

# RESUMEN DEL INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS INICIAL

## PRODUCTORA CARTONERA S.A.

NOVENA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

### Analista Responsable

Econ. Mario Amado Zambrano V.

mzambrano@summagrupo.com

### Fecha de Comité

15 de mayo de 2020

### Periodo de Evaluación

Al 31 de marzo de 2020

## Contenido

<b>RESUMEN .....</b>	<b>2</b>
<b>RACIONALIDAD .....</b>	<b>2</b>
<b>RESUMEN FINANCIERO .....</b>	<b>4</b>
<b>DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES .....</b>	<b>5</b>

**RESUMEN**

Instrumento	Calificación Asignada	Revisión	Calificación Anterior
Novena Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AAA-	Inicial	-

**Categoría AAA:** 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 Novena Emisión de Obligaciones de la compañía Productora Cartonera S.A., es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Veinte millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 20,000,000.00) para la Novena Emisión de Obligaciones; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se le otorga la calificación de riesgo **AAA** con tendencia “-” para la Novena 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: Muy Alto**

- Las perspectivas de decrecimiento económico para el Ecuador son superiores al 6% debido a los efectos negativos de la pandemia Coronavirus, la caída en el precio del petróleo a niveles mínimos históricos y el deterioro del acceso a los mercados de capitales.
- La fuerte contracción de los ingresos del Estado debido a la disminución significativa de los ingresos petroleros y al impacto de la crisis en la contracción del consumo y la recaudación tributaria, incrementa el déficit fiscal y presiona la planificación presupuestaria del Gobierno Nacional; aumentando consecuentemente las necesidades de financiamiento externo.
- Tendencia del riesgo país es incremental, ubicándose en niveles máximos históricos por la caída significativa del precio del petróleo y el aumento de las necesidades de liquidez para solventar la crisis sanitaria. Encarecimiento del fondeo en el mercado de capitales.
- 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.
- La contracción significativa de la demanda y las restricciones de movilidad a nivel mundial han deteriorado las actividades productivas y comerciales, por lo que este año se espera que la economía mundial en su conjunto decrezca.
- Mercados exportadores que mantienen fuertes relaciones comerciales con China ven afectada su liquidez debido al atraso de pagos por el coronavirus.

### Riesgo Sectorial: Moderado

- El crecimiento del sector manufacturero se ve deteriorado por las restricciones de movilidad, paralización de actividades comerciales y el decrecimiento de la demanda; como consecuencia de la emergencia sanitaria nacional.
- Un porcentaje significativo de la demanda local (24.04%) se satisface a través de importaciones y apenas el 3.74% de la producción local de esta industria se destina a los mercados internacionales.
- Existe una tendencia creciente hacia una mayor conciencia ambiental, lo que incentiva el uso de productos y empaques biodegradables como el papel y sus derivados (sustituyendo al plástico); sin embargo, el avance tecnológico ha transformado las preferencias de las personas girando en torno a los productos digitales.
- Existe un aumento de la carga impositiva para el sector empresarial, lo que agudiza el margen neto de las empresas medianas y grandes. La rígida estructura de la coyuntura laboral restringe la capacidad de adaptabilidad.

### Riesgo Posición del Emisor: Bajo

- La empresa presenta una concentración considerable en sus clientes; sin embargo, existe una relación solidificada entre la empresa y sus principales clientes. La empresa presenta apalancamiento en su demanda; cabe recalcar que la mayoría de los clientes pertenecen a sectores poco afectados por la emergencia sanitaria.
- Los proveedores de Procarsa presentan concentración moderada. Los insumos productivos han sido asegurados para el presente año.
- Tendencia histórica incremental en ventas. Las ventas aumentaron en 12.42% en el 2019; hasta marzo del presente año las ventas ascendieron a US\$ 42.6 millones.
- En lo que respecta a los indicadores de rotación, el margen EBITDA fue de 8.36% en el 2019 mejorando con respecto al 2018 debido a una reducción de los costos de producción de US\$ 4.7 millones. Por su parte, el Retorno Operativo de Ventas fue de 2.07% en el mismo periodo. El ciclo de conversión de efectivo mejoró considerablemente debido a una disminución de las cuentas por pagar y sustitución de la deuda de corto plazo por deuda de largo plazo.

