

## Octava, Novena, Décima y Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – Bono de Verde de PRODUCTORA CARTONERA S.A.

Comité No: 015,016,017,018-2023	Fecha de Comité: 30 de enero de 2023
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2022	Quito – Ecuador
Ing. Alan Aguirre	(593) 2323-0541 <a href="mailto:aaquirre@ratingspcr.com">aaquirre@ratingspcr.com</a>

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
VIII Emisión de Obligaciones	AA	Sexta	Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766
IX Emisión de Obligaciones	AA	Sexta	Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409
X Emisión de Obligaciones	AA+	Tercera	Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021-00009584
XI Emisión de Obligaciones	AA+	Primera	Resolución SCVS-INMV-DNAR-2022-00008367

### Significado de la Calificación

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

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

*“La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio.”*

### Racionalidad

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad mantener la calificación de “AA” a la Octava y Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo y a la Décima y Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - Bono Verde la calificación de “AA+” de PRODUCTORA CARTONERA S.A. con información al 30 de noviembre de 2022. La calificación se sustenta en la amplia trayectoria y presencia de la compañía en el sector donde opera. Además, se considera el aumento de los ingresos operacionales y los márgenes de utilidad positiva con respecto al año anterior, mejorando de esta manera los indicadores de rentabilidad. Sin embargo, el indicador de apalancamiento crece levemente a corte interanual, mientras que los indicadores de liquidez se contraen. A pesar de la disminución de la liquidez, la Calificadora continuará con el monitoreo a la capacidad del emisor para generar los flujos necesarios para cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma, así como también cumplimiento de resguardos de ley y voluntarios de los instrumentos.

### Resumen Ejecutivo

- **Posicionamiento en la industria cartonera con respaldo de Grupo SURPAPEL:** Productora Cartonera S.A. es una empresa 57 años de experiencia que se dedica a la elaboración y comercialización de cajas de cartón corrugado, de alta calidad gráfica y estructural, para abastecer a más de 450 clientes que operan en los diferentes sectores industriales y agroindustriales a nivel nacional e internacional. La planta industrial de 67,750 m<sup>2</sup> ubicada en el sector industrial de la provincia del Guayas, tiene una capacidad instalada para procesar 180,000 toneladas métricas de cartón al año. El corrugador BHS del emisor cuenta con una capacidad instalada para procesar 12.500 tm/mes a una velocidad máxima de 750 metros lineales/min.
- **Dinamismo positivo de los ingresos y recuperación en la utilidad neta interanualmente:** A noviembre 2022, los ingresos del emisor incrementan en US\$ +47,86 millones, frente a su similar periodo del año pasado, a un nivel más específico, se puede apreciar que existió un mayor dinamismo interanual en el cartón de pesca/camarón, le siguen los ingresos de cartón para alimentos, aceites y bebidas pese a presentar contracciones nominales a corte interanual en las restantes cinco líneas (banano, convertidores, flores, piñas/mango, otros). De igual manera el costo de ventas aumenta a corte interanual; sin embargo, el desempeño generado de los ingresos en mayor medida que el costo de venta, permite que la utilidad bruta culminó en US\$ 29,95 millones; en tanto que el resultado integral totaliza en US\$ 3,83 millones, exhibiendo un aumento interanual de (US\$ +3,63 millones) y

a su vez registrando un indicador de margen neto de 1,84% incrementando frente a su similar periodo del año pasado en +1,72%.

