Class International Rating
CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO - PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Quito - Ecuador
Sesión de Comité No. 311/2017, del 21 de diciembre de 2017
Información Financiera cortada al 31 de octubre de 2017

Analista: Econ. Andrés Granja
andres.granja@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

PRODUCTORA CA RTONERA S.A. es una compañía constituida en Guayaquil en 1965 con una duración de 90 años hasta marzo de 2055, primordialmente se dedica a actividades industriales en el ramo de elaboración de láminas de cartones para la venta o para con ellos fabricar cajas, que podrán ser empleadas en la movilización de productos y mercaderías en general. La compañía forma parte del Grupo SURPAPEL.

Nueva

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 311/2017 del 21 de diciembre de 2017 decidió otorgar la calificación de **"AA" (Doble A)** a la Quinta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A., por un monto de siete millones de dólares (USD 7.000.000,00).

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

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

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo ***"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."***

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Quinta Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – PRODUCTORA CARTONERA S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- PRODUCTORA CARTONERA S.A. es una compañía con más de 50 años de experiencia en la fabricación de empaques de cartón corrugado y a lo largo de los años se ha consolidado y posicionado como líder en el mercado local.
- En 1994 la multinacional DOLE adquirió la totalidad del paquete accionarial de PRODUCTORA CARTONERA S.A., con lo cual la empresa incrementó su volumen de ventas, alcanzando un nivel de producción de 113 mil toneladas métricas aproximadamente.
- Posteriormente, para el año 2009, DOLE realizó un proceso abierto de venta de acciones ordinarias, en donde la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. adquirió el 100% del paquete accionario

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación 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.

de PRODUCTORA CARTONERA S.A., proyectándose en el mercado como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.

- El fuerte compromiso de PRODUCTORA CARTONERA S.A. con el concepto de Gobierno Corporativo, le ha hecho acreedora del reconocimiento como una de las empresas con mejores prácticas en el Ecuador. La Junta Directiva constituye una fortaleza para la Gobernabilidad de la compañía, en la medida que se han definido reglas claras y políticas que orientan a un funcionamiento eficiente.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, determinando además que PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con una amplia trayectoria, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- La compañía dispone de sistemas de información, además de una adecuada planificación en su organización, que le permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.
- Los ingresos de la compañía presentaron una tendencia creciente hasta el año 2014, puesto que pasaron de USD 116,03 millones en 2013 a USD 127,13 millones en 2014, en parte gracias a que el sector doméstico tuvo un repunte importante. Para diciembre de 2016, los ingresos de la compañía disminuyen en un 12,95% (USD 103,07 millones) frente a lo reportado en su similar periodo de 2015 (USD 118,41 millones), lo que tuvo su origen entre otras cosas en el encarecimiento de productos exportables como consecuencia de la apreciación del dólar a tal punto que Ecuador dejó de ser el principal exportador de banano del mundo, pues fue relegado por países vecinos, como Colombia. Al 31 de octubre de 2017, los ingresos (USD 97,39 millones) reflejaron un aumento del 11,62% con respecto al similar periodo de 2016 (USD 87,25 millones), producto del crecimiento en sus ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero, alimentario, pesca y convertidores.
- Los ingresos alcanzados por PRODUCTORA CARTONERA S.A. le permitieron cubrir de manera adecuada los costos y gastos operacionales, por lo que la compañía alanzó un margen operativo positivo para todos los periodos analizados, sin embargo, su tendencia fue decreciente, puesto pasó de 6,02% en el 2013 a 3,96% en el año 2015 y un 3,46% para diciembre de 2016, reducción que obedece al mayor peso de los gastos operacionales sobre sus ingresos como consecuencia de la disminución de los ingresos. Para los periodos interanuales la utilidad operacional creció, pues luego de haberse ubicado en 5,60% de los ingresos en octubre de 2016 pasó a un 6,02% en octubre de 2017, gracias a un adecuado control tanto de sus costos como de sus gastos.
- Luego de descontar el rubro de otros ingresos y egresos (que representaron generalmente menos del 1%), y el pago de impuestos, la compañía generó una pérdida neta en los años 2013 y 2015 (-0,40% y -0,02% de los ingresos). No obstante, para el año 2016, la utilidad neta de la compañía se recupera, arrojando resultados positivos (2,20% de los ingresos), gracias al incremento de otros ingresos que representaron el 2,44% de los ingresos (-0,42% en diciembre de 2015), mismos que se originaron de la venta de una máquina pre-printer flexográfica a su compañía relacionada Surpapelcorp S.A. En octubre de 2017, la utilidad antes de impuestos representó el 2,70% de los ingresos ordinarios, porcentaje levemente superior al 2,17% de octubre de 2016, lo que obedece a la recuperación de sus ventas y el ajuste de sus costos y gastos.
- El EBITDA (acumulado) de PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene un comportamiento acorde a las variaciones de la utilidad operacional de cada periodo, no obstante, se mantiene en un nivel aceptable sobre la participación de los ingresos, es así que para el año 2014 significó el 7,86% de los ingresos, mientras que para diciembre de 2016 fue de 6,20% sobre los ingresos. A pesar de la tendencia decreciente, se observa que la compañía posee una aceptable capacidad de generación de flujos para hacer frente a sus obligaciones. Para octubre de 2017 el EBITDA (acumulado) presentó un crecimiento con respecto a octubre de 2016, ubicándose en 8,90% de los ingresos, luego de haber registrado 7,64% de los ingresos, comportamiento que está ligado a la tendencia de su utilidad operacional.
- A partir del año 2014 los activos totales de la compañía presentaron una tendencia creciente, es así que pasaron de USD 117,78 millones en ese año a USD 134,48 millones en 2016, producto del incremento de la propiedad planta y equipo, pues se revalorizaron varios activos[1]. Al 30 de octubre de 2017 el total de los activos continuó con la tendencia creciente, arrojando una suma de USD 146,87 millones, principalmente por el incremento de su propiedad planta y equipo, cuentas por cobrar a los clientes neta de provisión.