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

- Estructura organizacional ordenada piramidal. Se muestra solidez en el gobierno corporativo y corresponsabilidad con los intereses empresariales.
- Productora Cartonera S.A., cuenta con un capital suscrito de US\$ 27,56 millones donde Comercializadora de Papeles y Cartones SURPAPEL S.A. posee el 74.98% de participación. La empresa presenta un número elevado de empresas vinculadas por accionistas y administradores, lo que le permite conformar una integración en la cadena de valor.
- A marzo del 2020, la empresa cuenta con 593 empleados. Procarsa no registra obligaciones patronales en mora, deudas firmes y ha cumplido con sus obligaciones tributarias.
- La estrategia de negocio para el 2020 se enfoca en minimización de costos y crecimiento enfocado al desarrollo sostenible.

### Riesgo de la Estructura Financiera: Muy Bajo

- Estructura de fondeo concentrada en el corto plazo, los pasivos corrientes representaron el 69.48% del total de pasivos e el año 2019.
- Pese a las expectativas de decrecimiento en ventas, las necesidades operativas de fondo disminuirán en 20.96% debido a políticas de disminución de inventarios, y al incremento de los días cuentas por pagar basado en mayor flexibilidad de días de pagos de proveedores.

### Riesgo de la Estructura Financiera: Muy Bajo

- El saldo final del Activo Corriente en el 2019 fue de US\$ 83,04 millones, esto fue un crecimiento de 5.27% con respecto al 2018. En el análisis comparativo del mes de marzo de 2020 respecto a su similar periodo en el 2019, el total de activos corrientes de la empresa creció un 17.21% con un saldo final de US\$ 98,02 millones. Esta variación se explica mayoritariamente por el aumento en efectivo y las cuentas por cobrar; mismas que se relacionan directamente con las ventas crecientes de la empresa.
- La empresa hasta diciembre de 2019 ha basado sus operaciones con un nivel de pasivos orientados al corto plazo. Sobresale la importancia de las obligaciones financieras en el corto plazo, representando el 60.27% de los pasivos corrientes.
- Al 31 de diciembre de 2019 Productora Cartonera S.A. registra ventas acumuladas de US\$ 164,09 millones. En términos porcentuales las ventas crecieron en 12.42%, esta variación positiva se debe a la estrecha relación entre el giro del negocio y el rendimiento del sector exportador. Las ventas crecieron 18.34% en los últimos 4 años y las expectativas para el 2020 exponen un decrecimiento del -8.58% en ventas.
- La empresa cuenta con seguro de crédito. De esta manera mitiga el riesgo de no recuperar la cartera vencida.
- El apalancamiento financiero se disminuyó levemente en el 2019 (-0.25) a causa de un incremento en significativo en activos y patrimonio, ubicándose en 3.25. Por su parte, la razón Deuda/Ebitda mejoró considerablemente debido al incremento en ventas (US\$ 14,26 millones) en proporcionalidad mayor a los costos y gastos incurridos de la empresa.

### Riesgo de Liquidez, Solvencia y Garantías del Emisor y Valor: Bajo

- El capital de trabajo cerró el 2019 con US\$ 152,899; sin embargo, debido a políticas sustitución de deuda de corto plazo por deuda de largo plazo y un aumento de los activos, a marzo del 2020 el capital de trabajo se ubicó en US\$ 19,62 millones.
- El monto no redimido de obligaciones en circulación y monto a emitir representó el 36.26% de los Activos menos las deducciones, según lo establece la normativa: Activos Gravados, Activos diferidos, Activos en Litigio, Derechos Fiduciarios, Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras.
- Al 31 de marzo 2020 Productora Cartonera S.A. cumple con todas las garantías y resguardos de ley.
- Productora Cartonera S.A. considera entre los riesgos exógenos al giro del negocio el retraso al momento de desaduanizar los productos importados y la implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas que encarezcan los costos de producción.

