

# INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

## **SURPAPEL CORP S.A.**

### SEGUNDA 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**

|   |    |
|---|----|
| <b>RESUMEN</b> .....  | 2  |
| <b>RACIONALIDAD</b> .....   | 2  |
| <b>DESCRIPCIÓN DE EMISOR</b> .....  | 4  |
| <b>DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES</b> .....                      | 5  |
| <b>RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO</b> .....                                   | 10 |
| <b>RIESGO SECTORIAL</b> .....   | 11 |
| <b>ANÁLISIS DEL RIESGO DE LA POSICIÓN DEL EMISOR Y GARANTE</b> .....        | 13 |
| <b>RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL</b> .....       | 17 |
| <b>ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA</b> .....                           | 18 |
| <b>ANÁLISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO</b> ..... | 23 |
| <b>ANEXOS</b> .....   | 26 |

**RESUMEN**

| Instrumento                                   | Calificación Asignada | Revisión      | Calificación Anterior |
|---|-----------------------|---------------|-----------------------|
| Segunda 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 Segunda Emisión de Obligaciones de la compañía SURPAPEL CORP 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 Diez Millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 10.000.000,00) para la Segunda 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 Segunda 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 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:

- El emisor se posiciona como una de las empresas más representativas del sector.
- Al ser la empresa parte de un grupo económico conformado por empresas relacionadas a la industria de la fabricación de papel y reciclado, se forma un clúster sólido el cual permite maximizar recursos y asegurar en gran parte la demanda de la empresa.
- SURPAPEL CORP S.A. perteneciente al Grupo SURPAPEL posee una participación de mercado del 36.59% en productos de exportación y productos de uso doméstico para el año 2018 respecto a las principales papeleras y cartoneras del país.
- En lo que respecta a los principales clientes de la empresa se evidencia una concentración casi totalitaria de la demanda de la empresa en la empresa relacionada Productora Cartonera S.A. (93,39%)
- La estructura de los principales clientes se mantiene con respecto al histórico. En lo que respecta a la estructura de los costos de producción, el 53,8% se concentra en materiales e insumos, 27,3% gastos de fabricación, 7,7% en mano de obra y el porcentaje complementario en gastos varios.
- 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. SURPAPEL CORP S.A. muestra una posición sólida y robusta en el mercado.

#### Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial:

- La estructura accionarial de la empresa se concentra mayoritariamente accionistas institucionales. La empresa holandesa International Packaging Systems Holdings Cooperatief U.A. se configura como principal accionista con el 48,27% de participación.
- Los lineamientos de buenas prácticas de Gobierno Corporativo con los que trabaja SURPAPEL CORP S.A., se centran principalmente en la toma de decisiones, además de distintas políticas tales como organizacionales, tecnológicas, comerciales, financieras, administrativas, de auditoría, entre otras, mismas que son establecidas en base a lo determinado por el Grupo SURPAPEL.

- La empresa muestra solidez en el gobierno de la corporación. El gobierno corporativo mantiene vigente la iniciativa de identificar y establecer políticas de mejoramiento continuo a través del involucramiento de todos los colaboradores de la empresa.
- la expectativa de la empresa es crecer ya que el mercado en general se encuentra en expansión. La cultura organizacional de la empresa es sólida y está orientada a valores de excelencia, responsabilidad y crecimiento continuo.

#### Riesgo de la Estructura Financiera:

- Los activos de la empresa presentaron un valor de USD 203,27 millones, mostrando una leve tendencia creciente desde el 2017 y ubicándose por encima del promedio del sector.
- Se observa un incremento de clientes (180,4%) en el acumulado a mayo, esta variación se atribuye por una variación significativa de las cuentas por cobrar relacionadas. A mayo de 2020 la empresa presentó otros activos por USD 33,37 millones.
- Las cuentas por cobrar se concentran principalmente en clientes relacionados; al corte de la información las cuentas por cobrar relacionadas representaron el 29,25% de los activos corrientes. Debido a los efectos comerciales negativos derivados de la emergencia nacional, la empresa ha deteriorado sus niveles de recuperación de cartera.
- Históricamente la empresa ha enfocado su estrategia de fondeo en el largo plazo; no obstante, debido a los efectos relacionados a la complicada coyuntura económica a la fecha de corte de la información se evidencia una tendencia creciente en el pasivo a corto plazo.
- La EBITDA presenta un deterioro significativo en términos comparativos con el periodo de mayo 2019, debido que los costos de producción significaron el 87,54% de los ingresos, proporción superior al promedio histórico de los mismos (84,32%).
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte fue de 0,89; representando un decrecimiento sustancial con respecto a mayo de 2019 (1,43).
- Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor presenta problemas para redimir el pasivo con costo. SURPAPEL CORP S.A. muestra holgura y solvencia en el mediano plazo y largo plazo.

#### Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado:

- La empresa a la fecha de corte de la información cumplió con todas las garantías y resguardos de ley.
- La presente emisión cuenta garantía específica de un fideicomiso mercantil irrevocable. A mayo de 2020 los flujos correspondientes al fideicomiso se mantienen sin valores pendientes.
- 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 1,1 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. El capital de trabajo fue de USD 6,947 millones.
- Entre los riesgos previsible relacionados al desenvolvimiento de la empresa se evidencian posibles medidas arancelarias, ingreso de nuevos competidores y eventos exógenos de carácter catastrófico.

### **DESCRIPCIÓN DE EMISOR**

SURPAPEL CORP S.A., nace como un proyecto del Grupo SURPAPEL, con el fin de complementar la integración de las empresas relacionadas, dentro de su línea de negocios de cartón corrugado. La inversión en SURPAPEL CORP S.A., se destinó a crear una línea de fabricación de papeles para corrugar, materia prima de las dos empresas relacionadas mencionadas anteriormente. El objetivo de las operaciones de SURPAPEL CORP S.A. es reducir el capital de trabajo de las dos empresas corrugadoras, así como reducir la dependencia a la importación de materia prima.

SURPAPEL CORP S.A. actualmente se dedica a la producción de papel Kraft y corrugado medio (bobinas de papel) para la industria de cajas de cartón corrugado, para lo cual cuenta con una

moderna planta productora de papel reciclado, siendo su capacidad anual instalada de 120.000 toneladas.

Con un total de 288 empleados, SURPAPEL CORP S.A., hasta el 31 de mayo de 2020 tiene ventas de más de USD 29,47 millones de dólares.

*Hechos Relevante*

- El 09 de junio se efectuó el pago del último cupón correspondiente a la Primera Emisión de Obligaciones de la compañía.
- En febrero de 2020 se produjo un incendio en uno de los patios de almacenamiento de SURPAPEL CORP S.A., mismo que no representó afectaciones mayores al desenvolvimiento del negocio.
- El 22 de mayo de 2020 FIDUCIARIA DE LAS AMÉRICAS el incumplimiento de los flujos generados por el derecho de cobro. El monto pendiente de cubrir ascendía a USD 5,55 millones.

**DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

*Tabla 1. Descripción de la Emisión de Obligaciones*

| SURPAPEL CORP S.A.                      |  |
|---|--|
| SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES         |  |
| <b>Monto Aprobado de la Emisión</b>     | Hasta USD 10,000,000.00  |
| <b>Monto no Redimido</b>                | USD 6.900.000  |
| <b>Resolución de Aprobación</b>         | SCVS-INMV-DNAR-2018-00009467   |
| <b>Junta de Accionistas</b>             | 11/6/2018  |
| <b>Títulos de las Obligaciones</b>      | Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.  |
| <b>Clase y Plazo de la Emisión</b>      | Clase A: 1,080 días      Clase B: 1,440 días   |
| <b>Rescates Anticipados</b>             | Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el Art. 168 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, se requerirá de la Resolución unánime de los Obligacionistas, tomada en Asamblea General. Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado. |
| <b>Contrato Underwriting</b>            | No contempla contrato de underwriting  |
| <b>Tipo de Oferta</b>                   | Pública  |
| <b>Sistema de Colocación</b>            | Bursátil   |
| <b>Tasa de Interés</b>                  | Clase A: 8.75% Anual      Clase B: 9.00% Anual   |
| <b>Agente Colocador</b>                 | Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL  |
| <b>Agente Estructurador y Legal</b>     | Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL  |
| <b>Agente Pagador</b>                   | Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A.   |
| <b>Tipo de Garantía</b>                 | Garantía General   |
| <b>Amortización de Capital</b>          | Pagos Trimestrales   |
| <b>Destino de los Recursos</b>          | Se destinarán en un 100% para sustitución de pasivos no financieros de menor plazo y/o mayor costo.  |
| <b>Representante de Obligacionistas</b> | Mobo Law Firm Cherrez & Proaño Cía. Ltda.  |

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| <b>Garantía Específica</b>      | No contempla Garantía Específica                                      |
| <b>Emisiones en circulación</b> | Primera Emisión de Papel Comercial; USD 10 millones; Vencimiento 2021 |
|                                 | Primera Emisión de Obligaciones; USD 15 millones; Vencimiento 2020    |
|                                 | Segunda Emisión de Obligaciones; USD 10 millones; Vencimiento 2022    |

**Fuente:** SURPAPEL CORP S.A.

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

De acuerdo con la normativa vigente<sup>1</sup>, los valores emitidos contarán con una Garantía General otorgada por SURPAPEL CORP 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, SURPAPEL CORP S.A. presentó un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de interés equivalente al 27,58% de los Activos de la empresa.