- **Indicadores de liquidez estables a pesar de la disminución presentada a corte interanual:** Productora Cartonera S.A. a niveles históricos posee indicadores de liquidez estables, situando a sus valores por encima de la unidad. A noviembre 2022, la razón circulante del emisor se ubica en 1,52 veces presentando una reducción de -0,19 veces frente a su similar periodo del año pasado (1,71 veces; nov-21). En un nivel más específico, se obtiene un indicador de prueba ácida por 1,33 veces, cifra que disminuye en -0,15 veces en un comparativo anual. Cabe señalar que, para el análisis de la prueba ácida no se consideran los inventarios. Pese al comportamiento interanual, el promedio de los últimos cinco años presenta una tendencia creciente por +1,04 veces (2017-2021). Finalmente, el capital de trabajo del emisor contabiliza US\$ 43,69 millones decreciendo su valor nominal en US\$ -8,66 millones, conducta que obedece la variación del activo corriente frente al pasivo corriente.
- **Apropiado nivel de Cobertura EBITDA a noviembre 2022:** El EBITDA acumulado a la fecha de corte es de US\$ 21,85 millones, aumentando interanualmente en +55,63% (US\$ +7,81 millones) considerando la utilidad operativa generada y la depreciación/amortización del periodo de análisis (noviembre 2022). Por su parte la cobertura EBITDA sobre la deuda financiera a noviembre 2022 se sitúa en 0,36 veces, exhibiendo un aumento de +0,14 veces frente a su similar periodo del año pasado; de tal manera que, el indicador promedio para los últimos cinco años se ubica en 0,30 veces (2017-2021). Adicionalmente, se evidencia, una mejora en el desempeño del indicador de cobertura EBITDA con respecto a los gastos financieros, donde mantiene una cobertura de 2,27 veces, tras expandirse en +0,60 veces frente a noviembre 2021.
- **Aumento anual del endeudamiento:** Históricamente, las fuentes principales de financiamiento de Productora Cartonera S.A. ha sido el endeudamiento a través de instituciones financieras, mercado de valores y documentos, cuentas por pagar con terceros que mantiene la empresa, con la finalidad de expandir su capital de trabajo y maximizar progresivamente el volumen de ventas y participación en el sector donde desarrolla sus operaciones. Al mes de noviembre de 2022, la deuda financiera total incluye obligaciones con instituciones financieras y emisión de obligaciones; por lo cual, la deuda totaliza en US\$ 66,31 millones en base a la información contable proporcionada por el emisor, disminuyendo interanualmente en -3,63% (US\$ -2,50 millones). De tal manera que la porción a largo plazo conlleva un mayor peso ponderativo con el 78,10% (US\$ 51,79 millones) y el remanente 21,90% (US\$ 14,52 millones) corresponde a la porción de corto plazo.
- **Cumplimiento de Resguardos de ley para los instrumentos vigentes:** A noviembre 2022, Productora Cartonera S.A., ha presentado tres resguardos de ley para ser cumplidos en su totalidad; así como también, resguardos voluntarios para la revisión a la X y XI Emisión de Obligaciones, mismos que han cumplido su objetivo a noviembre 2022. Además, se evidencia que la utilidad neta del ejercicio contabiliza US\$ 3,83 millones, valor equivalente a un cumplimiento de 93,78% frente a lo proyectado, hecho por el cual, se mantendrá el apropiado seguimiento al comportamiento de los ingresos y egresos del emisor para verificar los montos a final de año.

## Factores Clave

### Factores que podrían mejorar la calificación:

- Sostenibilidad en la recuperación de los indicadores de rentabilidad, y EBITDA respecto a la deuda financiera.
- Estabilización en los niveles de endeudamiento y sostenible en el tiempo.
- Disminución en el ciclo de conversión del efectivo y sostenible a futuros cortes.
- Mantener control sobre el costo de venta respecto al nivel de ventas.
- Reducción de los niveles de morosidad de la cartera.

### Factores que podrían reducir la calificación:

- Incumplimiento de la fecha en el pago de obligaciones de cualquiera de los cuatro instrumentos (Emisión de Obligaciones) revisadas en el presente informe.
- Incumplimiento de cobertura (tener <1 veces de cobertura) del resguardo voluntario para la Décima y Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo (Bono Verde , XI) de Procarsa S.A.
- Aumento progresivo en el nivel de apalancamiento del emisor.
- Incremento sustancial en el nivel de endeudamiento.
- Registrar resultados del ejercicio negativos de manera recurrente en futuros cortes.
- Presentar contracción en los indicadores de liquidez y bajar de la unidad para futuros cortes.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

- La empresa presenta riesgos operativos en su línea de producción debido a la volatilidad de la materia prima utilizada para la elaboración sus productos, específicamente en el precio de los commodities. Adicionalmente, se debe considerar los riesgos por causas externas (desastres

naturales) o siniestros como el incendio observado en noviembre de 2020, en el área de bodega de materia prima y/o en el área de máquina pre-print de Productora Cartonera S.A., ocasionando un daño de US\$ 51,99 millones, dicha situación mantuvo sin operar aproximadamente 15 días a la empresa. Con el objetivo de mitigar estos riesgos, Productora Cartonera S.A. cuenta con pólizas de seguro que mitigan los riesgos operativos relacionados. Para junio 2022, se recibió el pago acordado por la aseguradora, con el que se cubrió gastos incurridos en maquilas y la compensación de gastos de operación y en maquinaria (corrugadora) para el desarrollo de las operaciones.

