mayo-20	2016-2017	2017-2018	2018-2019	may19-may20
INGRESOS	103.074	120.385	155.348	75.618	169.618	69.449	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	16,79%	29,04%	9,19%	-8,16%
COSTO VENTA	90.437	102.510	134.289	63.504	142.436	56.093	87,74%	85,15%	86,44%	83,97%	80,77%	13,35%	31,00%	6,07%	-11,67%
GANANCIA BRUTA	12.637	17.875	21.060	12.115	27.182	13.356	12,26%	14,85%	13,56%	16,03%	19,23%	41,45%	17,81%	29,07%	10,25%
GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)	7.861	9.440	11.979	2.914	14.013	5.645	7,63%	7,84%	7,71%	8,26%	8,13%	20,09%	26,90%	16,98%	93,73%
EBITDA	4.776	8.435	9.081	9.201	13.169	7.711	4,63%	7,01%	5,85%	7,76%	11,10%	76,61%	7,65%	45,02%	-16,20%
DEPRECIACIONES (dep)	258	194	398	2.073	515	1.977	0,25%	0,16%	0,26%	0,30%	2,85%	-24,97%	105,63%	29,38%	-4,65%
AMORTIZACIONES (amr)	0	0	0	200	0	400	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,58%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	100,00%
EBIT	4.518	8.242	8.683	6.928	12.654	5.334	4,38%	6,85%	5,59%	7,46%	7,68%	82,41%	5,35%	45,74%	-23,01%
GASTOS FINANCIEROS	3.059	3.845	4.689	3.072	6.996	3.514	2,97%	3,19%	3,02%	4,12%	5,06%	25,69%	21,95%	49,19%	14,40%
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	2.514	-350	-481	-69	80	-4	2,44%	-0,29%	-0,31%	0,05%	-0,01%	-113,91%	37,48%	-116,65%	-93,64%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	3.973	4.047	3.513	3.787	5.738	1.816	3,85%	3,36%	2,26%	3,38%	2,61%	1,86%	-13,20%	63,37%	-52,05%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	594	607	0	578	0	281	0,58%	0,50%	0,00%	0,00%	0,40%	2,27%	-100,00%	#;DIV/0!	-51,38%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	1.107	1.049	771	606	1.409	790	1,07%	0,87%	0,50%	0,83%	1,14%	-5,23%	-26,54%	82,81%	30,20%
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	2.272	2.390	2.742	2.602	4.329	745	2,20%	1,99%	1,76%	2,55%	1,07%	5,20%	14,70%	57,90%	-71,37%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	0	0	517	0	7.412	0	0,00%	0,00%	0,33%	4,37%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	1332,63%	#;DIV/0!
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	2.272	2.390	3.259	2.602	11.741	745	2,20%	1,99%	2,10%	6,92%	1,07%	5,20%	36,34%	260,27%	-71,37%
Dividendos (40%)	0	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!
Retención Utilidades	2.272	2.390	3.259	2.602	11.741	745	2,20%	1,99%	2,10%	6,92%	1,07%	5,20%	36,34%	260,27%	-71,37%

Fuente: Informes Auditados e Internos PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 17. Indicadores Financieros (Expresado en Miles)

INDICADORES FINANCIEROS	2016	2017	2018	Mayo-19	2019	Mayo-20
LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	809	76	881	4.664	877	27.137
Liquidez	1,01	1,00	1,01	1,06	1,01	1,37
Prueba Ácida	0,68	0,65	0,59	0,63	0,62	0,88
SOLVENCIA						
Pasivo / Activo	0,70	0,71	0,71	0,71	0,69	0,71
Pasivo / Patrimonio	2,34	2,44	2,47	2,42	2,23	2,49
Pasivo / Ventas	0,91	0,86	0,73	0,64	0,70	0,82
Apalancamiento	3,34	3,44	3,47	3,42	3,23	3,49
ROTACIÓN						
Días de Cuentas por Cobrar	122	97	75	70	71	85
Días de Inventario	77	76	88	82	80	96
Días de Cuentas Por Pagar	125	102	92	75	46	135
Período de Conversión de Efectivo	74	71	71	77	106	46
RENTABILIDAD						
Margen Bruto/Ventas	12,26%	14,85%	13,56%	16,02%	16,03%	17,39%
Margen de Utilidad en Operaciones	4,38%	6,85%	5,59%	9,16%	7,46%	6,77%
EBITDA/Ventas	4,63%	7,01%	5,85%	12,17%	7,76%	7,15%
Utilidad Neta/Ventas	2,20%	1,99%	1,76%	3,44%	2,55%	1,51%
ROE	5,64%	5,65%	6,01%	12,95%	8,16%	4,59%
ROA	1,69%	1,64%	1,73%	3,78%	2,53%	1,32%
Dupont						
Margen Neto	2,20%	1,99%	1,76%	3,44%	2,55%	1,51%
Rotación Activo	0,77	0,83	0,98	1,10	0,99	0,87
Multiplicador de capital	3,34	3,44	3,47	3,42	3,23	3,49

Fuente: Informes Auditados e Internos PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 18.. Amortización de capital Clase 1