### **MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN**

El instrumento está respaldado con garantía general por parte de SURPAPEL CORP 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 85,65 millones (cupó de la emisión); evidenciando un nivel de cobertura de 4,61 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 6,76 veces, cumpliendo con lo estipulado en la normativa vigente.

#### *Procesos Legales Activos*

La compañía SURPAPEL CORP S.A., presenta 12 procesos legales los cuales no representan contingencia alguna para la compañía. 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 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.

<sup>1</sup> Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero

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 restructuración de la deuda con el grupo más grande de tenedores de bono. El Ejecutivo detalló que dicha restructuración 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*

| Línea de Tiempo | Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador      |  |  |
|-----------------|---|--|--|
|                 | 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 multilaterales<sup>2</sup> 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

<sup>2</sup> 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.

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 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.

Con respecto a las fuerzas competitivas<sup>4</sup>, 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 conciencia 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 salida<sup>5</sup>.

### ***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 afectó 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

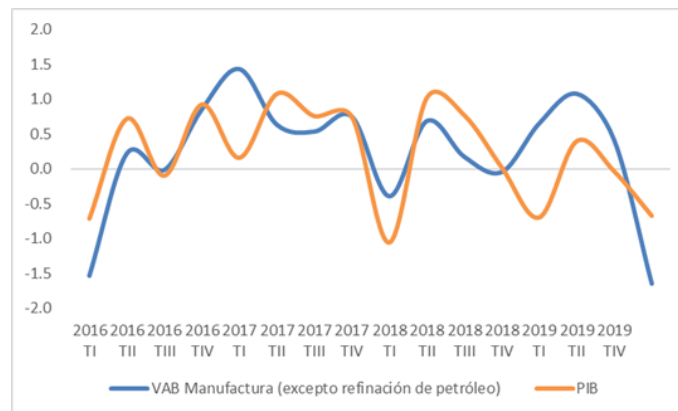
---

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Marketline Global InduRep, Global – Papel y Cartón, diciembre 2018

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 de la fabricación de papel 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 digitales<sup>6</sup>. 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 empresas<sup>7</sup> que más ingresos generaron dentro de la industria de SURPAPEL CORP S.A.<sup>8</sup>, las ventas en el 2018 fueron de USD 468,75 millones de dólares, que representó un crecimiento del 25,83% en comparación a los USD 372,53 millones de dólares del 2017. La rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas indica que el 11,56% 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 66,65%.

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 | 327.434             | -         | 27.271 | -         | 8,33%             |
| 2017 | 372.533             | 13,77%    | 32.512 | 19,22%    | 8,73%             |
| 2018 | 468.745             | 25,83%    | 54.182 | 66,65%    | 11,56%            |

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

<sup>6</sup> Zoom al sector: Papel y Cartón; noviembre 2018

<sup>7</sup> Se consideraron las siguientes empresas: Cartones Nacional S.A., IN.CAR.PALM. Industria Cartonera PALMAR S.A., SURPAPEL CORP S.A., Corrugadora Nacional Cransa S.A., Graphicsource C.A., CONVERSA Convertidora de Papel S.A., ASUNCORP S.A., Cajas y Empaques Industriales CLUSTERPACK CPK S.A., Convertidora Cuenca Intriago S.A. CONVERCISA, Cajas y Empaques Industriales Clusterpack S.A.

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 a las actividades y 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 de acuerdo con las leyes de la República del Ecuador el 18 de octubre de 2010 y se inscribió en el Registro Mercantil del Cantón Durán el 05 de enero del 2011. El emisor mantiene vigente un programa de Papel Comercial y la Segunda Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores.

### ***Posición Competitiva del Emisor***

El emisor se posiciona como una de las empresas más representativas del sector a pesar de contar con menos tiempo de interacción en el mercado con respecto a sus principales competidores. Al ser la empresa parte de un grupo económico conformado por empresas relacionadas a la industria de la fabricación de papel y reciclado, se forma un clúster sólido permitiendo de esta manera maximizar recursos y asegurar en gran parte la demanda de la empresa.

SURPAPEL S.A. perteneciente al Grupo SURPAPEL posee una participación de mercado del 36.59% en productos de exportación y productos de uso doméstico para el año 2018 respecto a las principales papeleras y cartoneras del país. La empresa desarrolla bobinas de papel, papeles y gramajes especiales para cada cliente, que cumplan con lo siguiente para cada categoría:

- Productos High Performance entre 130 y 270 gr/m<sup>2</sup>.
- Ondas HP encolada para sustituir la onda semi química que se usa en las cajas de fruta.
- Ondas para el M<sup>o</sup> industrial de 130 grs up.

La gama de productos que ofrece SURPAPEL S.A. es la siguiente:

- TEST LINER: productos High Performance entre 130 y 175 gr/m<sup>2</sup>.
- LINER: sustituir LINER virgen con LINER Andino en base a papeles reciclados, entre 175 y 275 GM<sup>2</sup>.

- LINER Blanco: productos High Performance y UHP entre 125 y 350 gr/m2 y papeles Eco White.

**Principales Competidores**

En el segmento específico en el que se desenvuelve SURPAPEL CORP S.A. existen varios oferentes del tipo de producto en el que la empresa se ha especializado (producción de papel Kraft y corrugado medio (bobinas de papel) para la industria de cajas de cartón corrugado). Los principales competidores de acuerdo con su actividad específica se detallan a continuación:

- PAPELERA NACIONAL S.A.
- CARTOPEL S.A.I.
- CARTORAMA C.A.
- Industria Cartonera Asociada S.A.

**Principales Clientes**

En lo que respecta a los principales clientes de la empresa se evidencia una concentración muy alta totalitaria de la demanda de la empresa en la empresa relacionada Productora Cartonera S.A. (93,39%). Con respecto a diciembre y mayo de 2019 se mantiene la estructura de los clientes de la empresa. En términos de aseguramiento de la demanda SURPAPEL CORP S.A. se encuentra en una posición sólida por la relación con su principal cliente, mitigando de esta manera los riesgos asociados a la alta concentración de la demanda. 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 mantener una posición competitiva en el mediano y largo plazo.

Respecto a la política de cobranzas, todo cliente nuevo inicia la relación comercial al contado. (excepto clientes AAA, sin embargo, deben de tener los documentos respectivos para análisis y archivo de carpeta). Se debe cancelar el 100% del pedido solicitado. Una vez confirmado el pago se aprueba la producción y despacho. El tiempo mínimo para que el cliente solicite días crédito es de 6 meses de relación comercial, posterior a ello se realizará un análisis y evaluación y de acuerdo con su historial crediticio y demás parámetros, se concederá de 8 a 15 días de crédito con cheque post fechado al vencimiento.

De acuerdo con el comportamiento crediticio del cliente y de acuerdo con sus necesidades y volumen de compra, el cliente puede solicitar ampliación de días de crédito. Los días de crédito que pueden ser aprobado son: 21 -30 - 45 - 60 - 90 y 120 días. Además, para poder acceder a líneas de crédito con la empresa el cliente debe estar en lista blanca en el SRI y Superintendencia de Compañías; y se debe solicitar cupo COFACE. De no ser aceptado por la aseguradora, se debe hacer firmar un pagaré por el monto proyectado de ventas al cliente. A continuación, se presenta el detalle de los principales clientes a mayo de 2020:

*Tabla 5. Principales Clientes*

| Cliente   | % Participación 2019 | % Participación may-2020 |
|---|----------------------|--------------------------|
| PRODUCTORA CARTONERA S.A.                       | 94,95%               | 93,39%                   |
| INDUSTRIA CARTONERA ECUATORIANA S.A.            | 3,93%                | 2,72%                    |
| EMPAQUES INDUSTRIALES DE COLOMBIA S.A.S         | 0,00%                | 0,88%                    |
| CELLAGAR S.A.                                   | 0,12%                | 0,74%                    |
| REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.             | 0,59%                | 0,67%                    |
| MASTERTUB S.A.                                  | 0,26%                | 0,48%                    |
| DISTRIBUIDORA Y COMERCIALIZADORA LADELCA, SRL   | 0,00%                | 0,40%                    |
| SOLUPAPER PERU SAC                              | 0,00%                | 0,33%                    |
| ENVATUB SA                                      | 0,03%                | 0,21%                    |
| PAPELES ABSORBENTES LA REFORMA ABSOREFORMA S.A. | 0,11%                | 0,18%                    |
| <b>Total</b>                                    | <b>100,00%</b>       | <b>100,00%</b>           |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

**Principales Proveedores**

Analizado los proveedores de SURPAPEL CORP S.A. se evidencia una concentración moderada. Los proveedores se agrupan en Ecuador y Estados Unidos, cabe señalar que a pesar de la pandemia no se han evidenciado problemas relacionados al provisionamiento de insumos para el desenvolvimiento de las actividades industriales de la compañía. La estructura de los principales clientes se mantiene con respecto al histórico. En lo que respecta a la estructura de los costos de producción, el 53,8% se concentra en materiales e insumos, 27,3% gastos de fabricación, 7,7% en mano de obra y el porcentaje complementario en gastos varios. Los principales proveedores a la fecha de corte de la información son:

*Tabla 6. Proveedores*

| Proveedor                            | % Participación 2019 | % Participación may-2020 |
|--------------------------------------|----------------------|--------------------------|
| REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.  | 30,09%               | 30,67%                   |
| HIDROALTO GENERACION DE ENERGIA S.A. | 12,44%               | 16,58%                   |
| REPAPERS                             | 6,54%                | 15,21%                   |
| BARNETT CORPORATION INC.             | 20,15%               | 8,36%                    |
| CellMark Paper Inc                   | 10,70%               | 6,70%                    |
| SERVIRESIDUOS S.A.                   | 0,00%                | 5,85%                    |
| PRODUCTORA CARTONERA S.A.            | 9,14%                | 4,96%                    |
| VECTORQUIM CIA. LTDA.                | 4,09%                | 4,77%                    |
| SOLUPAPER PERU SAC                   | 0,14%                | 4,13%                    |
| VEPAMIL S.A.                         | 6,70%                | 2,76%                    |
| <b>Total</b>                         | <b>100,00%</b>       | <b>100,00%</b>           |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

**Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor**

Analizando los últimos tres años, en el año 2017 no logró el cumplimiento total de ventas proyectadas para ese año, luego de una recesión fuerte en el año 2016 en donde la economía ecuatoriana se vio afectada en todos sus sectores, las ventas fueron de 62 millones de dólares, un cumplimiento presupuestario del 65%. Exactamente lo opuesto aconteció en el 2018, siendo este un año histórico para la empresa, periodo en el que las expectativas de ventas fueron completadas y superadas totalmente, en el 2018 las ventas se ubicaron por sobre los 96 millones de dólares.

