

### CALIFICACIÓN:

Novena Emisión de Obligaciones	AA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	Julio 2024

### DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA (-)	ene-20	Summa
AAA (+)	jul-20	Summa
AA (+)	ene-21	Summa
AA	jul-21	Summa
AA	ene-22	Summa
AA	jul-22	PCR
AA	ene-23	PCR
AA	jul-23	PCR
AA	ene-24	PCR
AA	jul-24	GlobalRatings

### CONTACTO

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA a la Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo PRODUCTORA CARTONERA S.A. en comité No. 020-2025, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 28 de enero de 2025; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha noviembre 2023 y noviembre 2024. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 8 de junio de 2020 mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409 por un monto de hasta USD 20.000.000).

### FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- Desde 2021, la industria manufacturera de productos no alimenticios tuvo una participación promedio dentro del PIB del Ecuador de 5,63%, convirtiéndolo en uno de los sectores más representativos en cuanto a la producción de bienes y servicios. Sin embargo, el sector decreció 3,54% 2023 y de 9,67% al segundo trimestre de 2024 a causa de una ralentización de la economía ecuatoriana ante la incertidumbre política y las crisis de inseguridad y energética. En 2024 y 2025, los acuerdos comerciales con distintos países podrían ser una oportunidad de acceso preferencial a nuevos mercados, lo que podría beneficiar el crecimiento del sector, el cual se prevé que sea de 0,2% según el Banco Central del Ecuador. En particular, el sector del papel ha experimentado fluctuaciones en los precios, afectando el precio de venta de la compañía y provocando una caída de ventas en 2023 y hasta noviembre de 2024.
- PRODUCTORA CARTONERA S.A. forma parte del Grupo Surpapel y sigue las directrices de su Gobierno Corporativo. La gestión de la empresa está a cargo de un directorio que vela por una administración adecuada. Además, la compañía opera conforme a los Códigos de Conducta y Sostenibilidad del grupo, garantizando una operación ética, estructurada y bien organizada.
- Las ventas de la compañía mostraron una tendencia creciente entre 2021 y 2022; sin embargo, en 2023 se registró un decrecimiento de 14,08% debido a la alta competencia y la disminución de los precios del papel, lo que provocó ventas a menor precio. Hasta noviembre de 2024, la tendencia decreciente se mantuvo con una reducción de 18,70% respecto a noviembre de 2023. Por otro lado, el costo de ventas mostró una reducción de 2 puntos porcentuales a noviembre de 2024 respecto del cierre de 2023, mejorando el margen bruto lo que no obstante el decrecimiento señalado en ventas permite prever un cierre de 2024 con una disminución de sólo 5,5%. La cartera de clientes no relacionados se ha deteriorado durante el período analizado, alcanzando un 47,35% de cartera vencida a más de 91 días de la que 40% está provisionada.
- Una parte importante de los pasivos son las deudas financieras, proveedores y mercado de valores, que se concentran en promedio en un 60% (53% a noviembre 2024) en pasivos de tipo corriente. En relación con los activos, se obtiene un indicador de liquidez superior a la unidad, lo que permite a PRODUCTORA CARTONERA S.A. cumplir con sus obligaciones de corto plazo de manera oportuna. El apalancamiento presenta tendencia decreciente, lo que permitiría incrementar los niveles de deuda. La generación de EBITDA permite cubrir los gastos financieros con holgura y permitiría la cancelación total de la deuda con costo en un lapso de alrededor de 3 años, manteniéndose en valores similares para los periodos proyectados.
- El flujo libre de efectivo a nivel operativo fue positivo durante el período analizado, debido principalmente a disminuciones en los niveles de cartera y en los niveles de inventarios que pasaron de 66 días de existencias en 2022 a 27 días a noviembre 2024. La proyección para fin de 2024 contempla que los inventarios se mantendrían en los mismos niveles de noviembre y que en los años siguientes tendrían un alza moderada. Utilidades crecientes y niveles de depreciación altos permiten prever que la empresa generaría flujos operacionales positivos en los próximos ejercicios. En este sentido, la generación de flujos operativos positivos ha permitido cubrir las inversiones y disminuir la deuda con costo tendencia que se mantendría en los próximos años.
- La emisión de obligaciones bajo análisis ha cumplido con los resguardos legales y con el límite de endeudamiento que consiste en mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio, por debajo de 2,5 veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

PRODUCTORA CARTONERA S.A. obtiene aproximadamente 91% de sus ingresos de la venta de cajas de cartón corrugado, destinadas principalmente a los sectores de banano, pesca, camarón, convertidores y alimentos. El restante 9% proviene de la venta de papel, desperdicios y tintas.

Durante el período 2021-2022, la empresa experimentó un crecimiento significativo en sus ingresos, pasando de USD 183,64 millones en 2021 a USD 227,06 millones en 2022, representando un incremento del 23%. Este crecimiento se debió a la reactivación económica y al aumento en el precio del papel, lo que elevó el precio por caja. A diciembre de 2023, las ventas disminuyeron un 14,08% debido a la reducción en el precio del papel. Esta tendencia decreciente continuó entre los períodos interanuales de noviembre de 2023 a noviembre de 2024, con una reducción de 19% en las ventas, como resultado de la continua caída en el precio del papel y la alta competencia.

La compañía ha logrado mantener una relación estable entre el costo de ventas y las ventas totales, gracias a sus estrategias de abastecimiento y control de precios de materia prima. La mejora observada a noviembre de 2024, con una reducción del costo de ventas al 85% de los ingresos, demuestra la capacidad de la empresa para adaptarse a las fluctuaciones del mercado y optimizar sus procesos productivos.

El margen bruto fue estable en torno al 13%. La capacidad de la empresa para optimizar los costos de ventas ha sido clave para mitigar los impactos negativos de la reducción de ventas, logrando así una mejora en el margen bruto porcentual hasta el 15% a noviembre 2024. Esto subraya la eficacia de las estrategias de gestión de costos de la empresa incluso en condiciones de mercado desafiantes.

La utilidad operativa en términos monetarios ha mostrado una tendencia fluctuante entre 2021 y 2023, en línea con el comportamiento de las ventas. En 2021, la utilidad operativa fue de USD 11,45 millones, aumentando a USD 18,20 millones en 2022 y disminuyendo a USD 12,19 millones en 2023, con una participación promedio del 6,83% sobre las ventas. Hasta noviembre de 2024, la utilidad operativa fue de USD 10,57 millones, superior a los USD 6,99 millones del mismo periodo del año anterior, producto de la optimización del costo de ventas, lo que ocasionó en términos relativos, una participación sobre las ventas de 7,23%, lo que refleja una mayor eficiencia operativa. Este comportamiento produjo un EBITDA sobre gastos financieros ha sido superior a la unidad en todos los períodos analizados, indicando que la compañía cuenta con un flujo operativo para enfrentar sus obligaciones inmediatas, como la cancelación de interés.

Los activos han experimentado fluctuaciones durante el periodo de estudio estos cambios reflejan las dinámicas del mercado y las decisiones estratégicas en cuanto a la gestión de sus recursos. En 2023, los activos totales de disminuyeron un 6%, pasando de USD 220,56 millones en 2022 a USD 207,33 millones. Este descenso continuó hasta noviembre de 2024, con los activos situándose en USD 187,74 millones. Este comportamiento se debe principalmente a la reducción en inventarios, cuentas por cobrar no relacionadas y propiedad, planta y equipo, coherente con la disminución de ventas. La empresa ha mantenido una concentración significativa de sus activos en rubros esenciales para su operatividad, como propiedad, planta y equipo, cuentas por cobrar relacionadas e inventarios, que representaron 73,55% del activo total en 2023 y 64,58% en noviembre de 2024.

La compañía mantuvo un indicador de liquidez mayor a la unidad durante el periodo de estudio. Las cuentas por cobrar relacionadas históricamente se han compuesto por transacciones comerciales y préstamos otorgados a la empresa relacionada SURPAPEL CORP S.A. Los valores de esta cuenta no devengan intereses y no tienen fecha de vencimiento. Las cuentas por cobras se han deteriorado en función de mayores inconvenientes en el sector camaronero, por lo que la cartera vencida a más de 31 días representó el 45,88% de la cartera total.

Históricamente, PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha financiado las operaciones mediante obligaciones bancarias, crédito de proveedores en la compra de materia prima e insumos, mercado de valores y crédito por la compra de materiales a compañías relacionadas. Para noviembre de 2024, estas cuentas representaron 74,94% del pasivo.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. registró flujos operativos positivos durante los años 2021 al 2023, producto de un adecuado calce de plazos entre cuentas por cobrar a clientes y pagos a proveedores. Históricamente los días de cartera comercial promediaron 63 días y fueron menores que los días de pago 83 días. En este sentido, la compañía generó flujos operativos positivos que le permitieron cubrir las inversiones y realizar los pagos de la deuda con costo. A noviembre 2024, debido al decrecimiento en los días de inventario y el crecimiento de la rotación de días de pago a proveedores el flujo operativo fue positivo, por lo que se disminuyó la deuda financiera.

El patrimonio ha presentado una tendencia alcista pasando de USD 54,20 millones en 2021 y USD 59,27 millones a noviembre 2024 y estuvo compuesto, históricamente, por el capital social que representó en promedio 48,24% (46,50% a noviembre 2024) con un monto de USD 27,56 millones, y que no varió durante el periodo histórico. El restante se conformó por ganancias acumuladas y reservas. El patrimonio financió en promedio 27% (31,57% a noviembre 2024) del activo, lo cual denota un fortalecimiento patrimonial y una mayor autonomía financiera.

El apalancamiento, medido como la relación entre pasivo y patrimonio, disminuyó durante el periodo analizado, pasando de 2,81 en el año 2021 a 2,53 en el año 2023 y finalmente a 2,17 en noviembre de 2024. Esta reducción fue el resultado de la reinversión de utilidades año tras año, lo que fortaleció el patrimonio.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	183.640	227.055	195.089	155.096	158.198	161.362	179.875	146.230
Utilidad operativa (miles USD)	159.470	196.067	170.382	131.754	136.050	138.771	161.002	124.146
Utilidad neta (miles USD)	<b>24.170</b>	<b>30.987</b>	<b>24.707</b>	<b>23.342</b>	<b>22.148</b>	<b>22.591</b>	<b>18.873</b>	<b>22.085</b>
EBITDA (miles USD)	(13.621)	(13.233)	(12.792)	(12.217)	(12.461)	(12.710)	(11.876)	(11.513)
Deuda neta (miles USD)	<b>10.549</b>	<b>17.754</b>	<b>11.915</b>	<b>11.125</b>	<b>9.687</b>	<b>9.881</b>	<b>6.998</b>	<b>10.572</b>
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(9.221)	(10.768)	(11.184)	(10.668)	(9.003)	(8.736)	(10.126)	(10.274)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	232	(319)	(21)	(8)	(9)	(11)	(32)	(8)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	<b>1.559</b>	<b>6.667</b>	<b>710</b>	<b>450</b>	<b>675</b>	<b>1.133</b>	<b>(3.160)</b>	<b>289</b>
Razón de cobertura de deuda DSCRC	(95)	(1.000)	(109)	(67)	(101)	(170)	-	(24)
Capital de trabajo (miles USD)	<b>1.464</b>	<b>5.667</b>	<b>601</b>	<b>382</b>	<b>573</b>	<b>963</b>	<b>(3.160)</b>	<b>265</b>
ROE	(462)	(1.454)	(336)	(96)	(143)	(241)	999	245
Apalancamiento	<b>1.002</b>	<b>4.213</b>	<b>265</b>	<b>287</b>	<b>430</b>	<b>722</b>	<b>(2.161)</b>	<b>511</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se basan en las estimaciones y estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diversas condiciones de mercado. Por lo tanto, las conclusiones expuestas y el análisis que las acompaña no son definitivos. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero, tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Las premisas de proyección se basan en la situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico. La razonabilidad de estas premisas depende en alto grado de las fluctuaciones en los precios internacionales del papel, un componente indispensable para el desarrollo de la operación de la compañía y que es difícil de prever.

Para el año 2024, se espera que los ingresos decrezcan en un 20,5% acorde a la reducción de ingresos evidenciada hasta noviembre de 2024. Adicionalmente, las ventas esperadas del emisor están alineadas con las necesidades de los clientes y con el comportamiento de los precios del papel, que se espera se estabilicen en los años 2025 y 2026, incrementándose un 2% bajo un escenario conservador. En cuanto al costo de ventas, se espera que se mantenga similar a lo obtenido a noviembre 2024 con un valor de 85% en 2024 y 86% para los próximos años.

La estrategia de optimización de gastos implementada por PRODUCTORA CARTONERA S.A., basada en la reducción de honorarios y la especialización del personal interno, permitió disminuir los gastos operativos y ajustarlos mejor a los niveles de actividad de cada periodo. Considerando la reducción en ventas durante 2024, se espera que los gastos operativos se sitúen en torno al 7,88% de las ventas, lo que permitiría generar una utilidad operativa positiva y estable durante los períodos proyectados de 2024 a 2026.

Adicionalmente, se proyecta un menor gasto financiero en 2025 y 2026 debido a la disminución de la deuda financiera explicada en párrafos posteriores. En consecuencia, se espera que los resultados de la empresa experimenten un crecimiento sostenido en los períodos futuros.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, para 2024 se proyecta un decrecimiento en las cuentas por cobrar relacionadas debido al menor nivel de ventas, especialmente a compañías relacionadas como Surpapelcorp S.A. Por su parte, se espera que las cuentas por cobrar no relacionadas mantengan un comportamiento similar al observado en noviembre de 2024, con 70 días de cobro. En cuanto a la propiedad, planta y equipo, se proyectan ligeras inversiones en maquinaria, mantenimiento y herramientas, generando un aumento en el valor del costo, pero manteniéndose a la baja en el valor neto debido al crecimiento de la depreciación acumulada. Los niveles de inventario para el año 2024, se mantendrán en relación lo registrado hasta noviembre 2024, por lo que se esperaría una rotación de 27 días y para los próximos períodos se incrementaría a 32 días coherente con nuevas importaciones de papel.

Los niveles de cuentas por pagar no relacionadas se mantendrían en 80 días, similar a lo obtenido hasta noviembre de 2024, de acuerdo con los niveles de actividad e ingresos. No se espera un cambio significativo en el patrimonio, que aumentaría conforme a los resultados de cada periodo. Con estas premisas, es posible proyectar una generación de flujos operativos positiva, lo que permitiría financiar inversiones menores y lograr una disminución sostenida de la deuda con costo.

Las premisas utilizadas en estos rubros podrían resultar conservadoras frente a las estrategias planteadas por la empresa, lo cual generaría flujos operativos positivos y una menor necesidad de deuda financiera. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento decreciente, coherente con la amortización de las obligaciones financieras y con el mercado de valores.

Los niveles de deuda financiera mantendrían una tendencia decreciente a medida que se amorticen los instrumentos, acorde con la estrategia de estabilización para financiar capital de trabajo consistente en inventario y, para años posteriores, decrecer paulatinamente. La compañía se financiaría principalmente con préstamos del exterior, de acuerdo con lo evidenciado históricamente y los valores obtenidos hasta noviembre de 2024.