[1] Los activos totales decrecieron entre los años 2013 y 2014 debido principalmente a la desinversión en las acciones de SURPAPELCORP S.A., y a la disminución en cuentas por cobrar a relacionadas.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación 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.

- Al igual que los activos, los pasivos totales de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron una tendencia creciente a partir del año 2014, es así que pasaron de USD 86,72 millones (73,63% de los activos) en 2014 a USD 94,19 millones (70,04% de los activos) a diciembre de 2016 y USD 103,95 millones (70,78% de los activos) en octubre de 2017, determinando que a partir de diciembre de 2016 se evidenció una restructuración de parte de los pasivos de corto plazo a largo plazo, específicamente en cuentas por pagar a relacionadas y socios; es así, que la cuenta pasó de USD 15,37 millones en diciembre de 2015 a USD 0,84 millones en diciembre de 2016 (USD 2,21 millones a octubre de 2017), generando a cambio un pasivo de largo plazo por USD 12,33 millones en diciembre de 2016 (USD 9,23 millones a octubre de 2017), es importante mencionar que estos saldos no tienen vencimientos establecidos y no generan intereses.
- Al 31 de octubre de 2017, la deuda con costo arrojó una suma de USD 37,94 millones (25,84% de los activos), superior a lo evidenciado en diciembre de 2016 (28,57% de los ingresos) debido al registro de una mayor deuda con instituciones financieras y con el Mercado de Valores de largo plazo.
- La compañía presenta un moderado respaldo por parte de su patrimonio, puesto que en el periodo analizado (2013-2016) financió en promedio el 26,05% de los activos totales, alcanzando a diciembre de 2016 un valor de USD 40,28 millones (financiando el 29,96% del total de activos), mientras que a octubre de 2017 este ascendió a USD 42,91 millones (financiando el 29,22% del total de activos).
- El capital social de PRODUCTORA CARTONERA S.A. no presentó variaciones a lo largo del periodo analizado, ubicándose en USD 27,56 millones, monto que al 31 de octubre de 2017 financió un 18,76% de los activos (20,49% a diciembre de 2016).
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que durante el periodo 2013-2016 privilegió el financiamiento con fuentes externas, no obstante, presentó un comportamiento decreciente a lo largo de los periodos analizados, al pasar de 3,38 veces en 2013 a 2,34 veces en 2016 y 2,42 veces en octubre de 2017, lo que va atado a la tendencia demostrada tanto en el pasivo como en el patrimonio.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en todos los periodos analizados son superiores o iguales uno, ubicándose al 31 de diciembre de 2016 en 1,01 veces y al 31 de octubre de 2017 en 1,01 veces, lo que evidencia que mantiene al mínimo recursos líquidos improductivos
- El análisis de las cuentas por cobrar a clientes, sin tomar en cuenta las provisiones para cuentas incobrables, revela que la calidad de la cartera había venido deteriorándose a lo largo del periodo analizado; es así que la cartera por vencer en 2014 representó el 50,15% de la cartera total, en 2015 bajó al 39,75%; para el año 2016 se recuperó, representando el 45,23%, sin embargo para octubre de 2017 la cartera por vencer presentó un ligero deterioro, reduciéndose a 42,66% sobre la cartera total; por otro lado, la cartera vencida más de 360 días, en 2014 representó el 11,77% de la cartera total, en 2015 subió al 17,12%, en el año 2016 29,03% y para octubre de 2017 ascendió ligeramente a un 31,70%, el valor más alto registrado históricamente. Se observa un deterioro de la cartera vencida más de 360 días, lo que sugiere la toma de acción inmediata por parte de la empresa para fortalecer la gestión de cobranza y evitar un mayor riesgo de incobrabilidad.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de PRODUCTORA CARTONERA S.A., reunida el 11 de abril de 2017, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice una Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de hasta USD 7,00 millones.
- Con fecha 21 de junio de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A. como Emisor, conjuntamente con el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A.
- La Emisión de Obligaciones de Largo Plazo se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismos que se detallan a continuación:
  - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
    a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación 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.