## RESUMEN FINANCIERO

Tabla 1. Principales Indicadores Financieros

PRODUCTORA CARTONERA S.A.				
		2018	2019	Marzo-2020
Activos	USD	159,506,663	172,359,033	186,340,166
Pasivos	USD	113,885,223	119,295,956	132,384,505
Ventas	USD	155,348,300	169,617,961	43,697,171
EBITDA Margen	%	6.24	8.36	8.36
Deuda / EBITDA	x	3.96	5.05	4.40
Retorno neto de Ventas	%	1.76	2.55	3.48
ROE	%	6.01	8.16	7.60
Liquidez	x	1.01	1.00	1.25

Fuente: Productora Cartonera S.A.  
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

## DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 2. Descripción de la Novena Emisión de Obligaciones

Productora Cartonera S.A.	
Novena Emisión de Obligaciones	
<b>Monto Aprobado de la Emisión</b>	Hasta US\$ 20,000,000.00
<b>Junta de Accionistas</b>	13 de mayo del 2020
<b>Títulos de las Obligaciones</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Clase y Plazo de la Emisión</b>	<b>Clase 1:</b> \$ 7'500,000      720 días <b>Clase 2:</b> \$ 7'500,000      1080 días <b>Clase 3:</b> \$ 5'000,000      1440 días
<b>Tipo de Oferta</b>	Pública
<b>Sistema de Colocación</b>	Bursátil
<b>Tasa de Interés</b>	Clase 1, 2 y 3: Fija anual 8,00%
<b>Agente Colocador y Estructurador</b>	Activa Casa de Valores S.A.
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
<b>Tipo de Garantía</b>	Garantía General
<b>Amortización de Capital</b>	Pagos Trimestrales cada 90 días.
<b>Pago de Interés</b>	Pagos Trimestrales cada 90 días.
<b>Forma de Cálculo de Interés</b>	Base Comercial 30/360
<b>Destino de los Recursos</b>	100% para sustitución de Pasivos con costo financieros de corto plazo.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
<b>Límite de Endeudamiento</b>	Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2,5 veces el Patrimonio de la Compañía.
<b>Compromisos Adicionales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mantener la relación del Patrimonio sobre Activos siempre sobre el 15%.</li> </ul>

**Fuente:** Productora Cartonera S.A.  
**Elaboración:** C.R. SUMMARATINGS S.A.

- ❖ Productora Cartonera S.A., se compromete durante la vigencia de la **Novena 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 Político de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Político 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.



Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o

extranjerías que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y sus normas complementarias.

**Resguardos Adicionales**

- Patrimonio sobre activos. - Mantener la relación del Patrimonio sobre Activos siempre sobre el 15%.
- Límite de endeudamiento. - Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2.5 veces el Patrimonio de la Compañía.

	Garantía General	Resguardos de Ley		Disposición OP	Resguardos Adicionales	
<b>RELACIÓN</b>	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen	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	Los Activos Reales sobre pasivos exigibles, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo	Art. 9, Capítulo I, Subtítulo I del Título III, de la Codificación de la Resolución C.N.V. Obligaciones en Circulación sobre 200% Patrimonio	La relación entre el pasivo financiero sobre el patrimonio menor o igual a 2.5 veces	Mantener la relación del Patrimonio sobre Activos siempre sobre el 15%.
<b>LÍMITE</b>	No superar el 80% ALG.	Mayor o igual a 1.25	Mayor o igual a 1	No superar el 200% Patrimonio	No mayor a 2.5 veces el Patrimonio	Mayor 15%
<b>mar-20</b>	35.75%	2.10	1.41	46.30%	1.17	29%
<b>Cumplimiento</b>	<b>SÍ</b>	<b>SÍ</b>	<b>SÍ</b>	<b>SÍ</b>	<b>SÍ</b>	<b>SÍ</b>

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