La compañía mantendría un adecuado calce de plazos entre cuentas por cobrar y cuentas por pagar, lo que beneficiará al flujo de efectivo positivo y permitirá la cancelación de deuda con costo.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva, lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos. Por ahora, debe considerarse que la ajustada situación de la caja fiscal podría redundar en medidas impositivas que ralenticen la actividad.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

- Las recurrentes sequías que causan cortes prolongados de energía eléctrica representan una amenaza para diferentes sectores del país. La declaración de emergencia en el sector eléctrico tiene efectos negativos y que las empresas enfrentan pérdidas por interrupciones en la cadena de suministro, reducción de la productividad y/o pérdidas por equipos dañados. Estas interrupciones, además, pueden disuadir la inversión extranjera y disminuir la estabilidad en la productividad del país, generando un impacto económico a largo plazo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores lo que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de PRODUCTORA CARTONERA S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores y una relación de largo plazo, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdida de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de un plan para mantener la información y los servicios críticos respaldados en repositorios externos (CLOUD), como parte de un plan de seguridad ante desastres y protección de los sistemas informáticos, esenciales para la continuidad del negocio.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirisgo que la compañía mantiene sobre los activos.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsible en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- La volatilidad en el precio del papel puede representar un riesgo, ya que las fluctuaciones pueden afectar tanto los costos operativos como la estabilidad financiera. Un incremento abrupto en el precio del papel puede llevar a un aumento en los costos de producción, lo cual podría traducirse en márgenes de beneficio reducidos o en la necesidad de aumentar los precios de los productos finales, afectando la competitividad en el mercado. Por otro lado, una disminución repentina en el precio puede desestabilizar la planificación presupuestaria y las estrategias de aprovisionamiento, generando incertidumbre en la gestión de inventarios y en la toma de decisiones a largo plazo.
- Problemas en la cadena de suministro, como retrasos en el transporte o aumentos en los costos logísticos, pueden afectar la capacidad de la empresa para entregar productos a tiempo y mantener costos competitivos.
- La disponibilidad y retención de mano de obra calificada es crucial. Problemas laborales, como huelgas o alta rotación de personal, pueden interrumpir la producción y afectar la calidad del producto. Ante esto la compañía mitiga el riesgo mediante entrenamiento y capacitación continua al personal, programas de liderazgo y trabajo en equipo, evaluación y mejora del clima laboral y programas de carrera, retención y sucesión
- Aparición de competidores que tengan oferta de productos y/o soluciones de mayor conveniencia para los clientes, lo cual podría afectar las ventas de la compañía. La empresa mantiene una innovación respecto de sus productos acentuando sus ventajas comparativas, elementos diferenciadores y control adecuado de costos lo que permite tener precios competitivos.
- El principal proveedor de la compañía es Surpapelcorp S.A., una empresa relacionada cuya principal actividad consiste en el reciclaje de papel y sus derivados para obtener cartón corrugado, necesario para la fabricación de las cajas que entrega la compañía. Este proveedor representó el 46,02% del total del costo de ventas, lo que indica una alta concentración. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que Surpapelcorp S.A. es parte del mismo grupo empresarial y da prioridad a la entrega de pedidos de PRODUCTORA CARTONERA S.A.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsible de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respalda la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son principalmente cuentas por cobrar comerciales e inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión en su mayoría pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo; sin embargo; las consideraciones sobre la capacidad de liquidación de un activo son subjetivas y difíciles de prever, lo que introduce un nivel de incertidumbre. Por lo tanto, los criterios y opiniones emitidos por esta calificadora sobre la capacidad de liquidación de los activos deben considerarse como referenciales. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de los flujos propios de la operación. Por otra parte, la empresa mantiene altos niveles de cartera vencida en su cartera no relacionada. Los montos envueltos son relativamente bajos y la empresa considera que su cartera es recuperable aun cuando los plazos sean mayores a los originalmente planteados.
- Los inventarios son susceptibles de deterioro, pérdidas por robo y obsolescencia lo que implica un evidente riesgo de deterioro. La empresa mantiene un adecuado control en lo que respecta al almacenaje de los bienes, pólizas de seguros y a una adecuada rotación de aquellos ítems que no cumplan los requerimientos en cuanto a su estado para su posterior utilización y/o venta.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene PRODUCTORA CARTONERA S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 41,02 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden a 21,85% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión es representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, la situación podría tener un efecto negativo en los flujos de la empresa. Con el fin de mitigar este riesgo, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y realiza un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

NOVENA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	1	7.500.000	720			
	2	7.500.000	1.080	8,00%	Trimestral:	Trimestral
	3	5.000.000	1.440			
Saldo en circulación (noviembre 2024)	Clase 3: USD 312.500					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	100% para sustitución de Pasivos Financieros de corto plazo.					
Agente colocador	Activa Casa de Valores S.A.					
Estructurador financiero	Activa Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan valores/obligaciones en mora.</li> <li>■ 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.</li> </ul>					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio por debajo de 2,5 veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión.</li> </ul>					

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Décima Emisión de Obligaciones Largo Plazo de PRODUCTORA CARTONERA S.A. realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,



**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.**  
Presidente Ejecutivo

**PERFIL EXTERNO**

**ECUADOR: ENTORNO MACROECONÓMICO 2024**

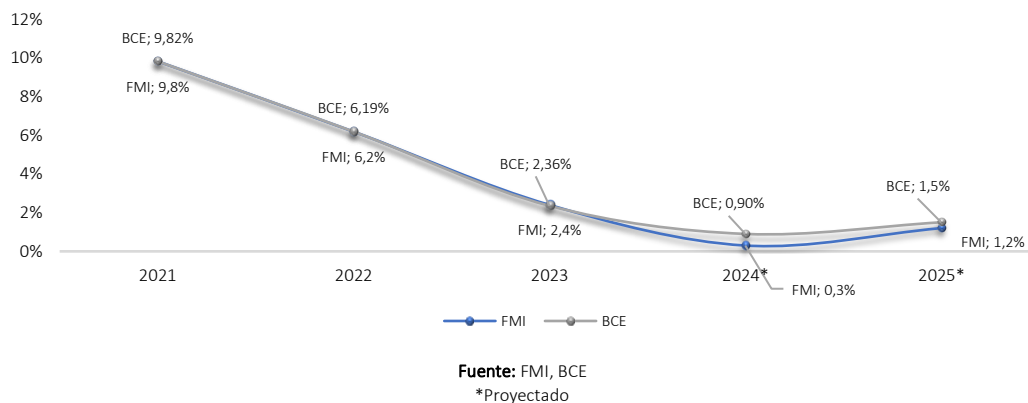
**Contexto Mundial:** Se espera estabilidad en el crecimiento económico mundial de los próximos cinco años.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el crecimiento mundial se mantenga estable, aunque en niveles bajos, con un pronóstico de 3,1% para los próximos cinco años<sup>1</sup>, menor al promedio pre-pandemia y por debajo del promedio histórico (2000-2019) de 3,8%. Desde abril de 2024, se han compensado las revisiones al alza para EE.UU. con ajustes a la baja en Europa y en economías emergentes de Oriente Medio, Asia Central y África, afectadas por conflictos como los de Oriente Medio y Ucrania, desastres naturales y problemas de suministro. En contraste, las economías emergentes de Asia, especialmente China e India, muestran un crecimiento impulsado por la alta demanda de tecnología y grandes inversiones en inteligencia artificial. A pesar de la desinflación general, la inflación de servicios sigue siendo alta, por lo que se podría esperar mayor endurecimiento de políticas monetarias, altas tasas de interés y reformas estructurales para fortalecer el crecimiento. Bajo ese escenario, las últimas proyecciones FMI sitúan el crecimiento económico mundial en 3,2% en 2024 y 2025.

De similar forma, el Banco Mundial prevé que el crecimiento global se estabilice en 2,6% este año, con un leve aumento a 2,7% para 2025-2026<sup>2</sup>. La inversión pública es clave para impulsar el crecimiento en mercados emergentes y en desarrollo (EMDE), pero requiere reformas para mejorar la eficiencia y crear espacio fiscal. Las economías pequeñas enfrentan desafíos fiscales intensificados por desastres naturales y deudas altas, por lo que necesitan reformas integrales y apoyo externo para construir resiliencia climática. Aunque hay algunos factores positivos, los riesgos globales siguen inclinados a la baja debido a tensiones geopolíticas y posibles desastres naturales, lo que subraya la necesidad de políticas nacionales e internacionales para asegurar la estabilidad económica, mejorar la seguridad alimentaria y promover una transición verde y digital.

Ecuador: Según el FMI, se espera que se cierre 2024 con una tasa de crecimiento de 0,3% y de 1,2% en 2025.

**CRECIMIENTO DEL ECUADOR**



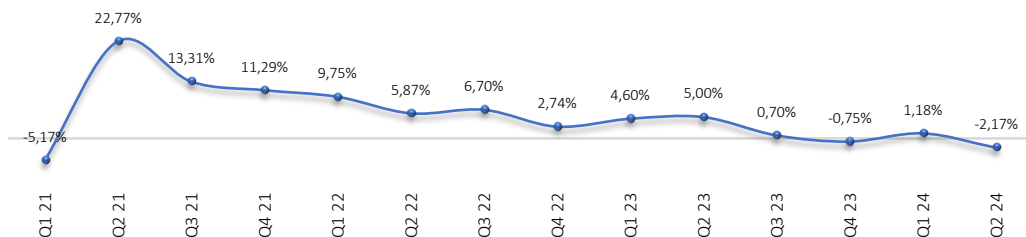
Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), en 2023 el PIB presentó un incremento con respecto a 2022 de 2,36%, impulsado por mayor gasto de gobierno en 3,7% y de mayores exportaciones en 2,3%. El incremento del gasto de gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y con el pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud.<sup>3</sup> En tanto que, la dinámica de las exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo crudo, camarones, banano y productos mineros. Por otro lado, las importaciones presentaron una variación interanual negativa de 0,9%, debido principalmente a una disminución en la importación de materias primas en 12,1% como trigo, morcajo y otras manufacturas de metales; así como también en la disminución de donaciones provenientes del exterior en 57,7%.

<sup>1</sup> IMF *World Economic Outlook* (octubre 2024)

<sup>2</sup> Banco Mundial, *Global Economic Prospects* (junio 2024)

<sup>3</sup> <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/la-economia-ecuatoriana-reporto-un-crecimiento-interanual-de-0-4-en-el-tercer-trimestre-de-2023>

**VARIACIÓN ANUAL DEL VALOR AGREGADO BRUTO DEL ECUADOR**



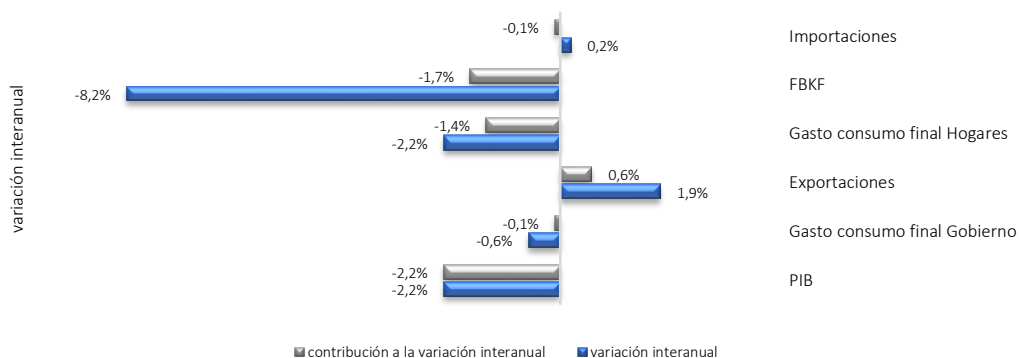
Fuente: BCE

En el segundo trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) del Ecuador decreció en 2,17% anual, la caída más fuerte que ha tenido la economía ecuatoriana en términos interanuales desde el primer trimestre de 2021, cuando el país atravesaba la pandemia de Covid-19. Este comportamiento es atribuido<sup>4</sup> a las contracciones interanuales de la formación bruta de capital fijo (FBKF<sup>5</sup>) de 8,2%, del consumo de los hogares en 2,2% y del gasto de gobierno en 0,6%. Por otro lado, se presentaron variaciones anuales positivas en las exportaciones de 1,9%, y en las importaciones de 0,2%.

El BCE publicó datos que evidencian que la reducción de la FBKF se debió a la contracción del sector de la construcción en 17,2% (que constituye alrededor de 44% de este componente), así como una contracción de la demanda de bienes de capital como maquinaria y equipo de transporte. Adicionalmente, el consumo de los hogares se contrajo por la disminución de la demanda de productos textiles y calzado y por caídas en los servicios de comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida. La reducción del gasto de gobierno estuvo relacionada principalmente a una disminución en el rubro de compras de bienes y servicios.

A septiembre de 2024, a nivel de industrias solamente 5 de los 20 sectores presentaron un desempeño positivo, entre los cuales se destacan: Actividades profesionales técnicas en 8,5%, Pesca y acuicultura en 5,5%, Explotación de minas y canteras en 1,8%, Manufactura de productos alimenticios en 1,1%, y Actividades inmobiliarias en 0,8%.<sup>6</sup> Con relación al primer trimestre de 2024, el PIB cayó en 1,9%<sup>7</sup> explicado por el crecimiento de 6,4% de las importaciones, que contribuyen negativamente al resultado del PIB. La contracción de la FBKF fue de 0,6%, las exportaciones se redujeron en 0,3% y el consumo de los hogares cayó en 0,05%. El gasto de gobierno aumentó en 0,03%.

**VARIACIÓN Y CONTRIBUCIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DEL PIB - Q2 2024**



Fuente: BCE

El FMI espera que Ecuador cierre el año 2024 con una tasa de crecimiento de 0,3% (de 0,9% según el BCE), lo cual se podría definir como un estancamiento. Si se compara este valor con los países vecinos, Ecuador crecería por debajo del promedio de la región, considerando cifras esperadas para América Latina y El Caribe de 2,1%. En 2025, se estima una leve recuperación, con un crecimiento de 1,2%<sup>8</sup>.

<sup>4</sup> BCE, Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales (septiembre 2024)

<sup>5</sup> Corresponde a la inversión de un país, representada por la variación de los activos fijos no financieros tanto privados como públicos, (total de adquisiciones menos ventas de activos fijos), en un período de tiempo determinado.

<sup>6</sup> La industria de actividades inmobiliarias comprende los servicios de compraventa y alquiler de bienes inmuebles. Esta industria no incluye el sector de la construcción.

<sup>7</sup> Serie ajustada por efectos estacionales

<sup>8</sup> IMF, *World Economic Outlook* (octubre 2024)

**EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS**

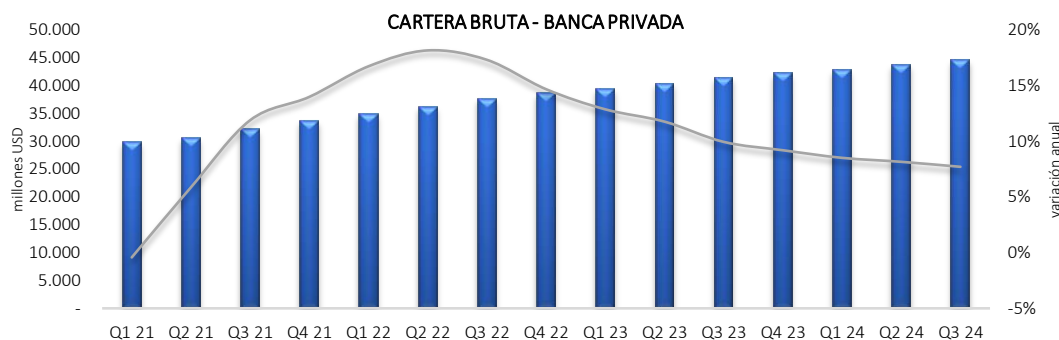
El riesgo país presentó una tendencia al alza en 2023 y cerró el año por encima de 2.000 puntos, reflejando una alta percepción de riesgo de default por parte de inversionistas<sup>9</sup>. El nivel alto que mantiene Ecuador significa que el país tiene posibilidades de financiamiento externo más caro, debido a que las tasas de interés son más elevadas, lo que representaría un problema considerando el déficit fiscal con atrasos de pagos a proveedores estatales, municipios y seguridad social.



Fuente: BCE

No obstante, en 2024 se observa una tendencia ligeramente a la baja, cerrando el primer semestre del año con el riesgo país más bajo desde enero 2023, alcanzando un promedio de 1.249 puntos. Esta caída coincide con el anuncio del gobierno de Daniel Noboa, del alza del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 12% al 15% en enero de 2024 e implementada a partir de abril, lo cual incrementó los niveles de caja fiscal, proporcionando liquidez a corto plazo. Además, la reforma tributaria también contempla contribuciones especiales a las utilidades de la banca y a empresas con ganancias extraordinarias, así como aumento al impuesto de salida de divisas (ISD). Al tercer trimestre, el riesgo país promedio se ubicó en 1.292 puntos.

**NIVELES DE CRÉDITO**



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

Tras la reactivación económica, la cartera de créditos en 2022 experimentó el mayor incremento desde 2019. A partir del tercer trimestre de 2021 el crecimiento anual de créditos superó los dos dígitos y llegó a un máximo de 18,12% de incremento anual en el segundo trimestre de 2022. Esto permitió que el total de cartera crezca 14,64% al cerrar ese año. En 2023, el valor total de los préstamos en cartera bruta concedidos por entidades bancarias privadas alcanzó USD 42.129 millones. El crédito otorgado para sectores productivos fue de 44%, seguido por consumo con 41%, microcrédito con 8% e inmobiliario con 6% (el porcentaje restante se divide entre vivienda de interés social y público, educativo e inversión pública).<sup>10</sup>

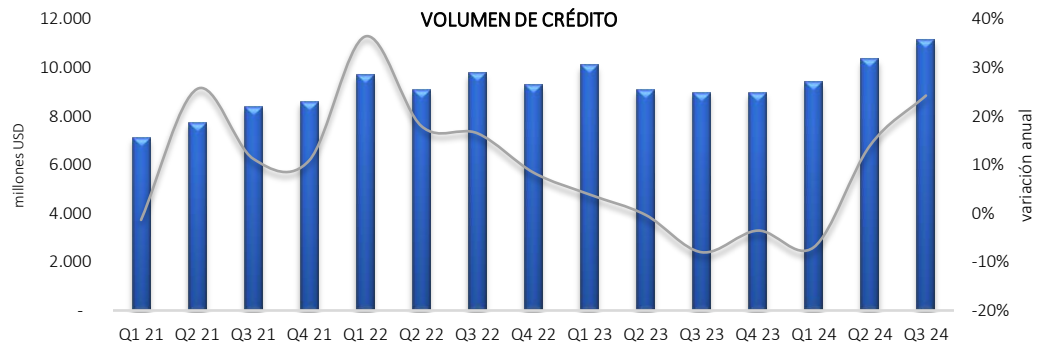
Al tercer trimestre de 2024, el valor de préstamos en cartera bruta por entidades bancarias alcanzó USD 44.555 millones, un 7,69% mayor a similar periodo de 2023. Sin embargo, a pesar de que la cartera bruta de crédito presentó alzas a lo largo de todo 2023 y en lo que va de 2024, el volumen otorgado de crédito a nivel nacional disminuyó en cada periodo entre el segundo trimestre de 2023 y primer trimestre de 2024; la inestabilidad política, la incertidumbre sobre la posible llegada del fenómeno de El Niño y el mayor costo en el acceso a financiamiento externo<sup>11</sup> afectaron negativamente a la demanda y oferta de crédito en el país. A septiembre

<sup>9</sup> El indicador de riesgo país, elaborado por el banco de inversión JP Morgan, muestra las probabilidades de que un país caiga en mora en sus obligaciones de deuda externa. Mientras más alto el indicador, los acreedores e inversionistas perciben que hay mayor probabilidad de impago y 'default.'