- Existe un acuerdo planificado de pago con un beneficiario correspondiente a Facturas Comerciales (FCN) que no se ha subsanado debido a que dicho beneficiario no ha dado paso a la siguiente instancia con las firmas para la aceptación de términos de pago.
- Adicionalmente, otro riesgo previsible podría venir por la implementación de posibles medidas arancelarias o salvaguardas que encarezca el costo de la materia prima importada, incrementando los costos de producción y a su vez generaría un incremento en los precios de comercialización del producto.
- Con la integración de su empresa relacionada Surpapelcorp S.A., el emisor presenta un riesgo de concentración en la proveeduría de materia prima. Surpapelcorp S.A. figura con el 41,45% del total de proveeduría, situación que representa un riesgo para la empresa en caso de eventos externos suscitados.

### **Aspectos de la Calificación**

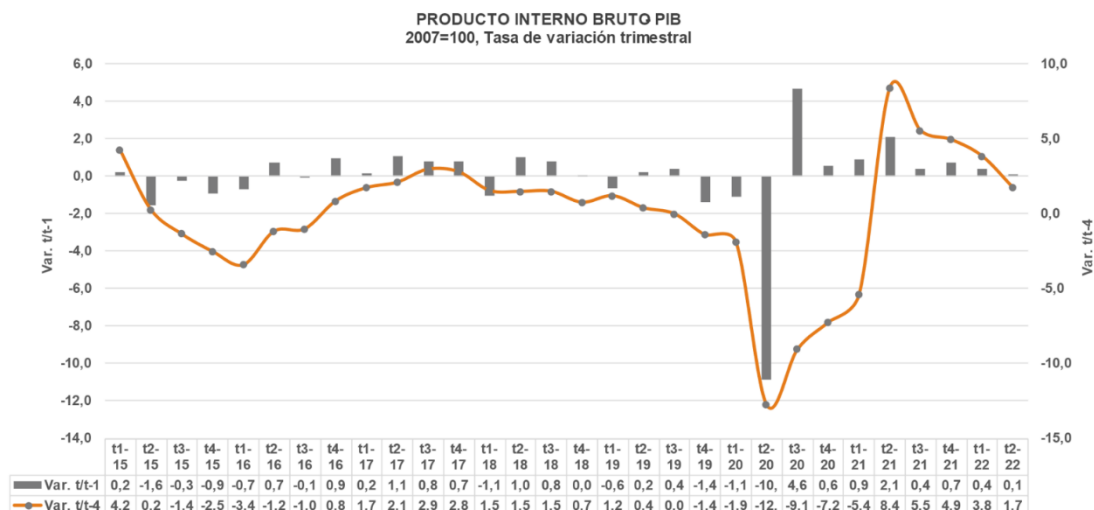
---

La calificación de riesgo proporcionada al instrumento considera los siguientes aspectos en la evaluación:

#### **Entorno Macroeconómico:**

La recuperación de la economía del Ecuador a partir del segundo trimestre de 2016 se fundamentó en el crecimiento del gasto final del gobierno para inyectar liquidez mediante el incremento de deuda. Este proceso expansivo terminó en los dos últimos trimestres del 2017 con la decisión del gobierno central de reducir el déficit fiscal y disminuir el tamaño del estado. Debido a la dependencia de la economía en el sector público, la reducción del gasto de consumo final del gobierno ha generado una considerable desaceleración del PIB desde inicios del 2018. Si bien este comportamiento se mantuvo durante el 2018 y principios del 2019, la contracción se acentuó durante los dos últimos trimestres del 2019 producto de las manifestaciones de octubre a consecuencia de la propuesta del ejecutivo de eliminar el subsidio a los hidrocarburos; seguidamente, cuando el país estaba tratando de conseguir la senda del crecimiento en el 2020, se inició en China la propagación del virus COVID-19 el cual por su gran poder de infección se expandió por todo el mundo generando paralizaciones en la mayoría de economías del mundo a lo que Ecuador no fue inmune, mostrando una caída del 7,75%, impulsado principalmente por el decrecimiento de la inversión, la disminución del consumo final de hogares y gobierno general; así como a la contracción de las exportaciones de bienes y servicios.