b. 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.

- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

- Limitaciones de Endeudamiento: La compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros:
  - ✓ Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia de la emisión, igual o menor a 2,0 veces.
  - ✓ Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia de la emisión igual o menor a 3,0 veces
  - ✓ Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio durante la vigencia de la emisión menor al 10%.
    - ❖ Para la base de la verificación se tomarán los estados financieros **semestrales** correspondientes a **junio 30 y diciembre 31 de cada año.**
- Al 31 de octubre de 2017, PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 94,05 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 75,24 millones, presentando a su vez una cobertura de 10,75 veces sobre el monto de la emisión, lo que determina que el saldo de capital de la emisión se encuentra dentro los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero del proceso, indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Los principales riesgos previsibles a los que se expone la empresa, tienen relación a los precios las principales materias primas utilizadas por la compañía. A pesar de que éstas no han fluctuado mayormente, un incremento en los precios de las materias primas produciría un eventual aumento de sus precios y consecuentemente de los costos de la empresa, lo cual tendría un impacto negativo sobre los resultados financieros de la empresa. Sin embargo, el proveedor nacional mantiene un convenio con un importante molino de papel en Estados Unidos, con lo cual mermaría de alguna forma este riesgo. En la actualidad los precios de los commodities se encuentran a la baja en respuesta a los precios del petróleo, con el objetivo de mitigar este riesgo (volatilidad de los precios del papel), el grupo decidió en el año 2012 montar y poner en marcha un molino de papel en el Ecuador, para lograr en el mediano plazo un abastecimiento dentro del mismo grupo.
- Debido a que la mayor parte de materia prima utilizada por la compañía es importada, otro riesgo al que se vería expuesta está relacionado con el incremento de impuestos y aranceles como el aumento al impuesto a la salida de divisas (ISD). Este riesgo se mitiga con los depósitos industriales, que permiten el no pago del ISD para la importación de materias primas que ingresan al país bajo este esquema.
- La demanda de cartón está ligada al desarrollo económico de los sectores productivos del país, por lo tanto, en un escenario de crisis económica que afecte los niveles de producción de sus principales clientes, la compañía tendría un efecto negativo en los ingresos por ventas que se prevé para los próximos años.
- La actividad de la compañía es dependiente del mercado de exportaciones, debido a que su producto final está destinado a los sectores bananero y florícola, entre otros; el evento de una disminución en esos mercados afectaría al nivel de producción y consecuentemente a los flujos de la empresa. No obstante, la suscripción del convenio de comercio entre Ecuador y la Unión Europea podría representar una importante oportunidad para el Mercado exportador, lo cual implicaría una externalidad positiva para PRODUCTORA CARTONERA S.A.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación 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.

- La imposición de medidas regulatorias relacionadas con la importación de la materia prima necesaria para la elaboración de los productos que fabrica la empresa, impactaría en los costos de producción y reduciría el margen bruto de la compañía. Sin embargo, el sector tiene capacidad de traslado de los incrementos en costos, al precio de sus productos.
- Demoras en la desaduanización de los productos importados podría generar a su vez retrasos en la programación de la producción.
- La implementación de políticas gubernamentales restrictivas, ya sean comerciales, fiscales (mayores impuestos, mayores aranceles), u otras, representan un riesgo permanente que genera incertidumbre, no sólo para compañías como PRODUCTORA CARTONERA S.A. sino para todo tipo de compañías en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ventas de la empresa.
- El surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, podría traer como consecuencia una reducción del mercado objetivo. No obstante, la empresa considera que en el ámbito local es poco probable considerar este riesgo, dado que los nuevos competidores necesitarían tener suficiente músculo financiero para apalancar la operación, altamente intensiva en el uso del capital.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información utilizada se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación 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.