<sup>10</sup> Superintendencia de Bancos, Boletines de Series Mensuales

<sup>11</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-agropecuario-fenomeno-nino/>

de 2024 el volumen de crédito otorgado aumentó en 24,27%, impulsado por las operaciones hacia el Comercio, Reparación de Vehículos Automotores y Motocicletas, Industrias Manufactureras, Consumo, Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca, y Actividades Financieras y de Seguros.



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

Según el FMI<sup>12</sup>, se espera que el crédito de la banca privada crezca en los próximos años, aunque en menor porcentaje que años anteriores, impulsado por menor crecimiento de los depósitos y por ende menor dinero disponible para los bancos. Es por eso por lo que la evolución del crédito en el último trimestre de 2024 y en 2025 dependerá de factores como el alza en las tasas de interés para atraer depósitos y las tasas de interés que deben pagar los bancos del Ecuador para fondearse en el exterior.

**PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES**

En 2024, las previsiones estiman un crecimiento de la economía del Ecuador que podría variar entre 0,3% y 0,9%, según el FMI y el BCE. La economía ecuatoriana entró a una clara fase de desaceleración a partir del tercer trimestre de 2022 e inició un proceso de recesión en el cuarto trimestre de 2023, el cual se mantuvo hasta el segundo trimestre de 2024<sup>13</sup>. La baja inversión privada e inversión extranjera directa, junto a la caída de la inversión pública, ralentización de ventas, crisis en el sector petrolero y empleo estancado, son algunos de los factores por los que la economía entró en recesión en el primer semestre de 2024, según el informe publicado en julio de 2024 por el BCE.

En noviembre de 2023, el estiaje presentado en varias provincias del Ecuador causó que el gobierno nacional declare en emergencia el sector eléctrico, por lo que inició un periodo de racionamiento de electricidad en todo el país. En abril de 2024 el gobierno anunció una nueva crisis energética que trajo consigo nuevos apagones por racionamiento de energía. La Cámara de Industrias y Producción (CIP) junto a la Cámara de Comercio de Quito advierten que, por cada hora sin electricidad, el sector comercial a nivel nacional dejaría de vender USD 18 millones,<sup>14</sup> lo que podría tener graves efectos sobre la productividad del Ecuador en 2024. La falta de lluvias en el periodo de octubre a marzo, la disminución en la venta de electricidad de Colombia a Ecuador, y el alza en la demanda de electricidad son algunos de los problemas que persisten y que siguen deteriorando la productividad del sector eléctrico<sup>15</sup>.

Desde octubre de 2024, un nuevo periodo de estiaje causó que los racionamientos energéticos empeoren, llegando a sumar 14 horas diarias en la mayoría de las regiones del país e incluso de 24 horas en ciertas zonas industriales. El déficit de generación eléctrica sería de alrededor de 1.747 megavatios, similar a la potencia total del mayor complejo hidroeléctrico del país, Paute Integral (1.757 megavatios), que representa casi un 38% de la demanda de Ecuador.<sup>16</sup> Existe el riesgo de que colapse el sistema nacional interconectado, lo que llevaría a apagones no controlados por periodos inciertos sin que se pueda programar cortes de luz por horarios. Ante esta situación, el presidente Daniel Noboa, la ministra encarada de Energía y Minas y varios actores del gobierno buscan soluciones como la compra de electricidad a privados o al gobierno colombiano. Según el Comité Empresarial Ecuatoriano (CEE), desde abril de 2024 el sector privado ha acumulado una pérdida económica de USD 4.000 millones en ventas.<sup>17</sup>

Es por esto por lo que el crecimiento futuro dependerá de factores externos como el precio del petróleo, el desembolso de recursos por parte de organismos multilaterales, el aumento en las exportaciones y el flujo de

<sup>12</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banca-privada-credito-perspectivas/>  
<sup>13</sup> <https://www.primicias.ec/economia/cuatro-indicadores-muestran-economia-ecuador-recesion-74574/>  
<sup>14</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/hora-luz-sector-comercial-ecuador-deja-vender-18-millones-177610.html>  
<sup>15</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/cortes-luz-crisis-falta-electricidad-colombia/>  
<sup>16</sup> <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-deficit-generacion-riesgos-aumento-apagones-83078/>  
<sup>17</sup> <https://www.primicias.ec/economia/zonas-industriales-cortes-luz-12noviembre-empresas-perdidas-83064/>

remesas. El reto del gobierno es generar políticas que fomenten la dinamización de la economía ante el aumento generalizado de los precios, las reformas tributarias, la crisis de inseguridad, y la crisis eléctrica que han desacelerado el consumo de los hogares privados y que llevaron a una contracción notable de 2,17% en la actividad económica del Ecuador al segundo trimestre de 2024.

En definitiva, el Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía; tensiones geopolíticas, fragmentaciones en los mercados de materias primas, fenómenos climáticos, incertidumbre política y las crisis de inseguridad y energéticas son algunos de los factores decisivos. Las estrategias adoptadas por el sector privado y el gobierno en el último trimestre del año serán claves para incidir en la atracción de inversión privada, en el desarrollo de obras públicas, en un mayor dinamismo del empleo y en el control de la crisis de inseguridad.

### INDICADORES

PIB ECUADOR	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento de la economía	9,8%	6,2%	2,4%	5,0%	-2,2%	-7,2 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR REAL	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del consumidor (IPC)	1,94	3,74	1,35	2,23	1,42	-0,81 p.p.
Índice de precios del productor (IPP)	1,72	6,14	0,91	0,91	5,70	4,79 p.p.
Empleo adecuado	33,9%	36,0%	35,9%	35,5%	36,1%	0,60 p.p.
Desempleo	4,1%	4,1%	3,4%	3,7%	3,7%	0,00 p.p.
Ventas netas (millones USD)*	199.775	228.977	237.515	150.338	150.619	0,20%

Fuente: BCE, INEC

\*corte agosto 2023 y agosto 2024

SECTOR EXTERNO	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Exportaciones - millones USD FOB	26.699	32.658	31.126	15.159,00	16.952,10	11,83%
Exportaciones petroleras - millones USD FOB	8.607	11.587	8.952	3.989,60	4.989,60	25,07%
Exportaciones no petroleras - millones USD FOB	18.092	21.071	22.175	11.169,50	11.962,50	7,10%
Importaciones - millones USD FOB	23.831	30.334	29.128	14.029,50	13.213,40	-5,82%
Balanza Comercial - millones USD FOB	2.868	2.325	1.998	1.129,60	3.738,60	230,97%
Precio promedio del petróleo (WTI) - USD	76,99	80,26	71,65	73,71	80,78	9,58%
Riesgo país promedio	869	1.250	2.055	1.849	1.249	-32,44%

Fuente: BCE

SECTOR FISCAL	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024	VARIACIÓN ANUAL
Ingresos fiscales acumulados – millones USD	38.462	45.199	43.607	22.391	23.687	5,79%
Gastos fiscales acumulados– millones USD	40.245	45.222	47.883	22.035	21.420	-2,79%
Resultado fiscal– millones USD	-1.782	-23	-4.277	356	2.267	536,91%

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas

SECTOR MONETARIO-FINANCIERO	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Oferta Monetaria (M1) - millones USD	30.255	30.191	30.489	29.606	30.080	1,60%
Cuasidinero - millones USD	39.820	45.120	49.855	48.118	54.538	13,34%
Liquidez total (M2) - millones USD	70.075	75.310	80.344	77.724	84.617	8,87%
Base Monetaria (BM) - millones USD	28.951	28.698	27.672	27.233	28.995	6,47%
Multiplicador monetario (M2/BM)	2,0	2,6	2,9	2,9	2,9	0,02
Reservas internacionales -millones USD	7.898	8.459	4.454	6.312	8.578	35,89%
Reservas bancarias -millones USD	8.094	7.230	5.484	5.602	6.798	21,35%
Tasa activa referencial	7,44%	8,48%	9,94%	9,49%	11,68%	0,23 p.p.
Tasa pasiva referencial	5,91%	6,35%	7,70%	7,4%	8,25%	0,11 p.p.

Fuente: BCE

### SECTOR DE MANUFACTURA – RECICLAJE

La industria manufacturera constituye una actividad económica basada en la fabricación, procesamiento y transformación de materias primas, y/o de bienes primarios en productos finales e insumos para otras sub-industrias dentro de la cadena productiva. Este sector además conlleva un rol preponderante en la economía de los países emergentes, ya que es capaz de emplear a una porción importante de la población y producir materiales requeridos por sectores estratégicos.<sup>18</sup> A nivel mundial, la manufactura es altamente reconocida por

<sup>18</sup> Enciclopedia Británica 2015

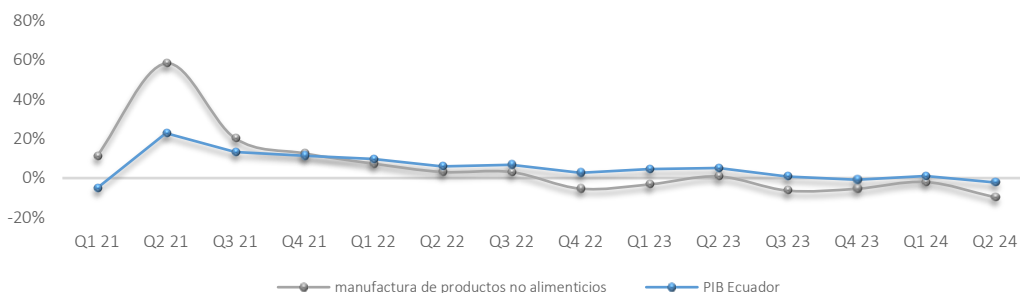
la integración vertical y horizontal con otras actividades, permitiendo generar economías de escala y procesos más eficientes.

En 2023, la industria manufacturera fue una de las más representativas a la economía ecuatoriana en cuanto a la producción de bienes y servicios. Este hecho además se refleja en la contribución a la generación de empleo equivalente a 8,3% del empleo total hasta diciembre 2023 con respecto a la PEA.

**CRECIMIENTO**

Según los datos de Banco Central (BCE), la reactivación de la economía y el fin de medidas de restricción del Covid-19 llevaron a que el crecimiento del sector sea de 22,85% en 2021 y 1,91% en 2022. Sin embargo, la incertidumbre política de 2023, una ralentización de la economía del Ecuador, la crisis de inseguridad y los apagones eléctricos afectaron a las industrias manufactureras, por lo que los crecimientos en cada trimestre fueron cercanos, o incluso por debajo de 0%, lo que reflejó un decrecimiento total de 3,54% en el año.

**CRECIMIENTO - SECTOR MANUFACTURA DE PRODUCTOS NO ALIMENTICIOS**



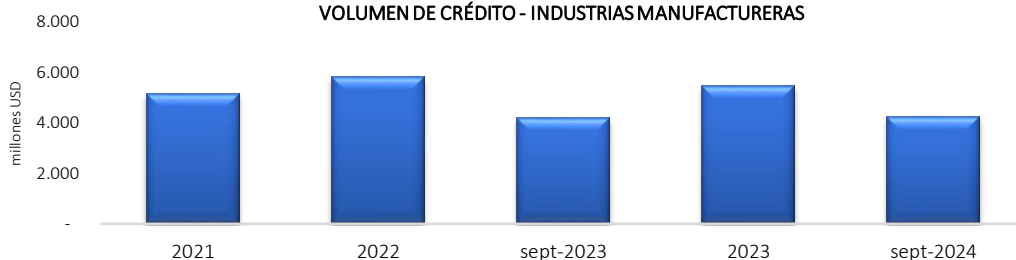
Fuente: BCE

Los últimos datos disponibles evidencian cuatro trimestres consecutivos de contracción económica para la manufactura no alimenticia. En los primeros dos trimestres de 2024, las variaciones anuales del sector fueron de -2% y -9,67%, respectivamente. Las industrias que mostraron desempeños negativos fueron<sup>19</sup>: Elaboración de bebidas alcohólicas y no alcohólicas (-5,8%); Fabricación de productos textiles, prendas de vestir, fabricación de cuero (-18,0%); Producción de madera y productos de madera (-6,4%); Fabricación de papel y productos de papel (-15%); Fabricación de sustancias químicas (3,6%); Fabricación de productos de caucho y plástico (-4,9%); Fabricación de otros productos minerales no metálicos (-10,2%); Fabricación de maquinaria y equipo (-1,1%); y, Fabricación de vehículos y equipos de transporte (-20,7%).

En 2024, el BCE prevé un crecimiento de 0,2% en la manufactura de productos alimenticios, por debajo del 0,9% previsto para la economía ecuatoriana.

**CRÉDITO OTORGADO**

**VOLUMEN DE CRÉDITO - INDUSTRIAS MANUFACTURERAS**



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

En 2021, el volumen de crédito otorgado a las industrias manufactureras presentó una variación positiva de 9,28% en comparación al año anterior, llegando a USD 5.169 millones mientras que en 2022 el volumen otorgado fue de USD 5.817 millones, un crecimiento de 12,54% anual, lo que es coherente con las cifras de expansión de esos años y la cantidad del crédito que se otorgó a la actividad de elaboración y conservación de pescado, la elaboración de grasas y aceite vegetal y la fabricación de productos de plástico. La ciudad con mayor volumen de crédito para manufactura fue Guayaquil, seguida por Quito.

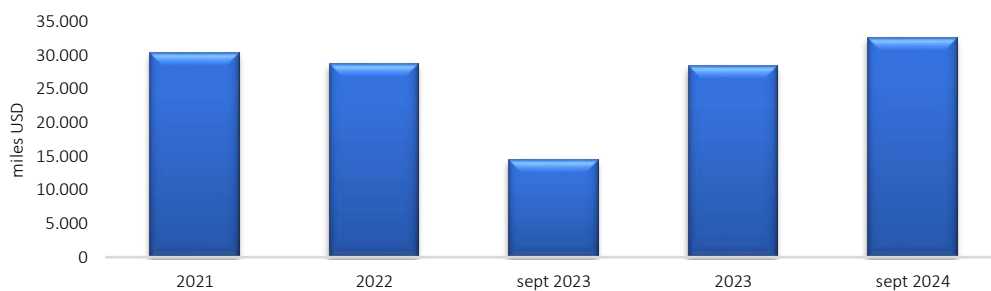
<sup>19</sup> Informe de Resultados II Trimestre 2024- BCE

Según la Superintendencia de Bancos, en 2023 se otorgó crédito por USD 5.464 millones relacionado a la manufactura. Este valor muestra una variación anual de -6,07%, lo que pudo ser consecuencia de un financiamiento más caro por parte de los bancos lo que redujo la cantidad de colocaciones, así como la ralentización en la economía ecuatoriana y el decrecimiento observado en el sector.

A septiembre de 2024, el crédito al sector creció en apenas 0,67% comparado con septiembre de 2023, coherente con el menor dinamismo económico de las industrias manufactureras. Las entidades que lideraron el porcentaje de crédito otorgado en estos meses son Banco Bolivariano S.A., Banco Guayaquil S.A., y Banco Pichincha C.A.

En cuanto al crédito otorgado para la gestión de desechos<sup>20</sup>, se evidenció una caída en el nivel de crédito desde 2021 hasta 2023. Sin embargo, a septiembre de 2024 este creció un 125% hasta totalizar USD 32,65 millones. Las actividades que más crédito recibieron fueron la recolección de desechos no peligrosos, seguido por la recuperación de materiales.

**VOLUMEN DE CRÉDITO PARA GESTIÓN DE DESECHOS Y ACTIVIDADES DE SANEAMIENTO**

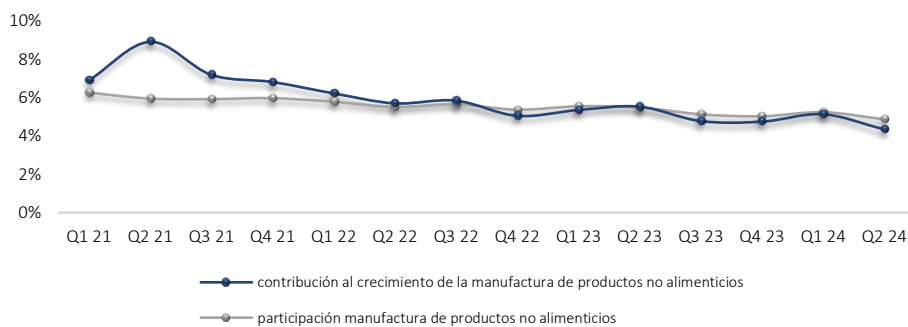


Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

**TAMAÑO E INTEGRACIÓN**

La manufactura de productos no alimenticios durante los últimos tres años ha mantenido una participación promedio de 5,54%, lo que lo convierte en uno de los sectores con la participación más alta con respecto al PIB del país, por encima de sectores como la construcción, las actividades financieras y de seguros y la pesca y acuicultura.