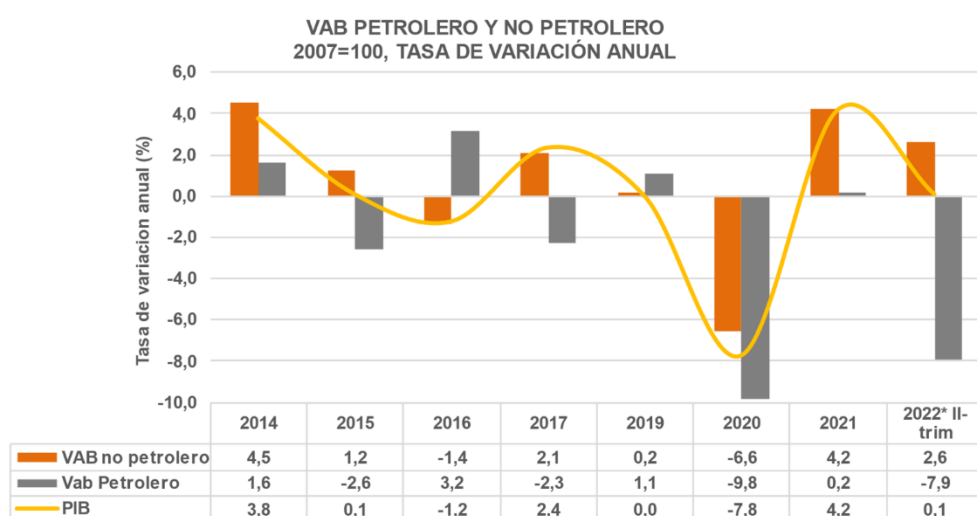
Para el inicio del año 2021, con la progresiva reapertura de los establecimientos y el inicio de los planes de vacunación que se dieron de forma ralentizada, la economía del país comenzó a mostrar signos de recuperación, ya que para el segundo trimestre el PIB creció 8,4% de forma interanual, causado por la estabilización política originada por la finalización del proceso electoral así como también a la implementación positiva del plan de vacunación del nuevo Gobierno; para el tercer trimestre la economía experimentó un crecimiento del 5,5% y finalizó el año 2021 con un crecimiento del 4,2% anual, crecimiento por encima de lo esperado por el Banco Mundial (3,5%) y del Fondo Monetario Internacional (2,5%); dicho aumento fue ocasionado principalmente por el gasto de los hogares que se expandieron en un 10,2% anual. Para junio de 2022, el PIB ecuatoriano alcanzó un crecimiento interanual de 1,70% y de 0,10% con respecto al primer trimestre de 2022.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Al finalizar el segundo trimestre del 2022 según la información disponible del Banco Central, el PIB del Ecuador se encuentra compuesto principalmente de la industria de manufactura-excepto refinación de petróleo (11,67%), comercio (11,01%), enseñanza y servicios sociales de salud (8,82%), petróleo y minas (8,56%), transporte (7,55%), agricultura (7,44%), administración pública, defensa; planes de seguridad social obligatoria (6,60%), y otros servicios (6,44%). A su vez, el impulso del PIB se atribuye al incremento del sector comercio el cual creció en nominalmente en US\$ 744,64 millones cerrando el 2021 en US\$ 7.485 millones (a precios constantes del 2007). De igual manera, el sector transporte mostró una importante recuperación durante el año 2021 luego de haber sufrido una disminución considerable en sus actividades a causa de la pandemia; al cierre de diciembre, el sector creció en US\$ 590,69 millones para ubicarse en US\$ 5.099 millones (a precios constantes del 2007).

En términos porcentuales se pudo observar que al final del año 2021, el sector refinación del petróleo creció en 23,91% originado principalmente por el incremento en la producción nacional del petróleo; así mismo, el sector alojamiento y servicios de comida tuvo un aumento de 17,45% impulsado por el incremento del turismo y a la reactivación del consumo interno, dada la efectividad del plan de vacunación y la mejora en el mercado laboral; así mismo, los sectores de acuicultura, transporte y comercio, se expandieron anualmente en 16,19%, 13,10% y 11,05% respectivamente, debido al incremento de las exportaciones de camarón, la reactivación de la mayoría de las empresas y el incremento de las importaciones de bienes y servicios. Se recalca el desempeño de las exportaciones no petroleras las cuales alcanzaron niveles históricos en términos nominales, en especial los principales productos como camarón, flores, minería y pescado, mientras que durante el segundo trimestre de 2022, los sectores que más destacan son: acuicultura y pesca de camarón, alojamiento y servicios de comida, correo y comunicaciones, suministro de electricidad y agua, con un incremento interanual de 20,30%, 7,94%, 5,78% y 5,47% respectivamente, a comparación del segundo trimestre del 2021.