No obstante, los excelentes resultados en ventas logrados en el 2018 y conscientes de la situación del sector, SURPAPEL CORP S.A. proyectó un decrecimiento en sus ingresos para el 2019 en alrededor de un 22,25%, debido principalmente a la caída de los precios internacionales de papel, esperando que no existan mayores afectaciones en la rentabilidad, dado que los precios del reciclado disminuyeron también, lo que a su vez reduce los costos de producción. Con resultados reales internos del 2019, se evidencia que el decrecimiento de ingresos fue de 15,58%, en tanto que la rentabilidad operativa incrementó en 0,03 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2018.

A la fecha de corte de la información, el papel onda se sigue posicionando como la línea de negocio más representativa de la empresa con el 48,46% de la producción. Es importante señalar el aumento en la productividad de la capacidad instalada en la planta de producción, viéndose reflejado en un mejor rendimiento en el análisis comparativo con mayo de 2019. En términos generales se ha mantenido la estructura de la línea de negocio en el último año. A continuación, se detallan las estadísticas de ventas por línea de negocio de la empresa:

Tabla 7. Estadística de Ventas (cifras en miles)

| Línea de Negocio            | May-19 (12 meses) |                | 2019          |                | May-20 (12 meses) |                |
|-----------------------------|-------------------|----------------|---------------|----------------|-------------------|----------------|
|                             | USD               | %              | USD           | %              | USD               | %              |
| Papel Onda                  | 37.288            | 53,49%         | 41.324        | 50,64%         | 39.752            | 48,46%         |
| Papel Liner                 | 19.625            | 28,15%         | 21.987        | 26,94%         | 21.630            | 26,37%         |
| Papel Importado             | 312               | 0,45%          | 11.839        | 14,51%         | 16.343            | 19,92%         |
| Papel Gemelado Onda         | 0                 | 0,00%          | 0             | 0,00%          | 837               | 1,02%          |
| Papel Gemelado Liner        | 0                 | 0,00%          | 0             | 0,00%          | 488               | 0,59%          |
| Bobinas de papel            | 0                 | 0,00%          | 0             | 0,00%          | 0                 | 0,00%          |
| Laminado                    | 388               | 0,56%          | 265           | 0,32%          | 103               | 0,13%          |
| Cartulina y Lamina          | 0                 | 0,00%          | 0             | 0,00%          | 3                 | 0,00%          |
| Esquineros, pallets, canuto | 1.222             | 1,75%          | 1.022         | 1,25%          | 763               | 0,93%          |
| Otros                       | 10.877            | 15,60%         | 5.169         | 6,33%          | 2.109             | 2,57%          |
| <b>Ventas</b>               | <b>69.712</b>     | <b>100,00%</b> | <b>81.606</b> | <b>100,00%</b> | <b>82.030</b>     | <b>100,00%</b> |

Fuente: SURPAPEL CORP 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. SURPAPEL CORP 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 en ventas para el presente año.

### ***Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio***

Tabla 8. Indicadores de Eficiencia y Rentabilidad

| Eficiencia                      |   | Promedio Industria |      | SURPAPEL CORP S.A. |        |         |
|---------------------------------|---|--------------------|------|--------------------|--------|---------|
|                                 |   | 2017               | 2018 | Mayo-19            | 2019   | Mayo-20 |
| Días de cartera                 | d | 69                 | 81   | 63                 | 62     | 149     |
| Días de inventario              | d | 112                | 150  | 128                | 139    | 104     |
| Días de proveedores             | d | 97                 | 129  | 41                 | 215    | 84      |
| Ciclo de conversión de efectivo | d | 83                 | 102  | 150                | -15    | 169     |
| Utilidad/Ventas                 | % | 0,02               | 0,04 | 4,70%              | 2,24%  | -2,01%  |
| Ventas /Activo                  | % | 0,80               | 0,91 | 34,13%             | 40,28% | 36,58%  |
| Margen Bruto / Venta            | % | 0,17               | 0,19 | 17,94%             | 16,77% | 12,46%  |
| ROA                             | % | 0,01               | 0,04 | 0,67%              | 0,90%  | -0,94%  |
| ROE                             | % | 0,08               | 0,18 | 2,43%              | 3,38%  | -4,06%  |

Fuente: SURPAPEL CORP 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 mejoría en los resultados obtenidos de los clientes de la empresa en sus respectivos sectores. Al mes de mayo el indicador se deterioró ubicándose en 149 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. La empresa proyecta un mejor rendimiento que el sector en este aspecto.

Hasta diciembre del 2019 la empresa presentó una tendencia cíclica en los días de inventario, cerrando el 2019 con 139 días (histórico de la empresa por debajo del promedio del sector), sin embargo; pese a las afectaciones en las actividades comerciales el apalancamiento de la demanda que mantiene la empresa ha mitigado el impacto hacia el aumento de los días de inventarios. A mayo del 2020 los días de inventario fueron de 104 días.

Los días de cuentas por pagar a la fecha de corte presenta un decrecimiento significativo con respecto a diciembre 2019. En lo que respecta a este indicador, la empresa se encuentra en una posición por debajo del promedio del sector. Al mes de mayo del 2020 este indicador fue de 84 días. Por consiguiente, el ciclo de conversión de efectivo se deterioró levemente 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 sus productos. Adicionalmente, se debe considerar los riesgos por causas externas (desastres naturales). Con el objetivo de mitigar estos riesgos, SURPAPEL CORP S.A. cuenta con pólizas de seguro que mitigan los riesgos operativos relacionados.

La rentabilidad de la empresa se deterioró presentando una pérdida neta de USD 2,12 millones al corte de la información. El aumento significativo de los gastos financieros, así como de los gastos operativos 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 -0,73% y -3,16% en mayo de 2020 respectivamente; históricamente estos indicadores se han mostrado en una posición desfavorable 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 empresa holandesa International Packaging Systems Holdings Cooperatief U.A. se configura como principal accionista con el 48,27% de participación. A la fecha de corte de información la empresa cuenta con un capital suscrito y pagado de USD 50,13 millones.

Cabe destacar que SURPAPEL CORP S.A. tienen participación de capital en 2 sociedades, mismas que guardan relación estratégica con el giro de negocio de la empresa (suministro de energía, proveedora de material reciclado). El número de empresas vinculadas mediante accionistas y administradores es moderado; formando estas empresas una integración estratégica por abarcar diversos aspectos de la cadena de valor.

Los lineamientos de buenas prácticas de Gobierno Corporativo con los que trabaja SURPAPEL CORP S.A., se centran principalmente en la toma de decisiones, además de distintas políticas tales como organizacionales, tecnológicas, comerciales, financieras, administrativas, de auditoría, entre otras, mismas que son establecidas en base a lo determinado por el Grupo SURPAPEL.

Actualmente, la compañía cuenta con manuales de políticas y procesos para mitigar los riesgos relacionados a la emergencia sanitaria nacional, los mismos que son observados y puestos en práctica. A la fecha de corte de la información la empresa cumplió con sus obligaciones patronales y tributarios con los órganos pertinentes.

### ***Gobierno de la Corporación***

La empresa muestra solidez en el gobierno de la corporación. La experiencia de la alta gerencia, así como los lineamientos de buenas practicas corporativas que maneja el grupo empresarial al cual pertenece la empresa, refuerzan la estructura y direccionamiento de SURPAPEL CORP S.A.

El gobierno corporativo mantiene vigente la iniciativa de identificar y establecer políticas de mejoramiento continuo a través del involucramiento de todos los colaboradores de la empresa. Con esta política se busca encausar las aspiraciones del personal y fomentar el trabajo en equipo, de tal forma, que se integren y coordinen los esfuerzos de todas las áreas de las compañías que conforman el grupo en una misma dirección, dentro de un marco de confianza, el mismo que es fundamental para cumplir con los objetivos de la administración.

Los sistemas organizativos modernos y el mejoramiento de los procesos internos son de suma importancia para que la empresa incremente sus niveles de productividad, eficiencia y eficacia en su gestión. La empresa cuenta con buenas prácticas de Gobierno Corporativo, que incluye los siguientes aspectos:

- Asegurar el tratamiento equitativo para todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros.