**TAMAÑO E INTEGRACIÓN - MANUFACTURA DE PRODUCTOS NO ALIMENTICIOS**



Fuente: BCE

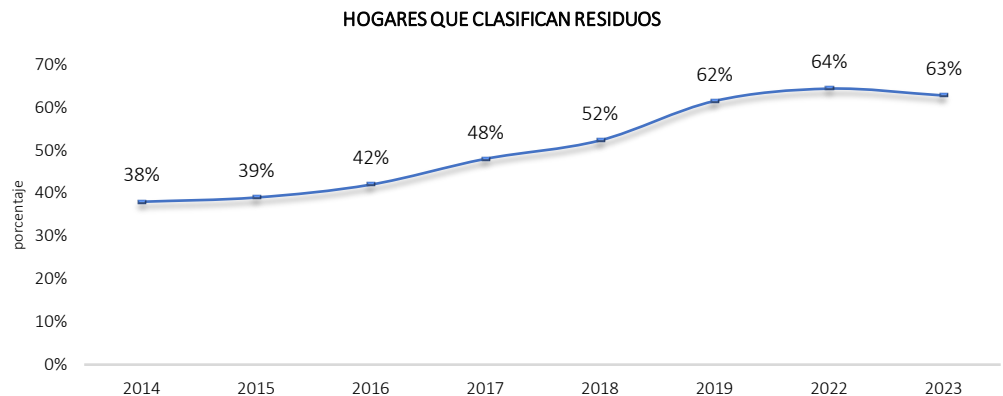
Coherente con el decrecimiento en la producción del sector en 2023, la manufactura de productos no alimenticios tuvo una contribución al crecimiento de -0,28% en el último trimestre del año, ubicándose por debajo de la contribución promedio de los últimos tres años (0,34%). Al segundo trimestre de 2024, la contribución al crecimiento fue de -0,52%.

**RECICLAJE**

Según las estadísticas de Información Ambiental en Hogares 2023 del INEC, la clasificación de residuos en hogares ha mantenido una tendencia creciente en los últimos años. En 2014 un 38% de los hogares clasificó o separó

<sup>20</sup>Recolección de desechos no peligrosos, recolección de desechos peligrosos, recuperación de materiales, tratamiento y eliminación de desechos no peligrosos, tratamiento y eliminación de desechos peligrosos, actividades de descontaminación y otros servicios de gestión de desechos

algún residuo, mientras que en 2023 este indicador alcanzó un total de 63% de hogares, es decir, que un poco más de seis de cada diez hogares clasificaron residuos.



Fuente: INEC

Durante 2023, el principal residuo clasificado fue el plástico (45,6%), seguido por desechos orgánicos (37,7%) y por papel-cartón (31,0%). Es preciso destacar que entre 2019 y 2023 la clasificación de plástico no varió significativamente mientras que el de papel y cartón disminuyó.



Fuente: INEC

La industria de papel y cartón tiene importancia dentro de la economía ecuatoriana ya que permite cubrir las necesidades de diversos sectores de la economía del país. Además, el aumento del comercio en línea y la demanda de papel y cartón para envíos, y la presión ecologista de reemplazar el consumo de plástico de un solo uso, ha permitido que esta materia prima permanezca en el mercado con fuerza ya que el papel y el cartón son reciclables y biodegradables<sup>21</sup>.

Dentro de la manufactura, una de las actividades que presenta oportunidades de crecimiento es la del reciclaje, considerando que en Ecuador existe una falta de una infraestructura adecuada, que es costosa y en algunos casos requiere del apoyo de organismos o financiadores internacionales. Se suma el lento desarrollo tecnológico que existe en el mercado que impide generar nuevos procesos y reducir tiempos en el manejo de desechos. Además, existe una falta de conciencia ambiental de los ciudadanos que hace este proceso más difícil. Pese a ello, las empresas que se dedican a esta actividad han crecido en vista de que han logrado desarrollar y procesar los residuos para transformarlos nuevamente en materia prima, que en la actualidad es altamente demanda por compañías y empresas que buscan mejorar su huella de carbono.

Ecuador es el tercer país de la región que importa mayor cantidad de basura plástica (detrás de México y El Salvador). Según un estudio de la Alianza Basura Cero Ecuador y la Universidad Andina Simón Bolívar, entre 2018 y 2021 (último dato disponible) el país importó 47.596 toneladas de desechos plásticos desde Estados Unidos, México, Colombia, Costa Rica, Tailandia, Dinamarca, entre otros. Este monto de importación alcanzaría cerca de USD 19 millones de ingresos<sup>22</sup>. Hasta abril de 2022, el país ya había importado más de 800 toneladas de basura

<sup>21</sup> <https://obest.uta.edu.ec/wp-content/uploads/2020/09/Sector-papel-y-carton-del-Ecuador.pdf>

<sup>22</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/china-residuos-desechos-acuerdo-comercial/>

plástica. Esta importación de desechos plástico sirve para la fabricación de envases, empaques, fundas y otros productos de un solo uso. Es decir, mientras la tendencia mundial camina hacia la eliminación de los plásticos de un solo uso, en Ecuador todavía se utiliza este tipo de plásticos por temas de costos.

El reciclaje en el Ecuador empezó hace cerca de 20 años, enfocado en el papel, lo que estaba conectado con la conservación de los bosques y árboles (recursos no renovables). El reciclaje de plástico es otro de los elementos que ha ganado espacio en el mercado nacional consiguiendo resultados en los últimos cinco años por la recolección de los envases PET (polímero con el que se fabrican las botellas). Estas acciones han tenido una recuperación social y económica en Ecuador, permitiendo generar una actividad complementaria a personas de bajos recursos, por medio del impuesto a las botellas plásticas no retornable que se tradujo en una oportunidad para generar ingresos.

A pesar de estos avances, en el país la cultura general del reciclaje aún es modesta. El desarrollo de iniciativas públicas y privadas en ese sentido se presentan como opciones claras para empujar este proceso de transformación y concientización. El expresidente Lasso envió a la Corte Constitucional el proyecto de “Decreto Ley de Creación del Impuesto Redimible a las Botellas Plásticas No retornables”. Aseveró que este nuevo decreto ley beneficiará a cerca de 100.000 ecuatorianos que están relacionados con la reutilización de desechos y que, además, creará un marco de formalidad para los recicladores del país<sup>23</sup>.

**PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES**

En 2024, varios factores dificultan el crecimiento en el sector, como la crisis de inseguridad que causa un problema en todo el sistema de distribución de productos, especialmente las rutas de transporte a la Costa ante al incremento de robos y hechos violentos que han reducido las ventas<sup>24</sup>. Además, la falta de políticas públicas en temas de competitividad, así como los cambios tributarios afectan al sector, menciona Andrés Robalino, representante legal de la Cámara de Industrias, Producción y Empleo (CIPEM). Es por esto que el crecimiento para finalizar 2024 y de cara a 2025 dependerá en gran medida de las políticas y reformas adoptadas y coordinadas por el gobierno, así como la resiliencia del sector privado, considerando que la infraestructura y la maquinaria juegan un papel crucial en la optimización de los procesos de manufactura y en la cadena de suministro<sup>25</sup>.

Desde octubre de 2024, un nuevo periodo de estiaje causó que los racionamientos energéticos ya presentes en 2023 empeoren, llegando a sumar hasta 14 horas diarias en la mayoría de las regiones del país e incluso de 24 horas en ciertas zonas industriales. Según el Comité Empresarial Ecuatoriano (CEE), desde abril de 2024 el sector privado ha acumulado una pérdida económica de USD 4.000 millones en ventas,<sup>26</sup> situación que afecta considerablemente a la productividad de las industrias manufactureras.

Por otro lado, el sector manufacturero se podría beneficiar de varios aspectos por los acuerdos comerciales firmados con otros países, ya que aumentan la competitividad de los productos y la oportunidad de exportar varios de ellos. En 2024 entraron en vigor los acuerdos comerciales con países como Costa Rica y China, los cuales se firmaron durante el gobierno del expresidente Guillermo Lasso. Varias industrias del sector se podrían beneficiar a través de acceso a materia prima a mejores precios y preferencias arancelarias en mercados de relevancia mundial. El BCE estima un crecimiento total de 0,2% para la manufactura de productos no alimenticios al cerrar 2024, que, si bien es una cifra positiva, se mantiene por debajo de la proyección para la economía del Ecuador de 0,9%.

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2021	2022	2023	2024*	2025*	VARIACIÓN ANUAL
PIB Manufactura de productos no alimenticios - variación anual	22,85%	1,91%	-3,54%	0,20%	1,40%	-5,45%

Fuente: BCE

INDICADORES	2021	2022	2023	SEPT 2023	SEPT 2024	VARIACIÓN ANUAL
Inflación productos alimenticios, bebidas y tabaco; textiles, prendas de vestir y productos de cuero (IPP, variación anual)	2,91%	4,64%	1,51%	1,81%	-0,34%	-2,15 p.p.
Inflación productos metálicos, maquinaria y equipo (IPP, variación anual)	11,48%	3,14%	-4,79%	-5,34%	-1,60%	3,74 p.p.
Empleo adecuado – manufactura	48,70%	50,20%	45,60%	51,50%	54,40%	2,90 p.p.
Desempleo - manufactura	3,40%	4,80%	2,80%	3,30%	2,80%	-0,50 p.p.
Ventas netas - manufactura (millones USD)	31.105	35.611	35.348	25.785	24.466	-5,12%

Fuente: INEC, Ministerio de Producción, SRI

<sup>23</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/guillermo-lasso-reglamento-recicladores-ecuador/>

<sup>24</sup> <https://www.ecuavisa.com/noticias/economia/9-8-2024-panorama-opaco-construccion-manufactura-ecuador-LM7817386>

<sup>25</sup> <https://thelogisticsworld.com/actualidad-logistica/la-mayor-expo-de-manufactura-del-2024-encuentra-las-mejores-soluciones-en-logistica-infraestructura-y-maquinaria-en-the-logistics-world-summit-expo/>

<sup>26</sup> <https://www.primicias.ec/economia/zonas-industriales-cortes-luz-12noviembre-empresas-perdidas-83064/>

**POSICIÓN COMPETITIVA**

PRODUCTORA CARTONERA S.A. mide su participación en el mercado de acuerdo con el porcentaje de toneladas de cartón corrugado vendido con relación al total de toneladas vendidas en el mercado.

PRODUCTORA CARTONERA S.A.	2021	2022	2023
Participación en el mercado	18,93%	18,64%	20,09%
Toneladas vendidas	144.437	135.205	161.062

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

En función de lo antes expuesto, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que el sector al que pertenece el Emisor presenta oportunidades de crecimiento.

**PERFIL INTERNO**

**GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN**

PRODUCTORA CARTONERA S.A. se especializa en la fabricación y comercialización de diversos productos de cartón, como cartón corrugado, cartón kraft y otros tipos utilizados en la industria del embalaje y empaques. Comprometidos con la sostenibilidad, la empresa implementa prácticas responsables en su proceso de producción, incluyendo el reciclaje de cartón y el uso de materiales reciclados, con el objetivo de minimizar su impacto ambiental.

**2024  
ACTUALIDAD**

PRODUCTORA CARTONERA S.A., con más de 50 años de experiencia, se ha posicionado como la empresa reconocida en la industria bananera y cartonera, ofreciendo soluciones innovadoras e integrales tanto para el mercado local como para el global.

**2016-2022  
INNOVACIÓN**

Consciente de la necesidad de renovación y buscando agregar valor de manera significativa, la compañía ha invertido en desarrollo humano y tecnológico mediante la adquisición de equipos de última generación. Gracias a esta importante inversión, han logrado ofrecer impresiones de alta calidad gráfica y acabados excepcionales, además de un incremento en la productividad.

**2012  
MOLINO PAPELERO**

El molino de SURPAPEL CORP S.A se puso en marcha, operando una capacidad aproximada de 120 mil toneladas métricas por año.

**2011  
SURPAPEL CORP S.A.**

La compañía SURPAPEL CORP S.A. se constituyó con el objetivo de invertir en un proyecto de molino papelerero para abastecer de materia prima a PRODUCTORA CARTONERA S.A. (PROCARSA). Esta iniciativa ha permitido incrementar la capacidad de producción y mejorar la eficiencia en costos. La planta, que representó una inversión tanto nacional como extranjera de aproximadamente USD 100 millones, es un testimonio del compromiso con el crecimiento y la innovación en la industria.

**2009  
SURPAPEL S.A.**

Un grupo de inversionistas, a través de la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A., ingresa al país adquiriendo el 100% del paquete accionario de PROCARSA, proyectándola, así como una empresa sólida en la región.

**1995  
CAMBIO DE DOMICILIO**

El 11 de mayo de 1995, la Junta General de Accionista, aprueba el cambio del domicilio al Cantón Eloy Alfaro (Durán), ciudad de Guayaquil.

**1994  
MEJORAS DE CAPITAL HUMANO**

La multinacional DOLE adquiere la totalidad del paquete accionario de PRODUCTORA CARTONERA S.A., mejorando sustancialmente la formación del capital humano, así como su desempeño económico y tecnológico. Como consecuencia, la compañía se posicionó dentro del mercado ecuatoriano.

**1980  
DOLE**

PRODUCTORA CARTONERA S.A. inició la producción de cajas para la exportación de banano bajo la reconocida marca DOLE, integrándose así a la Standard Fruit Company. Esta prestigiosa marca estadounidense es reconocida mundialmente como una de las principales compañías en la producción y comercialización de frutas y vegetales frescos.

**1965  
CONSTITUCIÓN**

Con el fin de ofrecer al mercado ecuatoriano una alternativa de embalaje para el sector agroexportador, se funda PRODUCTORA CARTONERA S.A. PROCARSA, prporcionado cartones corrugados para la exportación de banano a la Compañía Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A., UBESA.

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

La misión de la compañía es “Nuestra misión es brindar soluciones completas en empaques de cartón corrugado, de alta calidad gráfica y estructural. Nos sustentamos en: eEl uso de buenas prácticas de manufactura, Equipos con tecnología de punta, Papeles de alto desempeño, Capital humano, competente y comprometido. Que garantizan: Precios competitivos, Entregas en tiempo óptimo, Diseños innovadores, Distribución eficaz,

Acompañamiento a través de nuestra división de servicio al cliente. Como parte de nuestra misión, generamos rentabilidad para nuestros socios estratégicos: clientes, accionistas, colaboradores, proveedores y comunidad". Como parte de su visión "Nuestra visión es posicionarnos como su principal opción, consolidándonos como la primera industria cartonera, con un modelo de gestión eficiente, sustentable, sostenible y socialmente responsable, capaz de adaptarse a un entorno cambiante".

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 27.558.966 con acciones ordinarias y nominativas de USD 2,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que las personas naturales detrás de las compañías accionistas, están comprometidas, hecho que se refleja en la fortaleza patrimonial que ha mantenido la compañía históricamente.

ACCIONISTAS PRODUCTORA CARTONERA S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Ecuador	20.662.638	74,98%
International Packaging Systems (Procarsa) B.V.	Ecuador	5.511.794	20,00%
Illingworth Guerrero Oscar Antonio	Ecuador	833.354	3,02%
Patiño Duque M. A.	Holanda	551.180	2,00%
<b>Total</b>		<b>27.558.966</b>	<b>100,00%</b>
ACCIONISTAS COMERCIALIZADORA DE PAPELES Y CARTONES SURPAPEL S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
International Packaging Systems Holdings Cooperatief U.A	Holanda	10.109.414	67,50%
Stup S.A.	Ecuador	4.867.496	32,50%
<b>Total</b>		<b>14.976.910</b>	<b>100,00%</b>
ACCIONISTAS INTERNATIONAL PACKAGING SYSTEMS (PROCARSA) B.V.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Levin W. R.	EE.UU.	-	-
Chang Yon Hwang	EE.UU.	-	-
<b>Total</b>		<b>-</b>	<b>-</b>
ACCIONISTAS STUP S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Millan Abadia J. A.	Colombia	1	0,13%
Telur Marketing Ll.	EE.UU.	799	99,88%
<b>Total</b>		<b>800</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SCVS

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, se detalla los accionistas que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Surpapelcorp S.A.	Accionariado y Administrador	Activa
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	Accionariado	Activa
Compañía Técnica Nacional Tecnac S.A.	Accionariado y Administrado	Activa
Geonal S.A.	Accionariado	Activa
Lunisol S.A.	Accionariado y Administrado	Activa
Ilcresa S.A.	Accionariado y Administrado	Activa
Soluciones de Empaques SDE S.A.	Accionariado	Activa
Tolkien S.A.	Accionariado y Administrado	Activa
Granlagosa S.A.	Accionariado	Activa
Destilería Aceites del Sur Destilsursa S.A.	Accionariado y Administrado	Activa

Fuente: SCVS

A la fecha del presente informe, la compañía mantiene inversiones de la compra de acciones ordinarias y normativas al valor nominal.