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago k+i
1	312,5	43,75	356,25
2	312,5	38,281	350,781
3	312,5	32,813	345,313
4	312,5	27,344	339,844
5	312,5	21,875	334,375
6	312,5	16,406	328,906
7	312,5	10,938	323,438
8	312,5	5,469	317,969
TOTAL	2,500,000	196,875	2,696,875

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 19. Amortización de capital Clase 2

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago k+i
1	375	84,375	459,375
2	375	77,344	452,344
3	375	70,313	445,313
4	375	63,281	438,281
5	375	56,25	431,25
6	375	49,219	424,219
7	375	42,188	417,188
8	375	35,156	410,156
9	375	28,125	403,125
10	375	21,094	396,094
11	375	14,063	389,063
12	375	7,031	382,031
TOTAL	4,500,000	548,438	5,048,438

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 20. Amortización de capital Clase 3

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago k+i
1	175	65,625	240,625
2	175	62,344	237,344
3	175	59,063	234,063
4	175	55,781	230,781
5	175	52,5	227,5
6	175	49,219	224,219
7	175	45,938	220,938
8	175	42,656	217,656
9	175	39,375	214,375
10	175	36,094	211,094
11	175	32,813	207,813
12	175	29,531	204,531
13	175	26,25	201,25
14	175	22,969	197,969
15	175	19,688	194,688
16	175	16,406	191,406
TOTAL	4,500,000	669,375	5,169,375

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 21. Amortización de capital Clase 4

Fecha de Pago	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago k+i
1	175	65,625	240,625
2	175	62,344	237,344
3	175	59,063	234,063
4	175	55,781	230,781
5	175	52,5	227,5
6	175	49,219	224,219
7	175	45,938	220,938
8	175	42,656	217,656
9	175	39,375	214,375
10	175	36,094	211,094
11	175	32,813	207,813
12	175	29,531	204,531
13	175	26,25	201,25
14	175	22,969	197,969
15	175	19,688	194,688
16	175	16,406	191,406
17	175	13,125	188,125
18	175	9,844	184,844
19	175	6,563	181,563
20	175	3,281	178,281
TOTAL	3,500,000	689,063	4,189,063

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 22. Necesidades Operativas de Fondos (Expresado en Miles)

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA								
CÁLCULO NOF	A.C.	+ Caja	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		+ Clientes	1.825	3.436	1.620	1.707	1.707	1.735
		+ Inventarios	32.229	33.660	31.776	32.726	32.726	32.474
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	32.782	31.764	35.794	37.731	1.925	37.169
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	34.145	18.230	39.225	41.984	41.984	43.312
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	10.681	30.789	11.727	12.361	12.361	12.562
FINANCIACIÓN	Incremento/Disminución NOF		22.009	19.841	18.238	17.819	-17.987	15.505
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	-	-9,85%	-8,08%	-2,30%	-200,94%	-186,20%
		+ Deudas largo plazo	45.621	53.063	47.599	47.599	47.599	47.599
		- Activos Inmovilizados	6.717	13.691	11.825	16.564	21.302	26.041
	F.M.	= Fondo de Maniobra	77.561	81.263	89.552	89.552	91.259	91.259
NOF-FM		-25.223	-14.510	-30.128	-25.389	-22.357	-17.618	
			47.232	34.350	48.366	43.209	4.370	33.123

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Tabla 12. Activos Libre de Gravamen (miles de Dólares)

TOTAL ACTIVOS	187.576
(-) Activos gravados	41.276
Subtotal Activos libres de gravamen	146.299
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	289
(-) Activos en Litigio*	2.403
(-) Monto de Impugnaciones Tributarias*	0
(-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	3.388
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	0
(-) Saldo de valores renta fija emitidos emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en circulación.	35.035
(-) Cuentas por cobrar con personas juridicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	0
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	2.601
Activos menos deducciones	102.584
Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones)	82.067.139,20
Nivel de Cobertura (80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)	2,34241599
Indicador (Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)	3,93

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 13. Indicadores macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv.Estd Muestral	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES								
Inflación anual (%)	3,4	1,1	-0,2	0,3	-0,1	0,90	1,49	-0,65
Crecimiento PIB real (%)	0,1	-1,2	2,4	1,3	-0,1	0,49	1,38	-0,43
INDICADORES EXTERNOS								
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,2	1,3	-0,3	-1,4	-0,07	-0,54	1,35	0,35
INDICADORES FISCALES								
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4,0	-5,6	-5,9	-3,7	-2,26	-4,26	1,48	1,35
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6,0	-7,3	-4,5	-1,2	-0,1	-3,81	3,08	1,21
Deuda pública interna / PIB (%)	12,6	12,5	14,2	12,5	14,75	13,31	1,08	1,34
Deuda pública externa / PIB (%)	20,4	25,7	30,4	32,6	38,02	29,43	6,72	1,28
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS								
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28.162	29.886	34.743	39.980	44.537	35.462	6.850	1,32
OTROS INDICADORES								
Precio del Petróleo WTI	48,7	43,3	50,8	65,2	61,8	54,0	8	0,95
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995,5	994,9	621,3	641,1	677,6	786,1	172	-0,63

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