- Dar certidumbre y confianza a los inversionistas y terceros interesados sobre la conducción honesta y responsable de los negocios de la sociedad.
- Asegurar que haya una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.

### ***Política y Estrategia Corporativa***

Las estrategias del 2019 se orientaron a la consolidación de las inversiones realizadas, garantizando la calidad del producto y optimizando la utilización de los recursos, obteniendo de esta forma costos competitivos y logrando alcanzar la meta de producir 10,000 toneladas por mes.

En este sentido, se ha alcanzado una estabilidad en máquinas del 95% y se ha logrado integrar en un 90% el papel del molino con su principal cliente (Productora Cartonera S.A.) al manejar el mismo ancho de bobina que utiliza la corrugadora de este, reduciendo el TRIM (desperdicio) y logrando ahorros importantes a nivel de logística al estar ambas empresas dentro del mismo complejo industrial.

En relación con el año 2020 la expectativa de la empresa es crecer ya que el mercado en general se encuentra en expansión. En este sentido, el mercado de empaques y cajas está creciendo, a pesar de que los precios han bajado, estos se están estabilizando. Adicionalmente, el costo de la materia prima ha disminuido es decir se existe la posibilidad de una mejor estructura de costos que incremente la rentabilidad. La cultura organizacional de la empresa es sólida y está orientada a valores de excelencia, responsabilidad y crecimiento continuo.

### **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                                | 51.663    | 180.304 | 204.280 | 204.257 | 203.267 | 224.987 | 195.950            |
| Pasivo                                | 33.278    | 127.143 | 149.426 | 148.038 | 148.943 | 172.785 | 141.837            |
| Patrimonio                            | 10.983    | 53.161  | 54.854  | 56.219  | 54.324  | 52.202  | 54.113             |
| Ventas                                | 46.875    | 62.580  | 96.943  | 69.712  | 81.880  | 82.303  | 80.468             |
| Margen Bruto                          | 8.712     | 9.024   | 14.727  | 12.503  | 13.728  | 12.191  | 12.493             |
| EBITDA                                | 5.418     | 6.803   | 12.584  | 9.994   | 10.545  | 8.751   | 9.977              |
| EBIT                                  | 3.160     | 6.803   | 9.975   | 9.994   | 10.545  | 8.751   | 9.108              |
| EAT ( Utilidad o Pérdida del periodo) | 1.091     | 1.243   | 2.812   | 3.276   | 1.837   | -1.650  | 1.964              |
| Utilidad/Venta                        | 4,19%     | 1,99%   | 2,90%   | 4,70%   | 2,24%   | -2,01%  | 2,38%              |
| Ventas / Total Activos                | 90,73%    | 34,71%  | 47,46%  | 34,13%  | 40,28%  | 36,58%  | 40,82%             |
| Total Activos / Patrimonio            | 470,41%   | 339,17% | 372,41% | 363,32% | 374,18% | 430,99% | 0,00               |
| ROA                                   | 3,80%     | 0,69%   | 1,38%   | 1,60%   | 0,90%   | -0,73%  | 0,99%              |
| ROE                                   | 17,89%    | 2,34%   | 5,13%   | 5,83%   | 3,38%   | -3,16%  | 3,62%              |
| NOF/VENTAS                            | 22,00%    | 8,64%   | -4,18%  | 11,76%  | -1,00%  | -11,54% | 1,15%              |
| FM/VENTAS                             | -15,69%   | -55,90% | -48,31% | -69,49% | -61,20% | -41,65% | -55,14%            |
| Ebitda/ Gasto Financiero              | 4,96      | 1,27    | 2,16    | 1,43    | 1,29    | 0,89    | 0,00               |
| Deuda/ Ebitda                         | 0,85      | 4,96    | 2,82    | 5,06    | 5,21    | 7,09    | 0,00               |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### Estructura Financiera

A diciembre del 2019 los activos de la empresa presentaron un valor de USD 203,27 millones, mostrando una leve tendencia creciente 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 876 mil. Adicionalmente se observa un incremento de clientes (180,4%) en el acumulado a mayo, esta variación se atribuye a las cuentas por cobrar relacionadas. Cabe recalcar que a mayo de 2020 la empresa presentó otros activos por USD 33,37 millones.

En lo que respecta a los activos fijos, los activos tangibles de la empresa fueron de USD 130,84 millones al corte de variación representando este valor una variación del- 4,28% con respecto a mayo de 2019. Las cuentas por cobrar se concentran principalmente en clientes relacionados; al corte de la información las cuentas por cobrar relacionadas representaron el 29,25% de los activos corrientes.

Las cuentas por cobrar fueron de USD 36,7 millones y se concentran en un 93,26% en cartera vencida (67,61% de esta vencida a menos de 30 días). Debido a los efectos comerciales negativos derivados de la emergencia nacional, la empresa ha deteriorado sus niveles de recuperación de cartera; cabe recalcar que esta cartera vencida se concentra en una empresa del grupo empresarial al cual pertenece el emisor y existe el compromiso de pronto pago por parte de la empresa deudora. Su principal cliente se desempeña en un sector defensivo, mismo que ha mejorado su rendimiento en los últimos meses.

En lo que respecta a los pasivos de la empresa, estos presentan una tendencia constante 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 172,78 millones. Históricamente la empresa ha enfocado su estrategia de fondeo en el largo plazo; no obstante, debido a los efectos relacionados a la complicada coyuntura económica a la fecha de corte de la información se evidencia una tendencia creciente en el pasivo a corto plazo. Dentro de los pasivos corrientes sobresalen los pasivos sin costo

representando en promedio el 18,72% del total de activos del 2016 al 2019. Al mes de mayo de 2020, esta cuenta presentó un saldo de USD 16,43 millones (7,3% de los activos).

Por su parte, los pasivos no corrientes mostraron un decrecimiento del 10,54% 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 44,65 millones al corte de la información. Finalmente, en lo que respecta al estado de situación, el patrimonio de la empresa fue de USD 52,2 millones en mayo de 2020, significando un decrecimiento del 7,15% con respecto al mismo mes del 2019. Al corte de información los resultados acumulados presentaron un saldo negativo de USD 862 mil.

### ***Estado de Resultados***

Los ingresos de la empresa presentaron un decrecimiento del 15,54% 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 leve crecimiento de los ingresos del 1,46%. 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 deterioro al corte de la información (12,46% de los ingresos); no obstante, la EBITDA presenta un deterioro significativo en términos comparativos con el periodo de mayo 2019, debido que los costos de producción significaron el 87,54% de los ingresos, proporción superior al promedio histórico de los mismos (84,32%). Es menester recalcar que la empresa muestra mejores resultados en la EBITDA con respecto al rendimiento del sector.

Los resultados EBIT presentan un crecimiento significativo en los últimos dos años con un valor de USD 10,54 millones a diciembre de 2019, sin embargo, en el comparativo de mayo en los dos últimos periodos la EBIT decreció en 43,09%. Los gastos financieros de la empresa tienen un rol fundamental en la explicación de pérdida neta presentada por el emisor al corte de la información. En proporción a los ingresos, los gastos financieros en mayo de 2020 representaron el 15,43%; cifra superior al promedio histórico (8,10%); en este periodo los gastos mencionados fueron de USD 4,55 millones (variación de 56,57% con respecto a mayo de 2019).

La utilidad neta de la empresa muestra una tendencia cíclica en el análisis histórico del 2017 al 2019. A la fecha de corte de la información la empresa presentó una pérdida neta de USD 2,12 millones, deterioro significativo con respecto a mayo de 2019, periodo en donde el emisor obtuvo una utilidad neta de USD 1,36 millones.

### ***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 estás se ubicaron con un saldo negativo de USD 815 mil. Se estima que las necesidades operativas de fondeo para 2020 serán de USD 37,01 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 las cuentas por pagar a proveedores del 66,55% y del 23,5% en 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 44,54 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 29,01 millones. El fondo de maniobra muestra resultados deficitarios debido al elevado monto de activos inmovilizados que muestra la empresa. La empresa se vería en la necesidad de recurrir a fuentes de financiamiento externo para cubrir sus actividades operativas en el corto plazo.