INVERSIONES EN ASOCIADAS	CAPITAL INVERTIDO (USD)	CAPITAL TOTAL (USD)	VALOR NOMINAL (USD)	SITUACIÓN LEGAL
Escobar Ruiz C.L.	303.030	673.400	1,00	Activa
Surpapelcorp S.A.	305.882	50.128.485	1,00	Activa
Hidroalto Generación de Energía S.A.	1.000	25.080.600	1,00	Activa

Fuente: SCVS

PRODUCTORA CARTONERA S.A. se rige por las prácticas de Gobierno Corporativo del Grupo Surpapel, cuyo directorio tiene la responsabilidad de establecer y aprobar las políticas de las empresas que conforman el grupo. Estas prácticas de Gobierno Corporativo se encargan de identificar y establecer políticas, permitiendo a sus integrantes, ejecutivos y trabajadores alinear sus aspiraciones y fomentar el trabajo en equipo. Así, logra

coordinar los esfuerzos de todas las áreas de las compañías del Grupo en una misma dirección, dentro de un marco de confianza fundamental para cumplir con los objetivos de la administración. Las políticas generales del Gobierno Corporativo del Grupo Surpapel abarcan los siguientes temas:

- **Políticas organizacionales:** Mantener un proceso de actualización y mejoramiento continuo de la organización para alcanzar los objetivos estratégicos de la empresa.
- **Políticas de regulación interna:** Ordenar y difundir el marco normativo interno de la compañía.
- **Política salarial:** Crear un sistema de remuneración ordenado y equitativo para la organización y sus empleados, que motive eficazmente el trabajo productivo y el cumplimiento de los objetivos y metas de la compañía.
- **Política de selección y contratación de personal:** Establecer normas para la selección y contratación de personal idóneo, ajustado a los requerimientos de la compañía y a los perfiles establecidos para alcanzar sus objetivos estratégicos y asegurar su desarrollo futuro.
- **Política de plan de carrera empresarial:** Establecer criterios y normas para optimizar el desarrollo del recurso humano dentro del Grupo Surpapel, de acuerdo con sus competencias laborales y profesionales, en relación con las necesidades y estructuras funcionales de la compañía.
- **Política de vacaciones:** Planificar las vacaciones de los trabajadores para propiciar su necesario descanso anual, asegurando que su ausencia temporal no cause inconvenientes al normal desarrollo de las actividades.
- **Política de capacitación:** Establecer directrices para desarrollar competencias laborales en los trabajadores, contribuyendo a alcanzar los objetivos organizacionales y la satisfacción de los clientes.
- **Política de relaciones públicas:** Mejorar la imagen corporativa ante los clientes y la ciudadanía en general, anticipándose a los impactos ambientales significativos a través de la Responsabilidad Social Empresarial (RSE), contactándose con las autoridades comunales y fuerzas vivas de la comuna, y promoviendo el trabajo seguro y el desarrollo sustentable.
- **Políticas tecnológicas:** Establecer una dirección para la modernización de la plataforma productiva del grupo, su crecimiento y desarrollo, y la incorporación de nuevas tecnologías.
- **Política de tecnología de información:** Normar el servicio interno de procesamiento de información para apoyar la mejora y optimización de la eficiencia y productividad empresarial.
- **Política de seguridad de información:** Proteger la información estratégica de la compañía y normar sus niveles de acceso y confidencialidad.
- **Política de operaciones:** Normar las actividades operativas de cada unidad, dentro de los lineamientos establecidos en el Plan Estratégico, para cumplir la misión y el presupuesto anual de producción, costo directo y gastos fijos.

La compañía está gobernada por la Junta General de Accionistas, órgano supremo, y administrada por el Gerente General, Presidente y Vicepresidente. La representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía la ejercen de manera individual el Gerente General y el Presidente, con los deberes, atribuciones y limitaciones que establece el estatuto social.

El directorio, como máximo responsable de la administración del Grupo Surpapel, mantiene reuniones frecuentes para topar temas de interés para todas las empresas del grupo. Los miembros que conforman el directorio son:

MIEMBROS DEL DIRECTORIO	
MIEMBROS PRINCIPALES	CARGO
Patiño Duque M. A.	Vicepresidenta
Sierra Morán C. C.	Presidenta
Millan Abadía J. A.	Gerente General
Illingworth Guerrero O. A.	Director
Condo Morán C. L.	Director
Grey Alarcón K. C.	Directora

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta actualmente con 632 empleados distribuidos en las áreas administrativa, comercial y operativa. Del total de empleados, el 87,03% se concentra en el área de producción coherente con la actividad productiva que tiene la compañía. Además, PRODUCTORA CARTONERA S.A. no tiene sindicatos ni comités de empresa. La compañía ha desarrollado un sistema de beneficios que no solo supera los

requerimientos legales, sino que también crea un ambiente motivante y seguro, fomentando el sentido de pertenencia entre los colaboradores. Este sistema incluye:

- Entrenamiento y capacitación continua
- Programa de liderazgo y trabajo en equipo
- Evaluación y mejora del clima laboral
- Programas de carrera, retención y sucesión



Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

La compañía para el manejo de la parte contable y financiera utiliza SAP (*Systems, Applications, and Products in Data Processing*) software de planificación de recursos empresariales (ERP) que integra diversos módulos funcionales de una organización en una única plataforma, esta herramienta ayuda a la empresa a gestionar de manera más eficiente y efectiva sus operaciones, mejorar la toma de decisiones y mantenerse competitiva en el mercado.

Con el fin de mantener un adecuado manejo de los procesos e información, PRODUCTORA CARTONERA S.A. cuenta con un manual de "Política de Seguridad de la Información" que define la dirección, principios y reglas básicas para la gestión de la seguridad de la información. Esta política se aplica a todo el Sistema de Gestión Integrado (SGI), según se define en el Documento del Alcance del SGI. Todos los objetivos deben ser revisados al menos una vez al año.

La compañía ha elaborado y contratado un plan para mantener la información y los servicios críticos respaldados en repositorios externos (CLOUD), como parte de un plan de seguridad ante desastres y protección de los sistemas informáticos, esenciales para la continuidad del negocio.

Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía mantiene una estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de sus sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.

PRODUCTORA CARTONERA S.A., como una organización comprometida con la comunidad, ha contribuido al bienestar del entorno. Para ello, la compañía ha desarrollado "Brisas de Procarsa" en colaboración con la Fundación Acción Solidaria, generando durante más de 5 años varios programas como: vacacionales para niños y jóvenes, escuelas de fútbol, celebraciones, programas de protección al medio ambiente y recuperación de áreas recreativas, paseos e integración comunitaria, entre otros.

El modelo de negocio vela por el bien del medio ambiente, el desarrollo social y la sostenibilidad. De igual manera, dentro de la comunidad, promueve una economía inclusiva y realiza capacitaciones de seguridad.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. se compromete a evaluar el impacto socioambiental de todas las actividades desarrolladas dentro de su contexto organizacional y a cumplir con los estándares, reglamentación y legislación socioambiental nacional vigente e internacional aplicable. La empresa realiza una gestión oportuna de los riesgos socioambientales, destinando los recursos necesarios y estableciendo indicadores que permitan alcanzar los

objetivos establecidos en esta política socioambiental. Las políticas socio ambientales establece los siguientes principios:

- Desarrollo sostenible del modelo de negocio:
- Gestión proactiva de los riesgos socioambientales:
- Prevención de la contaminación
- Garantizar los derechos laborales fomentando la igualdad de género y la multiculturalidad.
- Uso eficiente de los recursos naturales incluyendo energía, agua, productos y materias primas, tanto renovables como no renovables.
- Control de actividades utilizando indicadores de seguridad y salud laboral y comunitaria, consumo de recursos, efluentes, gestión de residuos, emisiones a la atmósfera, derechos laborales, igualdad de género y multiculturalidad.

La compañía cuenta con varias certificaciones y premios que la han convertido en una de las primeras empresas dentro del país en desarrollar sistemas de gestión de calidad

- Certificación *Food Safety System Certification 22000*, vigente hasta el 2026
- Certificación *World BASC Organization* alineado con Requerimientos Mínimos de Seguridad C-TPAT, vigente hasta el 2025
- Certificación ISO 9001:2015, vigente hasta el 2026.
- Certificación ISO 14064-1:2018 y Programa Ecuador Carbono Cero PECC
- Certificación FSC-STD-40-004 V3-1; FSC-STD-50-001 V2-1 ES, vigente hasta el 2029.

Actualmente, mantiene deudas impugnadas por seis cifras bajas con el Servicio de Rentas Internas. En cuanto al certificado de cumplimiento con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social evidencia que está al día con las obligaciones y el certificado del Buró de Crédito evidencia que la compañía se encuentra al día con las entidades financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. El emisor es codeudor, por siete cifras bajas, de una obligación que en la revisión del buró de crédito evidencia cumplimiento de pago, por lo que no generaría un potencial riesgo. La compañía tuvo una demanda relacionada con facturas y documentos que ha sido desistida.

## NEGOCIO

PRODUCTORA CARTONERA S.A. tiene como actividad principal la fabricación y comercialización de cajas de cartón corrugado principalmente a compañías de los sectores industrial, comercial y agroexportadores del Ecuador.

LÍNEA DE NEGOCIO	DESCRIPCIÓN
EMPAQUES	<p>Los principales empaques que distribuye son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Caja Bananera: Con un desempeño excepcional y una alta calidad gráfica, esta caja está enfocada en el sector bananero. Protege la fruta hasta su destino final, garantizando su integridad.</li> <li>■ Caja Troquelada: Estas cajas auto armables son ideales para el mercado industrial. Están diseñadas para satisfacer las necesidades específicas de cada cliente, ofreciendo alta calidad gráfica y gran resistencia.</li> <li>■ Caja para Camarón y Mariscos: Especialmente diseñadas para transportar camarón, pescado y mariscos a cualquier destino, estas cajas aseguran la frescura y seguridad de los productos.</li> <li>■ Open Top Bananera: Diseñada para optimizar los recursos de manufactura y mejorar la presentación del producto en los supermercados.</li> <li>■ Caja de Flores: Con un diseño estructural telescópico, alta resistencia y gran calidad gráfica, esta caja es ideal para la exportación de flores y rosas, asegurando su protección y atractivo visual.</li> <li>■ Caja Agroindustrial: Bandejas troqueladas, plegables y auto armables, ideales para todo tipo de fruta de exportación. Estas cajas combinan practicidad con resistencia, garantizando la integridad de los productos durante su transporte.</li> </ul>
LÁMINAS	<p>La compañía produce láminas de cartón corrugado siguiendo estrictas normas de calidad y ambientales que cumplen con los estándares de producción y satisfacen las exigencias de sus clientes.</p>
PAPELES CORRUGADOS	<p>La compañía dispone de materia prima interna y externa para el suministro de sus papeles. Enfocados en alcanzar la meta de garantizar los niveles necesarios para cubrir la demanda del mercado local y global.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Corrugado Medio: Papel elaborado con materia prima reciclada, con un peso básico que va de 146 g/m<sup>2</sup> a 195 g/m<sup>2</sup>. Las cajas de cartón fabricadas con este producto ofrecen mayor resistencia al aplastamiento.</li> </ul>

LÍNEA DE NEGOCIO	DESCRIPCIÓN
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kraftliner: Papel tipo "kraft" sin blanquear, con un peso básico que va de 135 g/m<sup>2</sup> a 237 g/m<sup>2</sup>. Es considerado la mejor solución cuando se requiere un embalaje sostenible y de gran resistencia.</li> <li>Kraftliner blanco: Papel kraftliner con pesos básicos de 135 g/m<sup>2</sup> a 205 g/m<sup>2</sup>. Ofrece propiedades de alta resistencia y permite una impresión flexográfica de calidad excepcional.</li> </ul>
<b>ESQUINEROS</b>	La compañía fabrica esquineros de cartón resistentes a la humedad, diseñados para proteger la carga de las vibraciones y oscilaciones a las que se somete durante el transporte y la manipulación.
<b>PADS</b>	Los Pads de cartón permiten estabilizar los productos y distribuir el peso de manera uniforme, garantizando que no sufran daños durante el transporte. En el mercado bananero, estos Pads proporcionan una protección adicional a la fruta al ser colocados dentro del empaque de cartón.
<b>SERVICIO AL CLIENTE</b>	Para la empresa, la calidad no solo se refleja en los empaques que elabora, sino también en el servicio integral y continuo que ofrece. Constantemente se esfuerza para que sus clientes reciban sus productos en el momento y lugar adecuados.

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. no cuenta con un plan estratégico definido, sin embargo, mantiene una serie de objetivos a los cuales alinea las operaciones de la empresa. Para mayo 2024, se ha enfocado en los siguientes objetivos:

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

#### RIESGO OPERATIVO

Dentro de sus políticas con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas en sus operaciones, PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene vigentes pólizas de seguros.

PÓLIZAS VIGENTES	COMPAÑÍA ASEGURADORA	FECHA DE VENCIMIENTO
Multirriesgo	Hispana de Seguros S.A.	11/3/2025
Equipo Electrónico	Hispana de Seguros S.A.	11/3/2025
Equipo y Maquinaria Contratista	Hispana de Seguros S.A.	11/3/2025
Robo	Hispana de Seguros S.A.	11/3/2025
Fidelidad Privada	Hispana de Seguros S.A.	11/3/2025

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Además, la compañía cuenta con una cobertura provisional con Hispana de Seguros S.A., que incluye un coaseguro pactado del 20% asegurado y 80% cedente. Esta póliza cubre lucro cesante y rotura de maquinaria, y tiene vigencia hasta 2025.

#### PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, PRODUCTORA CARTONERA S.A. mantiene vigentes la Octava, Novena, Décima y Décima Primera Emisión de Obligaciones.

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2010	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-10-6384	25.000.000	Cancelado
Primer Programa de Papel Comercial <sup>27</sup>	2012	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-12-5823	10.000.000	Cancelado
Segunda Emisión de Obligaciones	2012	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-12-5820	5.000.000	Cancelado
Tercera Emisión de Obligaciones	2013	SC.IMV.DJMV.DATR.G.13.0005902	10.000.000	Cancelado
Segundo Programa de Papel Comercial	2014	SCV-INMV-DNAR-14-29326	10.000.000	Cancelado
Tercer Programa de Papel Comercial	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0003862	10.000.000	Cancelado
Cuarta Emisión de Obligaciones	2016	SCVS.INMV.DNAR.16.0006411	7.000.000	Cancelado
Quinta Emisión de Obligaciones	2017	SCVS-INMV-DNAR-2017-00024848	7.000.000	Cancelado

<sup>27</sup> A la fecha del presente informe, no se ha presentado información histórica de las colocaciones del Primer Programa de Papel Comercial

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Sexta Emisión de Obligaciones	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00005091	5.000.000	Cancelado
Cuarto Programa de Papel Comercial	2018	SCVS-INMV-DNAR-2018-00005092	15.000.000	Cancelado
Séptima Emisión de Obligaciones	2019	SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00002076	5.000.000	Cancelado
Octava Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766	15.000.000	Vigente
Novena Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409	20.000.000	Vigente
Décima Emisión de Obligaciones	2021	SCVS-INMV-DNAR-2021-00009584	15.000.000	Vigente
Décima Primera Emisión de Obligaciones	2022	SCVS-INMV-DNAR-2022-00008367	15.000.000	Vigente
Quinta Emisión de Obligaciones	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00016347	10.000.000	Vigente
Décima Segunda Emisión de Obligaciones	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00016348	10.000.000	Vigente

Fuente: SCVS

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha mantenido en el Mercado de Valores.

LIQUIDEZ DE INSTRUMENTOS	CLASE	MONTO COLOCADO (USD)	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES
Primera Emisión de Obligaciones	A	15.000.000	137	30
	B	5.000.000	1	4
	C	5.000.000	1	7
Segunda Emisión de Obligaciones	A	3.000.000	1	6
	B	2.000.000	1	6
Tercera Emisión de Obligaciones	A	6.000.000	1	9
	B	2.000.000	1	10
	C	2.000.000	1	3
Segundo Programa de Papel Comercial	SC	9.819.500	104	45
	SC	9.773.000	320	64
	SC	9.919.000	140	78
	SC	2.835.000	62	30
Tercer Programa de Papel Comercial	SC	10.000.000	64	46
Cuarta Emisión de Obligaciones	A	1.500.000	29	23
	B	1.500.000	14	12
	C	3.000.000	9	7
	D	1.000.000	1	2
Quinta Emisión de Obligaciones	A	500.000	1	18
	B	1.000.000	12	7
	C	3.000.000	17	5
	D	2.500.000	5	6
Sexta Emisión de Obligaciones	A	2.000.000	79	33
	B	2.000.000	44	7
	C	1.000.000	71	8
Cuarto Programa de Papel Comercial	B	3.002.500	34	14
	C	5.000.000	26	4
	D	6.200.000	46	18
	E	797.500	47	29
	A	2.500.000	3	7
Séptima Emisión de Obligaciones	B	2.500.000	84	13
	1	2.500.000	1	1
Octava Emisión de Obligaciones	2	4.500.000	42	4
	3	2.913.000	62	6
	4	3.500.000	45	7
Novena Emisión de Obligaciones	1	7.500.000	57	11
	2	6.996.000	159	16
Décima Emisión de Obligaciones	1	15.000.000	132	121
Décima Primera Emisión de Obligaciones	A	3.523.033	238	7
	B	4.950.000	68	2
	C	6.300.000	68	2
Décima Segunda Emisión de obligaciones	B	1.250.000	1	3
Quinto Programa de Papel Comercial	A	1.998.624	7	11

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

**INSTRUMENTO**

Con fecha 13 de mayo de 2020, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de PRODUCTORA CARTONERA S.A. autorizó la Novena Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 20.000.000,00. La Oferta Pública fue aprobada mediante Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409 expedida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 8 de junio de 2020.

El agente colocador inició las colocaciones el 27 de julio de 2020 y hasta el 13 de enero de 2021 colocó el valor de USD 14,50 millones, es decir el 72,48% del monto aprobado.

NOVENA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	1	7.500.000	720			
	2	7.500.000	1.080	8,00%	Trimestral:	Trimestral
	3	5.000.000	1.440			
Saldo en circulación (noviembre 2024)	Clase 3: USD 312.500					
Tipo de emisión	Desmaterializada					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	100% para sustitución de Pasivos Financieros de corto plazo.					
Valor nominal	USD 1.000 o múltiplos					
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					
Sistema de colocación	Se realizará a través del mercado bursátil.					
Rescates anticipados	La presente emisión no contempla sorteos ni rescates anticipados.					
Underwriting	La modalidad de Contrato de Underwriting y de colocación es la de mejor esfuerzo					
Agente colocador	Activa Casa de Valores S.A.					
Estructurador financiero	Activa Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan valores/obligaciones en mora.</li> <li>■ 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.</li> </ul>					
Resguardos Adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener la relación del Patrimonio sobre Activos siempre sobre el 15%.</li> </ul>					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2,5 veces el Patrimonio de la Compañía.</li> </ul>					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

Las tablas de amortización siguientes se basan en la colocación total del presente instrumento de PRODUCTORA CARTONERA S.A.

AMORTIZACIÓN CLASE 3	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL (USD)	PAGO DE CAPITAL (USD)	PAGO INTERESES (USD)	PAGO TOTAL (USD)	SALDO DE CAPITAL (USD)
1	13/4/2021	5.000.000	312.500	100.000	412.500	4.687.500
2	13/7/2021	4.687.500	312.500	93.750	406.250	4.375.000
3	13/10/2021	4.375.000	312.500	87.500	400.000	4.062.500
4	13/1/2022	4.062.500	312.500	81.250	393.750	3.750.000
5	13/4/2022	3.750.000	312.500	75.000	387.500	3.437.500
6	13/7/2022	3.437.500	312.500	68.750	381.250	3.125.000
7	13/10/2022	3.125.000	312.500	62.500	375.000	2.812.500
8	13/1/2023	2.812.500	312.500	56.250	368.750	2.500.000

9	13/4/2023	2.500.000	312.500	50.000	362.500	2.187.500
10	13/7/2023	2.187.500	312.500	43.750	356.250	1.875.000
11	13/10/2023	1.875.000	312.500	37.500	350.000	1.562.500
12	13/1/2024	1.562.500	312.500	31.250	343.750	1.250.000
13	13/4/2024	1.250.000	312.500	25.000	337.500	937.500
14	13/7/2024	937.500	312.500	18.750	331.250	625.000
15	13/10/2024	625.000	312.500	12.500	325.000	312.500
16	13/1/2025	312.500	312.500	6.250	318.750	-

Fuente: SCVS

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, por lo que GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. ha verificado que se cumplen las garantías y resguardos. Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido la emisión.

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte noviembre 2024, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,19.	<b>CUMPLE</b>
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No se han repartido dividendos y no hay obligaciones en mora.	<b>CUMPLE</b>
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa, mayor o igual a 1,25	Al 30 de noviembre de 2024, los activos depurados presentaron una cobertura de 6,53 sobre las obligaciones en circulación	<b>CUMPLE</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2,5 veces el Patrimonio de la Compañía.	Con corte a noviembre de 2024 la compañía mantuvo una relación de pasivo con costo sobre patrimonio de 1,04 veces.	<b>CUMPLE</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

RESGUARDO ADICIONAL	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener la relación del Patrimonio sobre Activos siempre sobre el 15%.	Con corte a noviembre de 2024 la compañía mantuvo una relación de patrimonio total sobre activos de 31,57%.	<b>CUMPLE</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

### ACTIVOS DEPURADOS

de los activos de la compañía. Al 30 de noviembre de 2024, la compañía posee un total de activos de USD 187,74 millones, de los cuales USD 95,38 millones fueron activos depurados.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. verificó la información del certificado de activos depurados de la empresa, con información financiera cortada al 30 de noviembre de 2024, evidenciando que la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación en instrumentos amparados por garantía general debe mantener una razón mayor o igual a 1,25. Se entienden como 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 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 extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias".

ACTIVOS DEPURADOS (NOVIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
<b>Activo Total</b>	<b>187.737.374</b>
(-) Activos o impuestos diferidos	6.623.924
(-) Activos gravados	79.442.316

ACTIVOS DEPURADOS (NOVIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
Inventarios	15.131.103
Maquinaria y equipos	48.198.249
Terrenos	14.785.185
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias	331.297
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	137.478
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados	
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor	2.825.999
<b>Total Activos Depurados</b>	<b>98.376.360</b>
<b>Saldo de obligaciones en circulación</b>	<b>15.073.252</b>
<b>Cobertura Activos Depurados / Obligaciones en circulación &gt; 1,25</b>	<b>6,53</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Por otro lado, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Novena Emisión de Obligaciones de PRODUCTORA CARTONERA S.A. representó 12,72% del 200% del patrimonio al 30 de noviembre de 2024 y 25,43% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (NOVIEMBRE 2024)	MONTO (USD)
<b>Patrimonio</b>	<b>59.272.639</b>
200% Patrimonio	118.545.277
Octava Emisión de Obligaciones	175.000
Décima Emisión de Obligaciones	4.524.000
Décima Primera Emisión de Obligaciones	10.374.252
Total Emisiones	15.073.252
<b>Total Emisiones/200% Patrimonio</b>	<b>12,72%</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

**PERFIL FINANCIERO**
**PERFIL HISTÓRICO**

El presente análisis financiero fue realizado con base a los Estados Financieros Auditados del año 2021 auditados por Moore & Asociados Cía. Ltda. Así como 2022 y 2023 auditado por BDO Ecuador S.A. Ltda. los que presentaron una opinión sin salvedad. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte noviembre 2023 y noviembre 2024.

**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS**

Los ingresos de PRODUCTORA CARTONERA S.A. provienen en aproximadamente un 91% de la venta de productos de cajas de cartón corrugado, principalmente para el sector del banano, pesca, camarón, convertidores y alimentos. En menor proporción, los ingresos se generan por la venta de papel, desperdicios y tintas.

Durante el periodo histórico 2021 y 2022, los ingresos de PRODUCTORA CARTONERA S.A. presentaron crecimiento, pasando de USD 183,64 millones en 2021 a USD 227,06 millones en 2022. El crecimiento se fundamenta en la reactivación económica y el crecimiento del precio del papel que incremento el precio por caja, por lo que las ventas aumentaron en más de 23%. Sin embargo, a diciembre 2023 las ventas disminuyeron 14,08%, debido a la reducción del precio de papel. Entre los períodos interanuales noviembre de 2023 y noviembre 2024 se mantuvo una tendencia decreciente con una reducción de las ventas en un 18,70%, como consecuencia del precio de papel que mantuvo un comportamiento a la baja durante el primer semestre de 2024.

COMPOSICIÓN DE VENTAS POR LINEAS	2021	2022	NOVIEMBRE 2023	2023	NOVIEMBRE 2024
Cartones	157.274.734	211.821.771	162.812.940,28	178.021.940	140.116.008
Papel	18.722.720	10.266.312	10.150.509	9.837.590	2.554.752
Desperdicios	3.307.668	4.915.540	6.849.475	71.172.948	3.241.135
Repuestos, cireles y troqueles	137.587				

COMPOSICIÓN DE VENTAS POR LINEAS	2021	2022	NOVIEMBRE 2023	2023	NOVIEMBRE 2024
Tintas	81.065	50.911	51.079	56.556	54.098
Insumos	97.564				
Prestación de servicios y otros	4.018.461		10.973		264.489
<b>total</b>	<b>183.639.799</b>	<b>227.054.534</b>	<b>179.874.977</b>	<b>259.089.034</b>	<b>146.230.482</b>

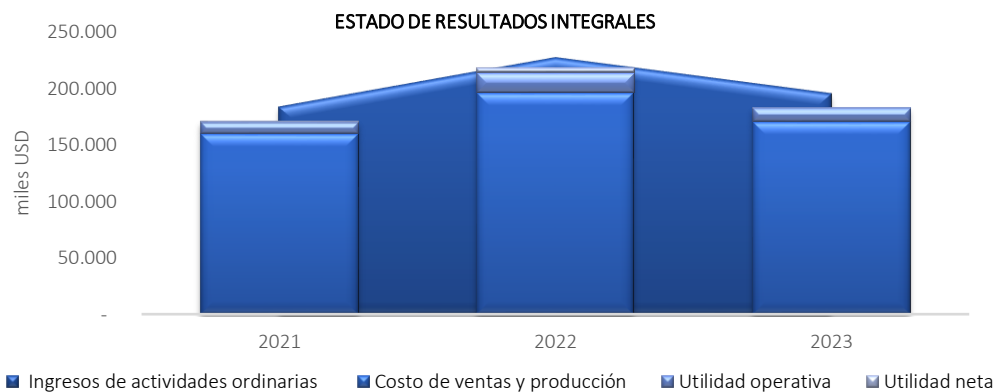
Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

A noviembre 2024, los ingresos estuvieron dirigidos principalmente al segmento de banano, pesca y camarón con una participación en conjunto de un 70,57%.

COMPOSICIÓN DE VENTAS POR SEGMENTO	NOVIEMBRE 2023	PARTICIPACIÓN	NOVIEMBRE 2024	PARTICIPACIÓN
Banano	108.881.420	60,53%	86.307.526	59,02%
Pesca y camarón	17.875.495	9,94%	16.887.541	11,55%
Convertidores	8.868.119	4,93%	6.949.903	4,75%
Alimentos	7.750.290	4,31%	6.029.437	4,12%
Aceites	6.236.674	3,47%	5.165.561	3,53%
Flores	3.732.032	2,07%	3.128.957	2,14%
Bebidas	1.852.122	1,03%	1.754.306	1,20%
Piñas y mango	1.915.580	1,06%	1.975.707	1,35%
Otros	22.763.245	12,66%	18.031.545	12,33%
<b>Ventas netas (USD)</b>	<b>179.874.977</b>	<b>100,00%</b>	<b>146.230.482</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

El costo de venta de PRODUCTORA CARTONERA S.A. se conforma esencialmente por la compra de materia prima, fundamentalmente cartón, consumo de materiales y su posterior procesamiento y por otros costos de fabricación directos e indirectos. La relación del costo de ventas sobre las ventas se ha mantenido en niveles estables coherente con las estrategias de abastecimiento que mantiene para mantener los precios por tonelada de papel, causando que la participación sobre el total de ventas se mantenga en promedio en un 87%. A noviembre 2024, el costo de ventas tuvo una participación del orden de 85% sobre los ingresos siendo inferior a lo reportado en noviembre 2023 (89,51%), debido a la disminución del precio del papel y la optimización de los costos productivos.



Fuente: Estados Financieros Auditados 2021 – 2024

La consecuencia de la estabilidad en el costo de ventas fue un margen bruto que, en valores porcentuales, se mantuvo en promedio alrededor del 13%. En términos monetarios, la utilidad bruta tuvo un comportamiento fluctuante, pasando de USD 24,17 millones en 2021 a USD 30,99 millones en 2022, y USD 24,71 millones en 2023, coherente con el comportamiento de las ventas. En el periodo interanual, pese a la reducción de las ventas, la utilidad bruta fue superior en un 17,02% en comparación con noviembre de 2023, alcanzando un valor de USD 22,09 millones. Esto se logró gracias a la optimización de los costos de ventas, lo que significó, en términos porcentuales, un mejor margen en torno al 15%.

#### GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos operativos de la empresa históricamente se conformaron por transporte, remuneraciones y beneficios sociales, honorarios e impuestos y contribuciones. Dentro de los objetivos planteados por la empresa, se mencionó el uso eficiente de los recursos, lo cual se evidenció con una tendencia decreciente en los gastos operativos, que pasaron de USD 13,62 millones en 2021 a USD 13,23 millones en 2022 y USD 12,79 millones al cierre del año 2023. En el último año, los gastos que tuvieron una mayor optimización fueron impuestos y

contribuciones, honorarios, provisiones por cuentas incobrables y ajustes por inventario. Sin embargo, en lo que respecta a la participación de los gastos operativos sobre las ventas, se registraron ligeras fluctuaciones coherentes con el comportamiento de las ventas, pasando de 7,42% en 2021 a 5,83% en 2022 y 6,56% en 2023. Hasta noviembre de 2024, la participación de los gastos administrativos y de ventas representó el 7,87% debido a la disminución de ventas, no obstante, en términos monetarios, registraron una disminución de 3,05% respecto a noviembre de 2023.

La utilidad operativa registró una tendencia fluctuante entre los años 2021 y 2023, como resultado del comportamiento de las ventas ya descrito; pasando de USD 11,45 millones en 2021 a USD 18,20 millones en 2022 y USD 12,19 millones en 2023, con una participación promedio del 6,83%. Hasta noviembre de 2024, la utilidad operativa fue de USD 10,57 millones, superior a los USD 6,99 millones obtenidos en el año inmediato anterior, producto de la optimización del costo de ventas y gastos de administración. En términos relativos, la participación sobre las ventas fue del 7,23%, evidenciando una mayor eficiencia derivada de la disminución de los costos.

Los gastos financieros de PRODUCTORA CARTONERA S.A. se han compuesto históricamente por intereses de obligaciones bancarias y Mercado de Valores, honorarios, comisiones, gastos bancarios y otros. Entre los años 2021 y 2023, los gastos financieros aumentaron por la necesidad de financiamiento de capital de trabajo, mayores tasas de interés, honorarios y gastos bancarios, por lo que pasaron de USD 9,22 millones para el año 2021 e incrementaron a USD 11,18 millones en 2023. A noviembre 2024, los gastos financieros registraron un ligero crecimiento 1,47% registrando un valor de USD 10,27 millones debido al crecimiento en comisiones bancarias, comisión por confirming y descuentos por pronto pago de clientes.

Por su parte, el EBITDA sobre gastos financieros fue superior a la unidad en todos los períodos analizados, lo que evidencia que la compañía cuenta con el flujo operativo adecuado para hacer frente a sus obligaciones inmediatas. Los años de pago con EBITDA fueron inferiores a cuatro años acorde con la deuda de que maneja PRODUCTORA CARTONERA S.A., que se concentra en su mayoría en el largo plazo. A noviembre 2024 el indicador EBITDA sobre gastos financieros se situó en 1,67 veces.

El Emisor mantiene el rubro de otros ingresos no operativos, que no son recurrentes y han aportado a los resultados de cada periodo. A diciembre existieron ingresos no operacionales por USD 270, por concepto de intereses ganados, utilidad en venta de activos y otros. A noviembre de 2024 no se registraron otros ingresos.

De esta manera, la utilidad neta durante el periodo histórico tuvo un comportamiento fluctuante, pasando de USD 1,00 millones en 2021 a USD 4,21 millones en 2022 y USD 265 mil en 2023, la empresa logró mantener resultados positivos aun durante escenarios estresados. A noviembre de 2024 se registró una utilidad antes de impuestos por USD 289 mil, lo cual denota un crecimiento frente a noviembre de 2023 cuando se registró una pérdida de USD 3,16 millones, por otro lado, computó USD 245 mil por anticipos de impuesto a la renta, alcanzando una utilidad neta al final del periodo de USD 511 mil. Es así como el ROE de la compañía alcanzó valores fluctuantes de 2% en 2021, 7% al cierre de 2022 y 0,45% en 2023. A noviembre 2024, el indicador fue 0,94%.

#### CALIDAD DE ACTIVOS

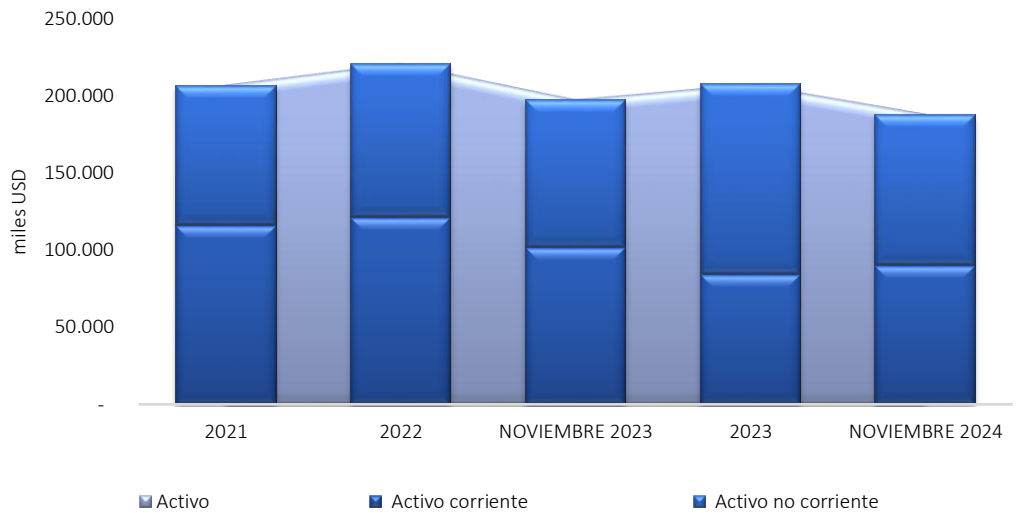
Dado el giro de negocio de la empresa al ser productiva, los activos se concentran en: propiedad planta y equipo, cuentas por cobrar relacionadas, cuentas por cobrar comerciales e inventarios que en conjunto representaron el 88,83% del activo y 81,12% en 2023 y noviembre 2024 respectivamente.

Durante los años 2021 y 2022, el activo incrementó en 7%, producto del crecimiento de las ventas reflejado en inventarios, cuentas por cobrar relacionadas y propiedad planta y equipo, no obstante, al cierre del año 2023 el activo decreció en 6% que se atribuyó a una disminución del inventario, cuentas por cobrar no relacionadas y propiedad planta y equipo. El activo pasó de USD 206,34 millones en 2021 a USD 220,56 millones en 2022 y USD 207,33 millones en 2023. A noviembre de 2024 continuó el decrecimiento ubicando al activo en USD 187,74 millones.

El activo pasó de concentrarse mayoritariamente en el corto plazo durante los años 2021 y 2022 de 55% del activo total compuesto en su mayoría por cuentas por inventarios y cuentas por cobrar relacionadas, a situarse en el corto plazo en 41% en 2023, principalmente por mayores cuentas por cobrar relacionadas de largo plazo con Surpapelcorp S.A. De esta manera la compañía mantuvo un indicador de liquidez mayor a la unidad durante el periodo de estudio. A noviembre 2024, el activo corriente mantiene el comportamiento representando 48% del total del activo y mantiene un indicador de liquidez superior a la unidad 1,33 veces debido al adecuado calce entre cuentas por cobrar y cuentas por pagar a proveedores.