### 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 1,18; representando una disminución leve con respecto a mayo de 2019. El indicador presentó una tendencia creciente del 2017 al 2019. 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 0,89; representando un decrecimiento sustancial con respecto a mayo de 2019 (1,43). 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 7,09 al corte de la información, representando un deterioro con respecto a diciembre y mayo del 2019 (periodo en donde el indicador fue de 5,21 y 5,06 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  | Crecimiento en Ventas | Días de Cobro | Días de Inventario | Días de Proveedores | EBITDA/Ventas |
| ESTÁNDAR     | 2020 | -4,44%                | 163           | 104                | 82                  | 10,63%        |
|              | 2021 | 1,18%                 | 155           | 102                | 82                  | 11,40%        |
|              | 2022 | 1,18%                 | 155           | 102                | 82                  | 11,40%        |
|              | 2023 | 2,96%                 | 150           | 100                | 85                  | 13,00%        |
|              | 2024 | 2,96%                 | 150           | 100                | 85                  | 13,00%        |
| PESIMISTA I  | 2020 | -5,20%                | 181           | 114                | 74                  | 9,46%         |
|              | 2021 | 0,42%                 | 172           | 112                | 74                  | 10,15%        |
|              | 2022 | 0,42%                 | 172           | 112                | 74                  | 10,15%        |
|              | 2023 | 2,20%                 | 166           | 110                | 77                  | 11,57%        |
|              | 2024 | 2,20%                 | 166           | 110                | 77                  | 11,57%        |
| PESIMISTA II | 2020 | -5,96%                | 199           | 124                | 66                  | 8,30%         |
|              | 2021 | -0,34%                | 189           | 122                | 66                  | 8,90%         |
|              | 2022 | -0,34%                | 189           | 122                | 66                  | 8,90%         |
|              | 2023 | 1,44%                 | 183           | 119                | 69                  | 10,15%        |
|              | 2024 | 1,44%                 | 183           | 119                | 69                  | 10,15%        |

Fuente: SURPAPEL CORP 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 deficitario de USD 32,72 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -3,90. 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 Libre Escenario Estándar (miles de dólares)

| ESCENARIO ESTÁNDAR              |         |        |        |        |        |          |
|---------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|----------|
|                                 | 2020    | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | Promedio |
| Crecimiento Ventas %            | -4,44%  | 1,18%  | 1,18%  | 2,96%  | 2,96%  | 0,22%    |
| Ventas                          | 69.443  | 73.525 | 73.525 | 74.814 | 74.814 | 72.827   |
| Ciclo de Conversión de Efectivo | 185     | 175    | 175    | 165    | 165    | 175      |
| Margen Bruto / Ventas           | 14,00%  | 15,50% | 15,50% | 18,00% | 18,00% | 15,75%   |
| EBITDA / Ventas                 | 10,63%  | 11,40% | 11,40% | 13,00% | 13,00% | 11,61%   |
| Flujo de Caja Libre (FCL)       | -32.722 | 5.405  | 5.790  | 7.056  | 6.172  | -3.618   |
| FCL/Gastos Financieros          | -3,90   | 0,61   | 0,63   | 0,74   | 0,62   | -0,48    |
| Deuda/FCL                       | -1,66   | 12,53  | 14,00  | 13,37  | 17,44  | 9,56     |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En el escenario Pesimista I se obtuvo un flujo de caja libre deficitario de USD 39,12 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -4,43. 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 %            | -5,20%  | 0,42%  | 0,42%  | 2,20%  | 2,20%  | -0,54%   |
| Ventas                          | 68.890  | 72.973 | 72.973 | 74.262 | 74.262 | 72.274   |
| Ciclo de Conversión de Efectivo | 221     | 210    | 210    | 199    | 199    | 210      |
| Margen Bruto / Ventas           | 14,00%  | 15,50% | 15,50% | 18,00% | 18,00% | 15,75%   |
| EBITDA / Ventas                 | 9,46%   | 10,15% | 10,15% | 11,57% | 11,57% | 10,33%   |
| Flujo de Caja Libre (FCL)       | -39.115 | 5.196  | 5.747  | 7.024  | 6.127  | -5.287   |
| FCL/Gastos Financieros          | -4,43   | 0,56   | 0,60   | 0,70   | 0,59   | -0,64    |
| Deuda/FCL                       | -1,39   | 13,04  | 14,10  | 13,43  | 17,57  | 9,79     |

Fuente: SURPAPEL CORP 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 45,40 millones. Adicionalmente se evidencia un nivel cobertura de los gastos financieros mediante el flujo de -4,9. 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 13. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

| ESCENARIO PESIMISTA II          |         |        |        |        |        |          |
|---------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|----------|
|                                 | 2020    | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | Promedio |
| Crecimiento Ventas %            | -5,96%  | -0,34% | -0,34% | 1,44%  | 1,44%  | -1,30%   |
| Ventas                          | 68.338  | 72.420 | 72.420 | 73.709 | 73.709 | 71.722   |
| Ciclo de Conversión de Efectivo | 257     | 245    | 245    | 234    | 234    | 245      |
| Margen Bruto / Ventas           | 14,00%  | 15,50% | 15,50% | 18,00% | 18,00% | 15,75%   |
| EBITDA / Ventas                 | 8,30%   | 8,90%  | 8,90%  | 10,15% | 10,15% | 9,06%    |
| Flujo de Caja Libre (FCL)       | -45.401 | 4.982  | 5.703  | 6.990  | 6.081  | -6.931   |
| FCL/Gastos Financieros          | -4,90   | 0,51   | 0,57   | 0,67   | 0,56   | -0,79    |
| Deuda/FCL                       | -1,20   | 13,60  | 14,21  | 13,50  | 17,70  | 10,03    |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Analizando las proyecciones en su conjunto, se evidencia que el emisor 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. Se observa la necesidad de una reestructuración del pasivo con costo para mantener una buena salud financiera de la empresa. SURPAPEL CORP S.A. muestra holgura y solvencia en el mediano plazo y largo plazo.

## ANALISIS DE RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ SURPAPEL CORP S.A, se compromete durante la vigencia de la **Segunda 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 1,2. 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 1,1 cumpliendo de esta manera con la normativa establecida. Por su parte el capital de trabajo fue de USD 6,947 millones al corte de la información; se evidencia una tendencia creciente del indicador. Por su parte, la prueba ácida presentó un valor de 0,83 al mes de mayo del 2020, evidenciándose una mejora en el indicador con respecto al mismo mes del 2019.

El indicador de presencia bursátil<sup>9</sup> 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 Segunda Emisión registra 4 transacciones en el mercado secundario equivalente a un monto negociado de USD 1,3 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.

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.

---

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

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        | 1,50   | 1,42 | 1,36 | 1,30    |
| 2   | Endeudamiento Patrimonial | 2,39   | 2,72 | 2,74 | 3,31    |
| <b>Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información</b> |                           |  |      |      |         |
| Cumple  | Garantía General          | Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen  |      |      | 14,79%  |
| Cumple  | Resguardos de Ley         | 1. La razón de liquidez o circulante, promedio semestral   |      |      | 1,10    |
|   |                           | 2. Los Activos Reales sobre los Pasivos, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo  |      |      | 1,30    |
| Cumple  | Limite de Endeudamiento   | La compañía mantendrá semestralmente la relación pasivo total sobre patrimonio menor o igual a tres punto cinco (3.5) veces, durante el plazo que esté vigente este programa de papel comercial. |      |      | 3,31    |
| Cumple  | Garantía Específica       | Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Administración de Flujos  |      |      | SÍ      |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

### **Límite de Endeudamiento**

Mantener semestralmente un indicador promedio de pasivo/patrimonio no mayor a 3.5 veces a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

### **Garantía Específica**

Fideicomiso Mercantil Irrevocable “FORTALECIMIENTO – SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SURPAPEL CORP”, el cual consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del CONSTITUYENTE, de la FIDUCIARIA, del BENEFICIARIO o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la FIDUCIARIA.

Tabla 15. *Descripción del Fideicomiso*

| Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Fortalecimiento – Segunda Emisión de Obligaciones SURPAPEL CORP” |  |
|---|--|
| <b>Constituyente</b>  | SURPAPEL CORP S.A.   |
| <b>Fiduciaria</b>   | FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles   |
| <b>Ciente Seleccionado</b>  | Productora Cartonera S.A.  |
| <b>Obligacionistas</b>  | Son el o los titulares de las Obligaciones de Largo Plazo emitidas a su favor por el CONSTITUYENTE, como parte de la Emisión de Obligaciones.  |
| <b>Objeto del fideicomiso</b>   | El presente FIDEICOMISO tiene por objeto administrar los FLUJOS, que se generen como producto del recaudo del DERECHO DE COBRO, es decir por la suma mensual de USD 350,000 (Trescientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América), para acumular dentro del FIDEICOMISO los recursos que se requieren trimestralmente, a efectos de cancelar los dividendos de las OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO a favor de los OBLIGACIONISTAS. No obstante, lo anterior, el CONSTITUYENTE y la FIDUCIARIA aclaran de manera expresa que el presente FIDEICOMISO es un Fideicomiso de Administración de Flujos, mas no se trata de un Fideicomiso de Garantía.<br>En tal sentido, las mismas partes aclaran expresamente que, en caso de que el FIDEICOMISO no reciba los FLUJOS, o los reciba tan sólo parcialmente, y en cualquiera de estos casos no disponga, total o parcialmente, de los recursos que se requieran trimestralmente a efectos de cancelar los dividendos de las OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO a favor de los OBLIGACIONISTAS, ni la FIDUCIARIA ni el FIDEICOMISO tendrán responsabilidad alguna por tal |



|  |   |
|--|---|
|  | concepto, ya que el único responsable directo del pago íntegro, cabal y oportuno de las OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO es el CONSTITUYENTE.  |
| <b>Bienes aportados al fideicomiso</b> | El CONSTITUYENTE transfiere y aporta al FIDEICOMISO, sin reserva ni limitación alguna, la suma de USD 2.000,00 (Dos mil dólares de los Estados Unidos de América). Esta suma de dinero es aportada por el CONSTITUYENTE al FIDEICOMISO mediante la entrega de un cheque girado a la orden del FIDEICOMISO. Dicha suma de dinero servirá para abrir la CUENTA DEL FIDEICOMISO e integrar inicialmente el FONDO ROTATIVO, conforme lo estipulado en la cláusula octava del FIDEICOMISO. El CONSTITUYENTE, desde ya, aporta, cede y transfiere al FIDEICOMISO, el DERECHO DE COBRO, esto es el derecho a percibir los FLUJOS correspondientes a las CUENTAS POR COBRAR que se generen a favor del CONSTITUYENTE ante el CLIENTE SELECCIONADO como consecuencia de las OPERACIONES DE VENTAS de PRODUCTOS, las cuales deben ser pagadas por el CLIENTE SELECCIONADO a favor del CONSTITUYENTE, desde la fecha de apertura de la CUENTA DEL FIDEICOMISO y mientras se encuentre vigente el FIDEICOMISO, por la suma mensual de USD 350.000 (Trescientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América). |

**Fuente:** SURPAPEL CORP S.A.

**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.


Los activos que respaldan la Segunda Emisión de Obligaciones son: inventarios y propiedad, planta y equipo. A la fecha de corte de la información los saldos de inventarios y propiedad, planta y equipo fueron de USD 20,33 millones y USD 130,84 millones respectivamente.