Al ser esta una empresa productora, la propiedad, planta y equipo es el activo más importante, conformándose por maquinaria, equipos, edificios y terrenos. En 2022, la empresa realizó inversiones significativas en este rubro, considerando el cobro a la aseguradora por USD 26 millones por concepto del incendio que afectó a la planta. Así, este rubro pasó de USD 73,52 millones en 2021 a USD 82,98 millones en 2022. En 2023, la propiedad, planta y equipo disminuyó a USD 76,70 millones debido a la venta de maquinaria, equipo, vehículos y equipos de cómputo, así como por la depreciación acumulada. A noviembre de 2024, la propiedad, planta y equipo continuó con la misma tendencia decreciente, alcanzando un monto de USD 70,05 millones. Asimismo, la empresa mantiene terrenos por un valor de USD 12,31 millones, valor que ha incrementado en el período histórico.

**EVOLUCIÓN EL ACTIVO**



Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023 y estados financieros internos noviembre 2023 - 2024

Las cuentas por cobrar relacionadas históricamente se han compuesto por transacciones comerciales otorgadas mayoritariamente a la empresa relacionada Surpapelcorp S.A., Papeles y Cartones Surpapel S.A. y Repapers Reciclaje Del Ecuador S.A. Los valores de esta cuenta no devengan intereses y no tienen fecha de vencimiento. Durante los períodos analizados, este rubro creció de USD 35,74 millones en 2021 a USD 57,26 millones en 2023. Hasta noviembre de 2024, las cuentas por cobrar relacionadas de corto y largo plazo incluido accionistas alcanzaron USD 41,02 millones, disminución que obedeció a cancelaciones de Surpapelcorp S.A y Repapers Reciclaje Del Ecuador S.A.

Los clientes de la compañía son principalmente empresas bananeras, camaroneras y florícolas que consumen las cajas fabricadas por PRODUCTORA CARTONERA S.A. para la entrega de sus productos. A la fecha de corte, el principal cliente es la Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A. (UBESA), con un 32,60% de participación sobre las ventas, seguido de la Asociación de Agricultores Bananeros del Litoral (ASOAGRIBAL) con un 5,34%, Surpapelcorp S.A., empresa relacionada del grupo, con un 3,28% y Nirsa S.A. con 3,22%. La diferencia tiene una participación inferior al 3%. Con el fin de determinar la concentración por clientes, se ha realizado el cálculo del índice Herfindahl, obteniendo un indicador de 1.132, lo que indica una baja concentración y evidencia que la compañía no mantiene una dependencia significativa ni riesgo de comprometer la operación por la pérdida de algún cliente.

Con relación a los clientes, la Compañía posee políticas de concesión de créditos y los clientes más significativos son grupos sólidos cuya situación de créditos es directamente monitoreada por la alta administración de la compañía. Los saldos de crédito corresponden a la venta de productos terminados y el promedio de crédito es de 30 días a partir de la fecha de emisión de las respectivas facturas las que no están sujetas a ningún descuento por pronto pago y no generan intereses.

Esta cuenta representó el tercer porcentaje más importante dentro del activo total. La cartera comercial de la empresa ha mantenido fluctuaciones en función de las ventas al pasar de USD 36,20 millones en 2021 a USD 38,24 millones en 2022 y USD 31,68 millones en 2023, con un plazo promedio de rotación de cartera de 63 días. A noviembre 2024, las cuentas por cobrar no relacionadas alcanzaron USD 31,05 millones con una rotación de 70 días.

Un análisis de la antigüedad de cartera evidenció que se ha ido deteriorando durante el período histórico, disminuyendo el porcentaje de valores por vencer y vencidos hasta 30 días, pasando de 65% en 2021 a 58% en 2022 y 50% en 2023. Este deterioro en la antigüedad de la cartera podría indicar un incremento en la dificultad

para cobrar las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos, lo que podría afectar la liquidez a largo plazo. Es fundamental que la compañía implemente medidas efectivas de gestión de cobranzas para revertir esta tendencia. Hasta noviembre 2024, la cartera por vencer y vencida a 30 días se situó en 50,44%, evidenciando que se mantuvo estable frente a la obtenida a diciembre 2023. Por otra parte, la provisión de cuentas incobrables registró un valor de USD 5,72 millones a noviembre 2024 que cubre un 18,46% de la cartera vencida a más de 361 días.

ANTIGÜEDAD CARTERA	2021		2022		2023		NOVIEMBRE 2024	
	USD	PART.	USD	PART.	USD	PART.	USD	PART.
Por vencer	20.266.233	55,99%	18.236.066	47,68%	13.453.609	42,47%	13.906.718	44,85%
Vencido 1 – 30 días	3.360.924	9,29%	4.008.135	10,48%	2.232.432	7,05%	1.732.703	5,59%
Vencido 31 – 60 días	929.692	2,57%	487.342	1,27%	410.722	1,30%	490.192	1,58%
Vencido 61 – 90 días	480.722	1,33%	420.655	1,10%	117.545	0,37%	196.506	0,63%
Vencido 91 – 120 días	530.841	1,47%	1.208.286	3,16%	293.496	0,93%	142.815	0,46%
Vencido 121– 360 días	2.533.633	7,00%	1.636.608	4,28%	3.074.643	9,71%	2.123.260	6,85%
Vencido más de 361 días	8.093.005	22,36%	12.246.929	32,02%	12.094.524	38,18%	12.413.651	40,04%
<b>Total</b>	<b>36.195.050</b>	<b>100%</b>	<b>38.244.021</b>	<b>100%</b>	<b>31.676.971</b>	<b>100%</b>	<b>31.005.846</b>	<b>100%</b>

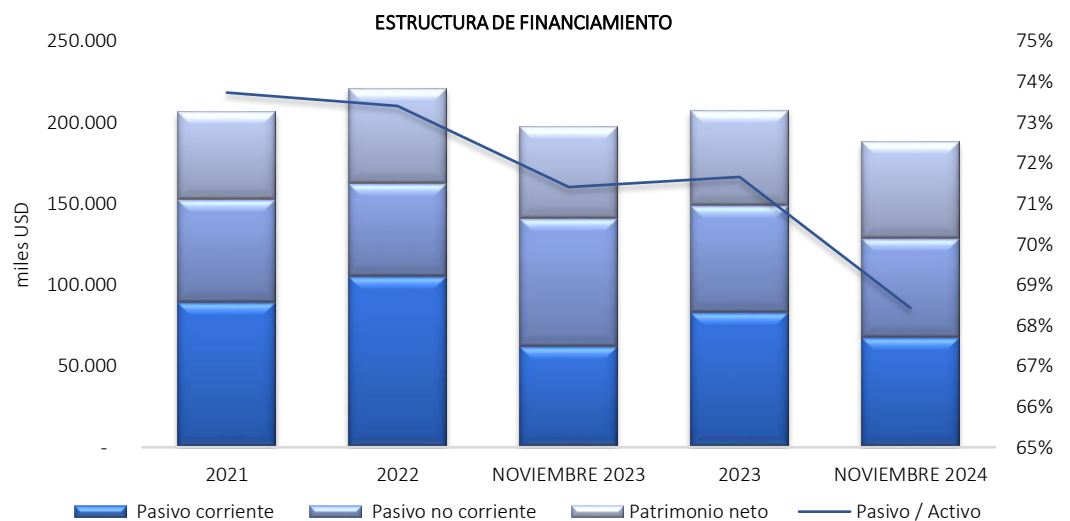
Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023 y estados financieros internos noviembre 2023 y noviembre 2024

Los inventarios de PRODUCTORA CARTONERA S.A. corresponden en su mayoría a bobinas de papel Kraft liner y liner blanco, materiales, suministros y repuestos. Históricamente, la empresa ha mantenido niveles estables de existencias, con una rotación de inventarios en torno a 40 días, coherente con el giro del negocio. La excepción fue en 2022, cuando los días de inventario alcanzaron 66 días, debido al abastecimiento producto de la necesidad de crecer por mayor volumen de ventas. Durante el periodo histórico, esta cuenta pasó de USD 17,51 millones a USD 36,10 millones en 2022 y USD 18,54 millones en 2023. En el período interanual, el inventario registró USD 10,18 millones y representó el 5,42% del activo, por lo que los días de inventario fueron 27 días.

Los anticipos a proveedores mantuvieron una tendencia al alza pasando de USD 1,50 millones en 2021 a USD 8,09 millones en 2023, en este último año corresponde principalmente a valores entregados a los proveedores Absorperlsa Papeles Absorbentes S.A. y al proveedor del exterior Experfactors S.A.S., por compra de materia prima. A noviembre 2024 se registró USD 6,23 millones y representó 3,32% del total activo.

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

Históricamente, PRODUCTORA CARTONERA S.A. ha fondeado las operaciones mediante obligaciones bancarias, crédito de proveedores por la compra de materia prima e insumos, Mercado de Valores y crédito por la compra de materiales a compañías relacionadas. Para noviembre de 2024, estas cuentas representaron 74,94% del pasivo.



Fuente: Estados financieros auditados 2021 – 2023 y estados financieros internos noviembre 2023 y noviembre 2024

El pasivo de la empresa tendió a crecer durante el periodo 2021 y 2022, coherente con la mayor actividad registrada generando la necesidad de financiar capital de trabajo lo que se evidenció en un crecimiento en proveedores no relacionados, proveedores relacionados y obligaciones bancarias. Los pasivos pasaron de USD 152,13 millones a USD 161,88 millones. En 2023 se registró un decrecimiento de 8,23% totalizando USD 148,57

millones, por efecto de la reducción cuentas por pagar a proveedores y obligaciones financieras. Hasta noviembre 2024 el pasivo alcanzó USD 128,47 millones, lo que significó un 13,53% de decrecimiento con relación a diciembre 2023, debió a la disminución de mercado de valores, proveedores y obligaciones financieras. El pasivo se concentró en el corto plazo durante el periodo de estudio, promediando 59,60% (52,54% a noviembre 2024).

El principal proveedor de la compañía es Surpapelcorp S.A., empresa relacionada cuya principal actividad consiste en la utilización de papel reciclado para la posterior fabricación de derivados del papel, incluyendo cartón corrugado, necesarios para la fabricación de las cajas que entrega la compañía. Este proveedor representó el 46,02% del total del costo de ventas, seguido de *Tropical Fruit Americas* LLC, con el 12,95%. Al realizar el cálculo del índice de Herfindahl, se obtuvo un valor de 2.306 puntos, lo que indica alta concentración. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que Surpapelcorp S.A. es parte del mismo grupo empresarial y da prioridad a la entrega de pedidos de PRODUCTORA CARTONERA S.A.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. tiene políticas de pagos a proveedores con parámetros que aseguren el cumplimiento oportuno de las obligaciones económicas contraídas. El comportamiento de este rubro está atado directamente al nivel de actividad de la empresa, por compra de materia prima, anticipos recibidos, provisiones por compras y otras cuentas comerciales de este tipo. Estas pasaron de USD 40,57 millones en 2021 a USD 50,92 millones en 2022 y USD 30,59 millones en 2023, lo cual es coherente con el nivel de actividad registrado. A noviembre de 2024, este rubro registró un valor de USD 30,25 millones y representó 23,55% del pasivo. El decrecimiento de esta cuenta en 2023 es acorde con la disminución de las ventas y la menor necesidad de abastecimiento de la compañía.

En cuanto a las cuentas por pagar relacionadas, se conforman por transacciones comerciales, no tienen un plazo establecido de vencimiento y no generan interés. Durante los años 2021 y 2023, la empresa tuvo cuentas por pagar a compañías relacionadas que pasaron de USD 7,14 millones, a USD 15,86 millones en 2022 y USD 17,90 millones en 2023, siendo principalmente a Surpapelcorp S.A. Hasta noviembre 2024 se contrajeron alcanzando USD 13,09 millones y representaron 10,19% del pasivo.

La deuda financiera ha sido otra fuente de fondos para financiar la operación y los activos de la compañía. Durante el periodo de estudio, la deuda financiera se compuso mayoritariamente de obligaciones con instituciones financieras del exterior, utilizada para capital de trabajo, es decir, para la compra, transportación y almacenamiento de materia prima y la sustitución de pasivos con vencimientos de hasta 5 años. Estas obligaciones devengan una tasa de interés anual entre el 8,52% y el 11,50%. En cuanto a la deuda con el Mercado de Valores, la empresa ha mantenido niveles fluctuantes durante el periodo de estudio, concentrada principalmente en el largo plazo. Hasta noviembre de 2024, la deuda financiera alcanzó USD 61,38 millones, con un 24,58% concentrado en el corto plazo. La tasa de interés varió entre el 8% y el 12%.

DEUDA FINANCIERA	2021 (USD)	2022 (USD)	2023 (USD)	NOVIEMBRE 2024 (USD)
Bancos locales	15.084.902	11.684.237	11.657.096	11.815.046
Bancos del Exterior	32.312.161	38.971.042	35.718.657	34.492.989
Quinta Emisión de Obligaciones	208.333			
Sexta Emisión de Obligaciones	125.000			
Séptima Emisión de Obligaciones	833.333			
Octava Emisión de Obligaciones	6.697.238	3.060.338	1.057.062	175.000
Novena Emisión de Obligaciones	8.667.082	2.105.582		
Décima Emisión de Obligaciones	5.510.711	11.508.000	8.016.000	4.524.000
Décima Primera Emisión de Obligaciones		99.999	12.676.659	10.374.252
Interés por pagar, tarjetas de crédito y otros	180.187	1.197.773	1.206.575	
<b>Total</b>	<b>69.618.947</b>	<b>68.626.971</b>	<b>70.332.049</b>	<b>61.381.287</b>

Fuente: PRODUCTORA CARTONERA S.A.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. solicitó al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A. el registro de la transferencia a título de dación en pago, a través de sus representantes legales y debidamente autorizados por la Junta Directiva de la compañía, con fecha 1 de marzo de 2021, a favor de SURPAPELPCORP S.A., respecto de los títulos desmaterializados de la Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo. Las partes valoraron los títulos desmaterializados mencionados en la suma de USD 2,58 millones, conforme consta en el contrato de dación en pago suscrito entre las partes el 1 de marzo de 2021, con el propósito de pagar, en forma parcial, la deuda que mantiene con la relacionada. El valor pendiente de pago no se registró en Emisión de Obligaciones, se contabilizó en otros pasivos y con corte de diciembre de 2023, el saldo pendiente de pago ascendía a USD 1,21 millones y a USD 312,50 mil en noviembre de 2024.

PRODUCTORA CARTONERA S.A. registró flujo operativos positivos durante los años 2021 al 2023, producto de un adecuado calce de plazos entre cuentas por cobrar a clientes y pagos a proveedores. Históricamente los días de cartera comercial promediaron 63 días y fueron menores que los días de pago 83 días. En este sentido, la compañía generó flujos operativos positivos que le permitieron cubrir las inversiones y realizar los pagos de la deuda con costo. A noviembre 2024, debido a la estabilidad en los días de cartera que se ubicó en 70 días y el decrecimiento en la rotación de inventarios respecto diciembre 2023 el flujo operativo fue positivo, lo que permitió pagos de la deuda financiera.

El patrimonio ha presentado una tendencia alcista pasando de USD 54,20 millones en 2021 y USD 59,27 millones a noviembre 2024 y estuvo compuesto, históricamente, por el capital social que representó en promedio 48,24% (46,50% a noviembre 2024) con un monto de USD 27,56 millones, y que no varió durante el periodo histórico. El restante se conformó por ganancias acumuladas y reservas. El patrimonio financió en promedio 27% (31,57% a noviembre 2024) del activo, lo cual denota un fortalecimiento patrimonial y una mayor autonomía financiera.

El apalancamiento, medido como la relación entre pasivo y patrimonio, disminuyó durante el periodo analizado, pasando de 2,81 en el año 2021 a 2,53 en el año 2023 y finalmente a 2,17 en noviembre de 2024. Esta reducción fue el resultado de la reinversión de utilidades año tras año, lo que fortaleció el patrimonio.

## PERFIL PROYECTADO

### PROYECCIONES DEL EMISOR

En la estructuración original, el emisor realizó proyecciones de resultados, con la finalidad de analizar la capacidad de pago de la emisión. La comparación entre los resultados reales y las estimaciones al cierre del año 2023 evidencia que la realidad estuvo por debajo de lo esperado, lo que reflejó un cumplimiento de 89% por la reactivación de varios sectores de la economía.

PROYECCIONES DE RESULTADOS	ORIGINALES	REALES
	DICIEMBRE 2023 (MILES USD)	DICIEMBRE 2023 (MILES USD)
Ventas netas	219.474.994	195.089.034
Costo de ventas	186.553.745	170.381.583
<b>Utilidad bruta</b>	<b>32.921.249</b>	<b>24.707.451</b>
Gastos administrativos y ventas	(16.826.088)	(12.792.175)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>16.095.161</b>	<b>11.915.276</b>
Gastos financieros	(6.599.507)	(11.183.725)
Otros ingresos	-	(21.400)
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>9.495.654</b>	<b>710.151</b>
Impuestos	(2.039.077)	(444.869)
<b>Utilidad neta</b>	<b>7.456.577</b>	<b>265.282</b>

Fuente: Prospecto de Oferta Pública y Estados Financieros Auditados 2023

En cuanto al costo de ventas, se proyectó una relación del 85% respecto a las ventas. Sin embargo, el costo de ventas real fue superior, alcanzando una participación del 87% sobre las ventas debido al comportamiento del precio internacional del papel, que afectó toda la cadena productiva y provocó una fuerte competencia que llevó a la baja de los precios de venta. Los gastos operativos fueron menores a lo estimado, presentando una reducción del 24% y una menor participación en comparación con las proyecciones originales. Esto se debió a optimizaciones en los gastos de impuestos y contribuciones, honorarios, provisiones por cuentas incobrables y ajustes por inventario.