- El inventario que posee la empresa, puede verse afectado por: robo, factores externos que ocasionare que el producto final contenga averías o fallas.
- Eventos de carácter catastrófico que podrían dañar la infraestructura de la propiedad, planta y equipo de la empresa.

**Riesgos Previsibles en el Futuro**

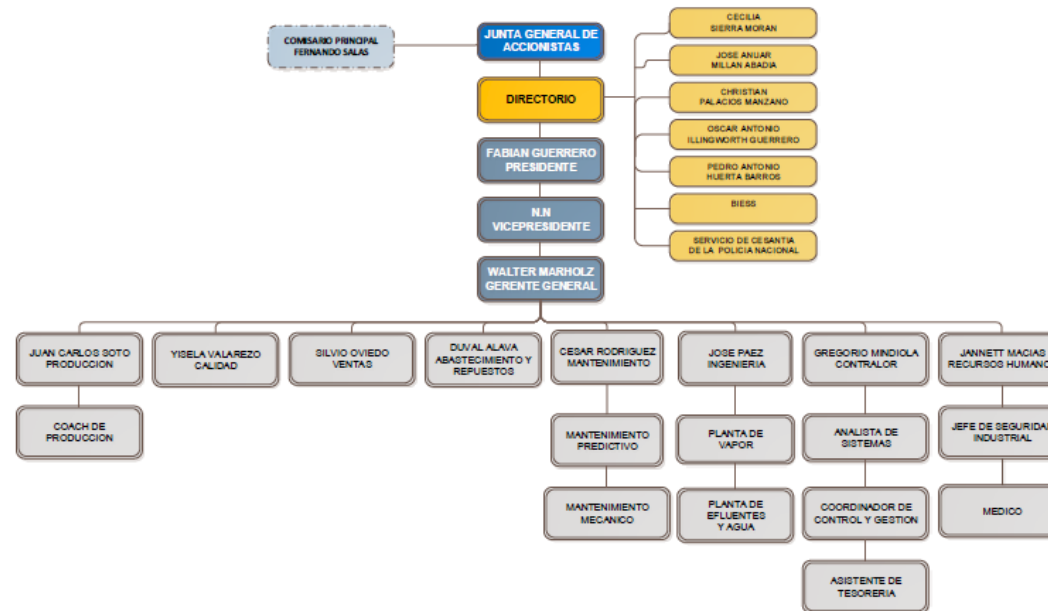
- La implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas que encarezca el costo de la materia prima importada, incrementando los costos de producción y a su vez generaría un incremento en los precios de comercialización del producto.

El ingreso de nuevos competidores podría ocasionar una pérdida de participación del mercado en el que se desenvuelve la empresa.

|  |  |  |
|--|--|--|
|  |  |  |
| <b>Ing. Natalia Cortez<br/>Gerente General</b> |  | <b>Econ. Mario Zambrano<br/>Analista</b>   |

**ANEXOS**

Gráfico 2. Organigrama General de SURPAPEL CORP S.A.



Fuente: SURPAPEL CORP S.A.  
Elaboración: SURPAPEL CORP S.A.

Tabla 16. 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    |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>                         | <b>158.710</b>                 | <b>180.304</b> | <b>204.280</b> | <b>204.257</b> | <b>203.267</b> | <b>224.987</b> | <b>100,00%</b>    | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>13,61%</b>       | <b>13,30%</b> | <b>-0,50%</b> | <b>10,15%</b>  |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>                      | <b>35.202</b>                  | <b>52.104</b>  | <b>61.655</b>  | <b>61.025</b>  | <b>66.372</b>  | <b>88.646</b>  | <b>22,18%</b>     | <b>28,90%</b>  | <b>30,18%</b>  | <b>32,65%</b>  | <b>39,40%</b>  | <b>48,02%</b>       | <b>18,33%</b> | <b>7,65%</b>  | <b>45,26%</b>  |
| Efectivo                                     | 603                            | 506            | 423            | 155            | 2.215          | 876            | 0,38%             | 0,28%          | 0,21%          | 1,09%          | 0,39%          | -16,16%             | -16,23%       | 423,15%       | 465,61%        |
| Clientes                                     | 9.177                          | 16.472         | 18.998         | 12.151         | 14.025         | 34.071         | 5,78%             | 9,14%          | 9,30%          | 6,90%          | 15,14%         | 79,49%              | 15,33%        | -26,17%       | 180,40%        |
| Inventarios                                  | 13.700                         | 22.413         | 23.427         | 20.339         | 26.224         | 20.327         | 8,63%             | 12,43%         | 11,47%         | 12,90%         | 9,03%          | 63,60%              | 4,52%         | 11,94%        | -0,06%         |
| Otros Activos Corrientes                     | 11.723                         | 12.714         | 18.806         | 28.379         | 23.908         | 33.372         | 7,39%             | 7,05%          | 9,21%          | 11,76%         | 14,83%         | 8,46%               | 47,92%        | 27,12%        | 17,59%         |
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>                   | <b>123.508</b>                 | <b>128.199</b> | <b>142.626</b> | <b>143.232</b> | <b>136.895</b> | <b>136.340</b> | <b>77,82%</b>     | <b>71,10%</b>  | <b>69,82%</b>  | <b>67,35%</b>  | <b>60,60%</b>  | <b>3,80%</b>        | <b>11,25%</b> | <b>-4,02%</b> | <b>-4,81%</b>  |
| Activos Tangibles                            | 108.533                        | 118.051        | 132.896        | 136.696        | 131.130        | 130.844        | 68,38%            | 65,47%         | 65,06%         | 64,51%         | 58,16%         | 8,77%               | 12,58%        | -1,33%        | -4,28%         |
| Activos Intangibles                          | 0                              | 0              | 47             | 0              | 27             | 0              | 0,00%             | 0,00%          | 0,02%          | 0,01%          | 0,00%          | #;DIV/0!            | #;DIV/0!      | -43,03%       | #;DIV/0!       |
| Otros Activos No Corrientes                  | 14.975                         | 10.148         | 9.683          | 6.536          | 5.738          | 5.496          | 9,44%             | 5,63%          | 4,74%          | 2,82%          | 2,44%          | -32,23%             | -4,59%        | -40,74%       | -15,92%        |
| <b>TOTAL PASIVOS</b>                         | <b>105.601</b>                 | <b>127.143</b> | <b>149.426</b> | <b>148.038</b> | <b>148.943</b> | <b>172.785</b> | <b>66,54%</b>     | <b>70,52%</b>  | <b>73,15%</b>  | <b>73,27%</b>  | <b>76,80%</b>  | <b>20,40%</b>       | <b>17,53%</b> | <b>-0,32%</b> | <b>16,72%</b>  |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>                      | <b>35.024</b>                  | <b>47.321</b>  | <b>66.042</b>  | <b>46.743</b>  | <b>66.243</b>  | <b>82.170</b>  | <b>22,07%</b>     | <b>26,25%</b>  | <b>32,33%</b>  | <b>32,59%</b>  | <b>36,52%</b>  | <b>35,11%</b>       | <b>39,56%</b> | <b>0,30%</b>  | <b>75,79%</b>  |
| Pasivo sin Costo CP (Proveedores)            | 23.690                         | 32.744         | 44.503         | 6.536          | 40.676         | 16.433         | 14,93%            | 18,16%         | 21,79%         | 20,01%         | 7,30%          | 38,22%              | 35,91%        | -8,60%        | 151,43%        |
| Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones) | 10.110                         | 13.337         | 19.139         | 22.296         | 22.636         | 17.399         | 6,37%             | 7,40%          | 9,37%          | 11,14%         | 7,73%          | 31,92%              | 43,50%        | 18,27%        | -21,96%        |
| Provisiones CP                               | 0                              | 0              | 0              | 0              | 327            | 0              | 0,00%             | 0,00%          | 0,00%          | 0,16%          | 0,00%          | #;DIV/0!            | #;DIV/0!      | #;DIV/0!      | #;DIV/0!       |
| Otros Pasivos sin Costo CP                   | 1.224                          | 1.240          | 2.400          | 17.911         | 2.603          | 48.338         | 0,77%             | 0,69%          | 1,18%          | 1,28%          | 21,48%         | 1,26%               | 93,65%        | 8,46%         | 169,87%        |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>                   | <b>70.577</b>                  | <b>79.822</b>  | <b>83.384</b>  | <b>101.295</b> | <b>82.701</b>  | <b>90.615</b>  | <b>44,47%</b>     | <b>44,27%</b>  | <b>40,82%</b>  | <b>40,69%</b>  | <b>40,28%</b>  | <b>13,10%</b>       | <b>4,46%</b>  | <b>-0,82%</b> | <b>-10,54%</b> |
| Pasivo sin Costo LP                          | 38.474                         | 57.574         | 65.292         | 48.662         | 48.818         | 23.550         | 24,24%            | 31,93%         | 31,96%         | 24,02%         | 10,47%         | 49,64%              | 13,40%        | -25,23%       | -51,61%        |
| Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)  | 30.271                         | 20.388         | 16.359         | 28.235         | 32.265         | 44.649         | 19,07%            | 11,31%         | 8,01%          | 15,87%         | 19,84%         | -32,65%             | -19,76%       | 97,23%        | 58,13%         |
| Otros Pasivos con Costo LP                   | 1.831                          | 1.859          | 1.733          | 24.398         | 1.618          | 22.416         | 1,15%             | 1,03%          | 0,85%          | 0,80%          | 9,96%          | 1,55%               | -6,81%        | -6,64%        | -8,12%         |
| Provisiones LP                               | 0                              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0,00%             | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | #;DIV/0!            | #;DIV/0!      | #;DIV/0!      | #;DIV/0!       |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                       | <b>53.110</b>                  | <b>53.161</b>  | <b>54.854</b>  | <b>56.219</b>  | <b>54.324</b>  | <b>52.202</b>  | <b>33,46%</b>     | <b>29,48%</b>  | <b>26,85%</b>  | <b>26,73%</b>  | <b>23,20%</b>  | <b>0,10%</b>        | <b>3,18%</b>  | <b>-0,97%</b> | <b>-7,15%</b>  |
| Capital                                      | 25.677                         | 25.677         | 54.854         | 50.133         | 54.324         | 50.133         | 16,18%            | 14,24%         | 26,85%         | 26,73%         | 22,28%         | 0,00%               | 113,63%       | -0,97%        | 0,00%          |
| Reserva                                      | 914                            | 1.176          | 0              | 2.989          | 0              | 3.271          | 0,58%             | 0,65%          | 0,00%          | 0,00%          | 1,45%          | 28,67%              | -100,00%      | #;DIV/0!      | 9,41%          |
| Otros resultados Integrales                  | 26.163                         | 26.265         | 0              | 1.732          | 0              | 58             | 16,48%            | 14,57%         | 0,00%          | 0,00%          | 0,03%          | 0,39%               | -100,00%      | #;DIV/0!      | -96,65%        |
| Resultados Acumulados                        | 356                            | 43             | 0              | 0              | 0              | 862            | 0,22%             | 0,02%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,38%          | -87,87%             | -100,00%      | #;DIV/0!      | #;DIV/0!       |
| Resultados del Ejercicio                     | 0                              | 0              | 0              | 1.365          | 0              | -2.122         | 0,00%             | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | -0,94%         | 0,00%               | #;DIV/0!      | #;DIV/0!      | -255,46%       |

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 17. 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     |
| <b>INGRESOS</b>  | <b>49.259</b>               | <b>62.580</b> | <b>96.943</b> | <b>29.046</b> | <b>81.880</b> | <b>29.470</b> | <b>100,00%</b>    | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>27,04%</b>       | <b>54,91%</b>   | <b>-15,54%</b>  | <b>1,46%</b>    |
| COSTO VENTA  | 41.207                      | 53.556        | 82.216        | 23.837        | 68.152        | 25.798        | 83,65%            | 85,58%         | 84,81%         | 83,23%         | 87,54%         | 29,97%              | 53,51%          | -17,11%         | 8,23%           |
| <b>GANANCIA BRUTA</b>  | <b>8.053</b>                | <b>9.024</b>  | <b>14.727</b> | <b>5.210</b>  | <b>13.728</b> | <b>3.672</b>  | <b>16,35%</b>     | <b>14,42%</b>  | <b>15,19%</b>  | <b>16,77%</b>  | <b>12,46%</b>  | <b>12,06%</b>       | <b>63,20%</b>   | <b>-6,79%</b>   | <b>-29,51%</b>  |
| GASTOS OPERATIVOS(Ventas+Adm)  | 2.613                       | 2.221         | 2.143         | 1.045         | 3.183         | 1.303         | 5,30%             | 3,55%          | 2,21%          | 3,89%          | 4,42%          | -14,98%             | -3,50%          | 48,48%          | 24,62%          |
| <b>EBITDA</b>  | <b>5.440</b>                | <b>6.803</b>  | <b>12.584</b> | <b>4.164</b>  | <b>10.545</b> | <b>2.370</b>  | <b>11,04%</b>     | <b>10,87%</b>  | <b>12,98%</b>  | <b>12,88%</b>  | <b>8,04%</b>   | <b>25,05%</b>       | <b>84,98%</b>   | <b>-16,20%</b>  | <b>-43,09%</b>  |
| DEPRECIACIONES (dep)   | 0                           | 0             | 2.609         | 0             | 0             | 0             | 0,00%             | 0,00%          | 2,69%          | 0,00%          | 0,00%          | #iDIV/0!            | #iDIV/0!        | -100,00%        | #iDIV/0!        |
| AMORTIZACIONES (amr)   | 0                           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0,00%             | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | #iDIV/0!            | #iDIV/0!        | #iDIV/0!        | #iDIV/0!        |
| <b>EBIT</b>  | <b>5.440</b>                | <b>6.803</b>  | <b>9.975</b>  | <b>4.164</b>  | <b>10.545</b> | <b>2.370</b>  | <b>11,04%</b>     | <b>10,87%</b>  | <b>10,29%</b>  | <b>12,88%</b>  | <b>8,04%</b>   | <b>25,05%</b>       | <b>46,63%</b>   | <b>5,71%</b>    | <b>-43,09%</b>  |
| <b>GASTOS FINANCIEROS</b>  | <b>3.856</b>                | <b>5.361</b>  | <b>5.833</b>  | <b>2.904</b>  | <b>8.172</b>  | <b>4.547</b>  | <b>7,83%</b>      | <b>8,57%</b>   | <b>6,02%</b>   | <b>9,98%</b>   | <b>15,43%</b>  | <b>39,01%</b>       | <b>8,80%</b>    | <b>40,12%</b>   | <b>56,57%</b>   |
| OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS  | <b>80</b>                   | <b>-58</b>    | <b>-294</b>   | <b>105</b>    | <b>-59</b>    | <b>55</b>     | 0,16%             | -0,09%         | -0,30%         | -0,07%         | 0,19%          | -172,67%            | 406,01%         | -79,98%         | -47,27%         |
| <b>EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA</b> | <b>1.663</b>                | <b>1.384</b>  | <b>3.849</b>  | <b>1.365</b>  | <b>2.314</b>  | <b>-2.122</b> | <b>3,38%</b>      | <b>2,21%</b>   | <b>3,97%</b>   | <b>2,83%</b>   | <b>-7,20%</b>  | <b>-16,80%</b>      | <b>178,15%</b>  | <b>-39,88%</b>  | <b>-255,46%</b> |
| 15% PARTICIPACION TRABAJADORES   | 250                         | 219           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0,51%             | 0,35%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | -12,42%             | -100,00%        | #iDIV/0!        | #iDIV/0!        |
| IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO  | -7                          | -78           | 1.037         | 0             | 478           | 0             | -0,01%            | -0,13%         | 1,07%          | 0,58%          | 0,00%          | 1100,03%            | -1421,54%       | -53,96%         | #iDIV/0!        |
| <b>EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO</b>                                  | <b>1.419</b>                | <b>1.243</b>  | <b>2.812</b>  | <b>1.365</b>  | <b>1.837</b>  | <b>-2.122</b> | <b>2,88%</b>      | <b>1,99%</b>   | <b>2,90%</b>   | <b>2,24%</b>   | <b>-7,20%</b>  | <b>-12,42%</b>      | <b>126,22%</b>  | <b>-34,69%</b>  | <b>-255,46%</b> |
| <b>OTRO RESULTADO INTEGRAL</b>   | <b>0</b>                    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>-84</b>    | <b>0</b>      | <b>0,00%</b>      | <b>0,00%</b>   | <b>0,00%</b>   | <b>-0,10%</b>  | <b>0,00%</b>   | <b>#iDIV/0!</b>     | <b>#iDIV/0!</b> | <b>#iDIV/0!</b> | <b>#iDIV/0!</b> |
| <b>RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO</b>  | <b>1.419</b>                | <b>1.243</b>  | <b>2.812</b>  | <b>1.365</b>  | <b>1.753</b>  | <b>-2.122</b> | <b>2,88%</b>      | <b>1,99%</b>   | <b>2,90%</b>   | <b>2,14%</b>   | <b>-7,20%</b>  | <b>-12,42%</b>      | <b>126,22%</b>  | <b>-37,67%</b>  | <b>-255,46%</b> |
| Dividendos (40%)   | 0                           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0,00%             | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | #iDIV/0!            | #iDIV/0!        | #iDIV/0!        | #iDIV/0!        |
| <b>Retención Utilidades</b>  | <b>1.419</b>                | <b>1.243</b>  | <b>2.812</b>  | <b>1.365</b>  | <b>1.753</b>  | <b>-2.122</b> | <b>2,88%</b>      | <b>1,99%</b>   | <b>2,90%</b>   | <b>2,14%</b>   | <b>-7,20%</b>  | <b>-12,42%</b>      | <b>126,22%</b>  | <b>-37,67%</b>  | <b>-255,46%</b> |