Por su parte, los gastos financieros reales se encontraron sobre las proyecciones, producto del crecimiento de la deuda financiera acorde a la estrategia de la compañía, por lo que, la utilidad antes de impuestos fue inferior a las proyecciones.

### PROYECCIONES GLOBALRATINGS

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se basan en las estimaciones y estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diversas condiciones de mercado. Por lo tanto, las conclusiones expuestas y el análisis que las acompaña no son definitivos. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero, tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Las premisas de proyección se basan en la situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico. La razonabilidad

de estas premisas depende en alto grado de las fluctuaciones en los precios internacionales del papel, un componente indispensable para el desarrollo de la operación de la compañía y que es difícil de prever.

Para el año 2024, se espera que los ingresos decrezcan en un 20,5% acorde a la reducción de ingresos evidenciada hasta noviembre de 2024. Adicionalmente, las ventas esperadas del emisor están alineadas con las necesidades de los clientes y con el comportamiento de los precios del papel, que se espera se estabilicen en los años 2025 y 2026, incrementándose un 2% bajo un escenario conservador. En cuanto al costo de ventas, se espera que se mantenga similar a lo obtenido a noviembre 2024 con un valor de 85% en 2024 y 86% para los próximos años.

La estrategia de optimización de gastos implementada por PRODUCTORA CARTONERA S.A., basada en la reducción de honorarios y la especialización del personal interno, permitió disminuir los gastos operativos y ajustarlos mejor a los niveles de actividad de cada periodo. Considerando la reducción en ventas durante 2024, se espera que los gastos operativos se sitúen en torno al 7,88% de las ventas, lo que permitiría generar una utilidad operativa positiva y estable durante los períodos proyectados de 2024 a 2026.

Adicionalmente, se proyecta un menor gasto financiero en 2025 y 2026 debido a la disminución de la deuda financiera explicada en párrafos posteriores. En consecuencia, se espera que los resultados de la empresa experimenten un crecimiento sostenido en los períodos futuros.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, para 2024 se proyecta un decrecimiento en las cuentas por cobrar relacionadas debido al menor nivel de ventas, especialmente a compañías relacionadas como Surpapelcorp S.A. Por su parte, se espera que las cuentas por cobrar no relacionadas mantengan un comportamiento similar al observado en noviembre de 2024, con 70 días de cobro. En cuanto a la propiedad, planta y equipo, se proyectan ligeras inversiones en maquinaria, mantenimiento y herramientas, generando un aumento en el valor del costo, pero manteniéndose a la baja en el valor neto debido al crecimiento de la depreciación acumulada. Los niveles de inventario para el año 2024, se mantendrán en relación lo registrado hasta noviembre 2024, por lo que se esperaría una rotación de 27 días y para los próximos períodos se incrementaría a 32 días coherente con nuevas importaciones de papel.

Los niveles de cuentas por pagar no relacionadas se mantendrían en 80 días, similar a lo obtenido hasta noviembre de 2024, de acuerdo con los niveles de actividad e ingresos. No se espera un cambio significativo en el patrimonio, que aumentaría conforme a los resultados de cada periodo. Con estas premisas, es posible proyectar una generación de flujos operativos positiva, lo que permitiría financiar inversiones menores y lograr una disminución sostenida de la deuda con costo.

Las premisas utilizadas en estos rubros podrían resultar conservadoras frente a las estrategias planteadas por la empresa, lo cual generaría flujos operativos positivos y una menor necesidad de deuda financiera. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento decreciente, coherente con la amortización de las obligaciones financieras y con el mercado de valores.

Los niveles de deuda financiera mantendrían una tendencia decreciente a medida que se amorticen los instrumentos, acorde con la estrategia de estabilización para financiar capital de trabajo consistente en inventario y, para años posteriores, decrecer paulatinamente. La compañía se financiaría principalmente con préstamos del exterior, de acuerdo con lo evidenciado históricamente y los valores obtenidos hasta noviembre de 2024.

La compañía mantendría un adecuado calce de plazos entre cuentas por cobrar y cuentas por pagar, lo que beneficiará al flujo de efectivo positivo y permitirá la cancelación de deuda con costo. I

En cuanto al patrimonio, tomará una mayor participación sobre el activo, coherente con los resultados esperados y la paulatina baja de los pasivos.

**CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN****AA**

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

*El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.*

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un

valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Novena Emisión de Obligaciones REPAPERS S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.**  
Presidente Ejecutivo

**ANEXOS**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
<b>ACTIVO</b>	<b>206.337</b>	<b>220.556</b>	<b>207.329</b>	<b>185.845</b>	<b>185.169</b>	<b>182.324</b>	<b>197.008</b>	<b>187.737</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>115.871</b>	<b>120.832</b>	<b>84.189</b>	<b>89.667</b>	<b>92.931</b>	<b>95.186</b>	<b>101.517</b>	<b>89.937</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.133	1.114	675	892	575	895	2.046	1.024
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	36.195	38.244	31.677	30.158	30.761	31.376	37.030	31.054
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	21.720	32.867	15.331	25.603	26.371	27.162	31.412	24.639
(-) Deterioro del valor de cuentas por cobrar	(7.762)	(8.446)	(8.846)	(5.730)	(5.845)	(5.961)	(9.166)	(5.724)
Activos por impuestos corrientes	9.430	8.730	6.045	3.144	3.144	3.144	6.885	3.189
Inventarios	17.512	36.100	18.535	9.882	12.093	12.335	17.725	10.183
Anticipos a proveedores	1.507	3.324	8.085	6.468	6.597	6.729	7.225	6.226
Otros activos corrientes	35.137	8.899	12.688	19.251	19.234	19.506	8.360	19.345
<b>Activo no corriente</b>	<b>90.466</b>	<b>99.724</b>	<b>123.140</b>	<b>96.178</b>	<b>92.238</b>	<b>87.138</b>	<b>95.491</b>	<b>97.800</b>
Propiedades, planta y equipo	98.717	115.803	111.978	110.634	113.953	116.232	111.970	110.361
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(37.067)	(46.116)	(49.530)	(56.750)	(64.114)	(71.625)	(48.834)	(54.871)
Terrenos	10.172	12.083	12.305	12.305	12.305	12.305	12.305	12.305
Construcciones en curso	1.702	1.212	1.948	2.240	2.016	1.815	1.932	2.251
Inversiones en subsidiarias	2.601	2.601	2.826	2.826	2.826	2.826	2.826	2.826
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados LP	14.018	14.085	41.931	16.353	16.517	16.682	13.490	16.378
Otros activos no corrientes	324	56	1.682	8.570	8.735	8.903	1.801	8.550
<b>PASIVO</b>	<b>152.134</b>	<b>161.882</b>	<b>148.567</b>	<b>126.796</b>	<b>125.690</b>	<b>122.122</b>	<b>140.672</b>	<b>128.465</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>88.870</b>	<b>104.758</b>	<b>82.713</b>	<b>74.883</b>	<b>81.993</b>	<b>81.536</b>	<b>61.733</b>	<b>67.498</b>
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	40.574	50.923	30.590	29.279	30.233	30.838	34.424	30.251
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	7.141	15.856	17.904	13.070	13.070	13.070	10.871	13.087
Obligaciones con entidades financieras CP	15.265	21.449	20.394	14.509	16.709	23.009	9.552	14.793
Obligaciones emitidas CP	12.648	7.634	6.970	9.821	13.753	6.368	293	293
Anticipo de clientes CP	6.594	1.130	2.090	3.177	3.177	3.177	2.046	3.486
Provisiones por beneficios a empleados CP	802	1.697	876	1.139	1.162	1.185	1.616	1.800
Otros pasivos corrientes	5.845	6.068	3.889	3.889	3.889	3.889	2.931	3.788
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>63.265</b>	<b>57.124</b>	<b>65.854</b>	<b>51.913</b>	<b>43.697</b>	<b>40.586</b>	<b>78.939</b>	<b>60.966</b>
Obligaciones con entidades financieras LP	32.312	30.404	28.189	29.444	19.518	22.234	38.408	31.515
Obligaciones emitidas LP	9.394	9.140	14.780	8.158	9.318	2.950	21.750	14.780
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas LP	7.270	3.159	10.087	4.084	4.218	4.302	8.548	4.636
Pasivo por impuestos no corrientes	5.566	6.234	5.153	4.328	4.328	4.328	5.235	4.280
Provisiones por beneficios a empleados LP	3.320	3.806	4.154	4.154	4.569	5.026	3.986	4.099
Otros pasivos no corrientes	5.403	4.381	3.492	1.746	1.746	1.746	1.013	1.656
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>54.202</b>	<b>58.674</b>	<b>58.762</b>	<b>59.049</b>	<b>59.479</b>	<b>60.201</b>	<b>56.336</b>	<b>59.273</b>
Capital suscrito o asignado	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559
Reserva legal	3.006	3.106	3.527	3.554	3.582	3.625	3.527	3.554
Reserva facultativa y estatutaria	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947
Ganancias o pérdidas acumuladas	(11.417)	10.730	14.522	14.761	15.019	15.406	14.522	14.761
Ganancia o pérdida neta del periodo	1.002	4.213	265	287	430	722	(2.161)	511
Otras cuentas patrimoniales	32.106	11.119	10.941	10.941	10.941	10.941	10.941	10.941

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias	183.640	227.055	195.089	155.096	158.198	161.362	179.875	146.230
Costo de ventas y producción	159.470	196.067	170.382	131.754	136.050	138.771	161.002	124.146
<b>Margen bruto</b>	<b>24.170</b>	<b>30.987</b>	<b>24.707</b>	<b>23.342</b>	<b>22.148</b>	<b>22.591</b>	<b>18.873</b>	<b>22.085</b>
(-) Gastos de administración	(13.621)	(13.233)	(12.792)	(12.217)	(12.461)	(12.710)	(11.876)	(11.513)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>10.549</b>	<b>17.754</b>	<b>11.915</b>	<b>11.125</b>	<b>9.687</b>	<b>9.881</b>	<b>6.998</b>	<b>10.572</b>
(-) Gastos financieros	(9.221)	(10.768)	(11.184)	(10.668)	(9.003)	(8.736)	(10.126)	(10.274)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	232	(319)	(21)	(8)	(9)	(11)	(32)	(8)
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>1.559</b>	<b>6.667</b>	<b>710</b>	<b>450</b>	<b>675</b>	<b>1.133</b>	<b>(3.160)</b>	<b>289</b>
(-) Participación trabajadores	(95)	(1.000)	(109)	(67)	(101)	(170)	-	(24)
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>1.464</b>	<b>5.667</b>	<b>601</b>	<b>382</b>	<b>573</b>	<b>963</b>	<b>(3.160)</b>	<b>265</b>
(-) Gasto por impuesto a la renta	(462)	(1.454)	(336)	(96)	(143)	(241)	999	245
<b>Utilidad neta</b>	<b>1.002</b>	<b>4.213</b>	<b>265</b>	<b>287</b>	<b>430</b>	<b>722</b>	<b>(2.161)</b>	<b>511</b>
EBITDA	16.396	24.014	20.299	18.525	17.230	17.571	14.475	17.180

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	

	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Flujo Actividades de Operación	8.905	7.373	12.786	12.402	5.411	7.134	11.241	11.375
Flujo Actividades de Inversión	(5.646)	(2.832)	(2.824)	1.052	(3.095)	(2.077)	(2.808)	11
Flujo Actividades de Financiamiento	(4.015)	(5.558)	(9.438)	(13.235)	(2.632)	(4.737)	(8.186)	(12.685)
Saldo Inicial de Efectivo	3.573	2.817	1.800	675	892	575	1.800	2.324
Flujo del período	(756)	(1.017)	524	218	(317)	320	247	(1.300)
Saldo Final de efectivo	2.817	1.800	2.324	892	575	895	2.047	1.024

ÍNDICES	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
<b>MÁRGENES</b>								
Costo de Ventas / Ventas	87%	86%	87%	85%	86%	86%	90%	85%
Margen Bruto/Ventas	13%	14%	13%	15%	14%	14%	10%	15%
Utilidad Operativa / Ventas	6%	8%	6%	7%	6%	6%	4%	7%
<b>LIQUIDEZ</b>								
Capital de trabajo (miles USD)	27.002	16.074	1.476	14.784	10.938	13.650	39.784	22.439
Prueba ácida	1,11	0,81	0,79	1,07	0,99	1,02	1,36	1,18
Índice de liquidez	1,30	1,15	1,02	1,20	1,13	1,17	1,64	1,33
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	8.905	7.373	12.786	12.402	5.411	7.134	11.241	11.375
<b>SOLVENCIA</b>								
Pasivo total / Activo total	74%	73%	72%	68%	68%	67%	71%	68%
Pasivo corriente / Pasivo total	58%	65%	56%	59%	65%	67%	44%	53%
EBITDA / Gastos financieros	1,78	2,23	1,82	1,74	1,91	2,01	1,43	1,67
Años de pago con EBITDA (APE)	4,07	2,78	3,35	3,22	3,35	2,99	4,23	3,15
Años de pago con FLE (APF)	7,50	9,06	5,32	4,82	10,66	7,37	5,94	5,19
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	6.404	36.881	37.943	35.819	31.701	37.225	35.941	35.310
Razón de cobertura de deuda DSCRC	2,56	0,65	0,53	0,52	0,54	0,47	0,40	0,49
Capital social / Patrimonio	51%	47%	47%	47%	46%	46%	49%	46%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	2,81	2,76	2,53	2,15	2,11	2,03	2,50	2,17
<b>ENDEUDAMIENTO</b>								
Deuda financiera / Pasivo total	46%	42%	47%	49%	47%	45%	50%	48%
Deuda largo plazo / Activo total	20%	18%	21%	20%	16%	14%	31%	25%
Deuda neta (miles USD)	66.802	66.827	68.008	59.718	57.667	52.589	66.734	59.054
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	13.133	23.421	19.621	10.760	12.621	12.873	20.330	10.987
<b>RENTABILIDAD</b>								
ROA	0%	2%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%
ROE	2%	7%	0%	0,49%	0,72%	1%	-4%	0,94%
<b>EFICIENCIA</b>								
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	13	17	15	13	13	13	15	13
Días de inventario	40	66	39	27	32	32	36	27
CxC relacionadas / Activo total	17,32%	21,29%	27,62%	22,58%	23,16%	24,05%	22,79%	21,85%
Días de cartera CP	71	61	58	70	70	70	68	70
Días de pago CP	92	93	65	80	80	80	71	80

DEUDA NETA (MILES USD)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	15.265	21.449	20.394	14.509	16.709	23.009	9.552	14.793
Obligaciones emitidas CP	12.648	7.634	6.970	9.821	13.753	6.368	293	293
Préstamos con terceros CP	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	32.312	30.404	28.189	29.444	19.518	22.234	38.408	31.515
Obligaciones emitidas LP	9.394	9.140	14.780	8.158	9.318	2.950	21.750	14.780
Préstamos con terceros LP	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Subtotal deuda</b>	<b>69.619</b>	<b>68.627</b>	<b>70.332</b>	<b>61.931</b>	<b>59.298</b>	<b>54.561</b>	<b>70.002</b>	<b>61.381</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.133	1.114	675	892	575	895	2.046	1.024
Inversiones temporales CP	684	686	1.650	-	-	-	1.222	1.303
<b>Deuda neta</b>	<b>66.802</b>	<b>66.827</b>	<b>68.008</b>	<b>1.320</b>	<b>1.056</b>	<b>1.077</b>	<b>66.734</b>	<b>59.054</b>
<b>NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)</b>								
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Inventarios	17.512	36.100	18.535	9.882	12.093	12.335	17.725	10.183
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	36.195	38.244	31.677	30.158	30.761	31.376	37.030	31.054
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	40.574	50.923	30.590	29.279	30.233	30.838	34.424	30.251
<b>NOF</b>	<b>13.133</b>	<b>23.421</b>	<b>19.621</b>	<b>10.760</b>	<b>12.621</b>	<b>12.873</b>	<b>20.330</b>	<b>10.987</b>
<b>SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)</b>								
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	NOVIEMBRE 2023	NOVIEMBRE 2024
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Obligaciones con entidades financieras CP	-	15.265	21.449	20.394	14.509	16.709	21.449	20.394

Obligaciones emitidas CP	-	12.648	7.634	6.970	9.821	13.753	7.634	6.970
Préstamos con terceros CP	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Gastos financieros	9.221	10.768	11.184	10.668	9.003	8.736	10.126	10.274
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.817	1.800	2.324	2.212	1.631	1.973	3.269	2.327
<b>SERVICIO DE LA DEUDA</b>	<b>6.404</b>	<b>36.881</b>	<b>37.943</b>	<b>35.819</b>	<b>31.701</b>	<b>37.225</b>	<b>35.941</b>	<b>35.310</b>

La calificación otorgada por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora [www.globalratings.com.ec](http://www.globalratings.com.ec), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Números 3, 4 y 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
ACTIVOS DEPURADOS	Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
200% PATRIMONIO	Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.