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 18. Indicadores Financieros (Expresado en Miles)

| INDICADORES FINANCIEROS           | 2016   | 2017   | 2018   | Mayo-19 | 2019   | Mayo-20 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| <b>LIQUIDEZ</b>                   |        |        |        |         |        |         |
| Capital de Trabajo                | 178    | 4.784  | -4.388 | 14.281  | 129    | 6.476   |
| Liquidez                          | 1,01   | 1,10   | 0,93   | 1,31    | 1,00   | 1,08    |
| Prueba Ácida                      | 0,61   | 0,63   | 0,58   | 0,87    | 0,61   | 0,83    |
| <b>SOLVENCIA</b>                  |        |        |        |         |        |         |
| Pasivo / Activo                   | 0,67   | 0,71   | 0,73   | 0,72    | 0,73   | 0,77    |
| Pasivo / Patrimonio               | 1,99   | 2,39   | 2,72   | 2,63    | 2,74   | 3,31    |
| Pasivo / Ventas                   | 2,14   | 2,03   | 1,54   | 2,12    | 1,82   | 2,10    |
| Apalancamiento                    | 2,99   | 3,39   | 3,72   | 3,63    | 3,74   | 4,31    |
| <b>ROTACIÓN</b>                   |        |        |        |         |        |         |
| Días de Cuentas por Cobrar        | 67     | 95     | 71     | 63      | 62     | 149     |
| Días de Inventario                | 120    | 151    | 103    | 128     | 139    | 104     |
| Días de Cuentas Por Pagar         | 207    | 220    | 195    | 41      | 215    | 84      |
| Período de Conversión de Efectivo | (20)   | 25     | (22)   | 150     | (15)   | 169     |
| <b>RENTABILIDAD</b>               |        |        |        |         |        |         |
| Margen Bruto/Ventas               | 16,35% | 14,42% | 15,19% | 17,94%  | 16,77% | 14,81%  |
| Margen de Utilidad en Operaciones | 11,04% | 10,87% | 10,29% | 14,34%  | 12,88% | 10,63%  |
| EBITDA/Ventas                     | 11,04% | 10,87% | 12,98% | 14,34%  | 12,88% | 10,63%  |
| Utilidad Neta/Ventas              | 2,88%  | 1,99%  | 2,90%  | 4,70%   | 2,24%  | -2,01%  |
| ROE                               | 2,67%  | 2,34%  | 5,13%  | 5,83%   | 3,38%  | -3,16%  |
| ROA                               | 0,89%  | 0,69%  | 1,38%  | 1,60%   | 0,90%  | -0,73%  |
| <b>Dupont</b>                     |        |        |        |         |        |         |
| Margen Neto                       | 2,88%  | 1,99%  | 2,90%  | 4,70%   | 2,24%  | -2,01%  |
| Rotación Activo                   | 0,31   | 0,35   | 0,47   | 0,34    | 0,40   | 0,37    |
| Multiplicador de capital          | 2,99   | 3,39   | 3,72   | 3,63    | 3,74   | 4,31    |

Fuente: Informes Auditados e Internos SURPAPEL CORP S.A.

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

*Tabla 19. Tabla de Amortización Segunda Emisión de Obligaciones Clase A*

| Fecha de Pago | Pago de Capital  | Pago de Interés | Pago k+i         |
|---------------|------------------|-----------------|------------------|
| 12/02/2019    | 412,500          | 109,375         | 521,875          |
| 12/05/2019    | 412,500          | 100,352         | 512,852          |
| 12/08/2019    | 412,500          | 91,328          | 503,828          |
| 12/11/2019    | 412,500          | 82,305          | 494,805          |
| 12/02/2020    | 412,500          | 73,281          | 485,781          |
| 12/05/2020    | 412,500          | 64,258          | 476,758          |
| 12/08/2020    | 412,500          | 55,234          | 467,734          |
| 12/11/2020    | 412,500          | 46,211          | 458,711          |
| 12/02/2021    | 425,000          | 37,188          | 462,188          |
| 12/05/2021    | 425,000          | 27,891          | 452,891          |
| 12/08/2021    | 425,000          | 18,594          | 443,594          |
| 12/11/2021    | 425,000          | 9,297           | 434,297          |
| <b>TOTAL</b>  | <b>5,000,000</b> | <b>715,314</b>  | <b>5,715,314</b> |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

*Tabla 20. Tabla de Amortización Segunda Emisión de Obligaciones Clase B*

| Fecha de Pago | Pago de Capital  | Pago de Interés  | Pago k+i         |
|---------------|------------------|------------------|------------------|
| 29/01/2019    | 62,500           | 112500           | 175,000          |
| 29/04/2019    | 62,500           | 111094           | 173,594          |
| 29/07/2019    | 62,500           | 109688           | 172,188          |
| 29/10/2019    | 62,500           | 108281           | 170,781          |
| 29/01/2020    | 187,500          | 106875           | 294,375          |
| 29/04/2020    | 187,500          | 102656           | 290,156          |
| 29/07/2020    | 187,500          | 98438            | 285,938          |
| 29/10/2020    | 187,500          | 94219            | 281,719          |
| 29/01/2021    | 437,500          | 90000            | 527,500          |
| 29/04/2021    | 437,500          | 80156            | 517,656          |
| 29/07/2021    | 437,500          | 70313            | 507,813          |
| 29/10/2021    | 437,500          | 60469            | 497,969          |
| 29/01/2022    | 562,500          | 50625            | 613,125          |
| 29/04/2022    | 562,500          | 37969            | 600,469          |
| 29/07/2022    | 562,500          | 25313            | 587,813          |
| 29/10/2022    | 562,500          | 12656            | 575,156          |
| <b>TOTAL</b>  | <b>5,000,000</b> | <b>1,271,252</b> | <b>6,271,252</b> |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.  
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 21. 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                        | 423     | 2.215     | 895     | 948     | 948     | 965    |
|   |                            |  | + Inventarios                     | 18.998  | 14.025    | 31.442  | 31.657  | 31.657  | 31.173 |
|   |                            | P.C.   | - Cuentas por Pagar Proveedores   | 23.427  | 26.224    | 20.061  | 20.832  | 20.832  | 20.782 |
|   |                            | - Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos) | 44.503                            | 40.676  | 13.603    | 14.152  | 14.152  | 14.485  |        |
|   |                            | NOF  | = Necesidades Operativa de Fondos | 2.400   | 2.603     | 1.784   | 1.889   | 1.889   | 1.922  |
|   |                            |  |                                   | -4.056  | -815      | 37.012  | 37.396  | 37.396  | 36.512 |
| FINANCIACIÓN  | Incremento/Disminución NOF |  | -                                 | -79,91% | -4642,19% | 1,04%   | 0,00%   | -2,36%  |        |
|   | FONDO DE MANIOBRA          | + Fondos Propios                                 | 54.854                            | 54.324  | 75.135    | 75.135  | 75.135  | 75.135  |        |
|   |                            | + Deudas largo plazo                             | 16.359                            | 32.265  | 32.489    | 40.156  | 47.824  | 55.491  |        |
|   |                            | - Activos Inmovilizados                          | 132.896                           | 131.130 | 136.638   | 137.687 | 137.687 | 140.309 |        |
|   | F.M.                       | = Fondo de Maniobra                              | -61.683                           | -44.541 | -29.014   | -22.396 | -14.728 | -9.683  |        |
|   | NOF-FM                     |  | 57.627                            | 43.726  | 66.026    | 59.792  | 52.124  | 46.195  |        |

Fuente: SURPAPEL CORP 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 22. Activos Libre de Gravamen (miles de Dólares)

|  |                      |
|--|----------------------|
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>   | <b>224.987</b>       |
| (-) Activos gravados   | 93.282               |
| <b>Subtotal Activos libres de gravamen</b>   | <b>131.705</b>       |
| (-) Activos diferidos o impuestos diferidos  | 0                    |
| (-) Activos en Litigio*  | 0                    |
| (-) Monto de Impugnaciones Tributarias*  | 0                    |
| (-) Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros   | 572                  |
| (-) 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 por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de corto plazo considerese el total autorizado como saldo en circulación. | 18.588               |
| (-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas 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                                      | 5.485                |
| <b>Activos menos deducciones</b>   | <b>107.061</b>       |
| <b>Cupo de emisión (80% de los Activos menos deducciones )</b>   | <b>85.648.792,00</b> |
| <b>Nivel de Cobertura ( 80% de los Activos menos deducciones / Obligaciones en circulación)</b>  | <b>4,607870451</b>   |
| <b>Indicador ( Activos Libre de Gravamen / Obligaciones en Circulación)</b>  | <b>6,76</b>          |

Fuente: SURPAPEL CORP S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Tabla 23. Indicadores macroeconómicos

|   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | Promedio | Desv.Estd Muestral | Z-Valor |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------------------|---------|
| <b>INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES</b>        |        |        |        |        |        |          |                    |         |
| 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   |
| <b>INDICADORES EXTERNOS</b>                     |        |        |        |        |        |          |                    |         |
| Cuenta corriente / PIB (%)                      | -2,2   | 1,3    | -0,3   | -1,4   | -0,07  | -0,54    | 1,35               | 0,35    |
| <b>INDICADORES FISCALES</b>                     |        |        |        |        |        |          |                    |         |
| 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    |
| <b>INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS</b>     |        |        |        |        |        |          |                    |         |
| Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$) | 28.162 | 29.886 | 34.743 | 39.980 | 44.537 | 35.462   | 6.850              | 1,32    |
| <b>OTROS INDICADORES</b>                        |        |        |        |        |        |          |                    |         |
| 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.