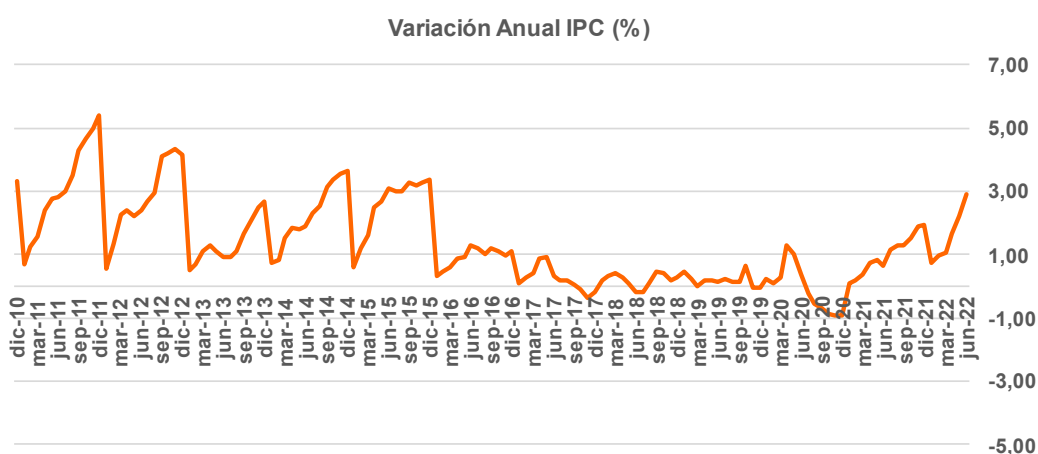
Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

La evolución en el gasto del consumo final del gobierno mantiene un comportamiento acorde a los objetivos del Ejecutivo nacional, el cual consiste en disminuir progresivamente el gasto público; al cierre del 2021 el gasto de consumo final del gobierno se ubicó en US\$ 10.214 millones, mostrando un descenso interanual del 1,69% (US\$ 175,73 millones) en comparación con el año 2020 (US\$ 10.390 millones). En contraposición al gasto del gobierno, el consumo de los hogares presentó un comportamiento positivo, creciendo en US\$ 4.185 millones (10,22%) en comparación con el cierre del año 2020 para cerrar el año con un saldo de US\$ 45.142 millones. Durante el primer trimestre del 2022, el gasto de Consumo final del Gobierno General cerró en US\$ 2.640 millones\*, mientras que el Gasto de Consumo Final de Hogares en US\$ 11.677 millones\*.

Dado que la pandemia es un fenómeno global, los organismos internacionales han mostrado apertura para brindar apoyo a los países miembros y agilizar líneas de crédito que brinden liquidez y capacidad de respuesta. Ecuador es uno de los países beneficiados por proyectos específicos de estabilización sanitaria que ha emprendido el Banco Mundial en Latinoamérica con un presupuesto de US\$ 14,00 mil millones a nivel global y un primer desembolso para Ecuador realizado el 2 de abril por US\$ 20,00 millones además de un desembolso de US\$ 514,00 millones el 1 de diciembre de 2020. El 30 de septiembre de 2020, el gobierno logró acceder a financiamiento del FMI mediante el programa de Instrumentos de Financiamiento Rápidos - RFI por sus siglas en inglés, por US\$ 6.500,00 millones. Al cierre de 2020, se han desembolsado un total de US\$ 4.000,00 millones, a través de dos desembolsos, el primero por la mitad que se realizó tres días después del acuerdo y el segundo por la diferencia el 23 de diciembre, que se destinará para los gastos relacionados a la salud, educación y protección social. Se prevé que el monto restante se reciba entre 2021 y 2022, dicho programa de crédito tiene un plazo de pago de 10 años (con 4 años de gracia) y una tasa de interés variable del 2,90%.

A finales de 2021, la inversión extranjera directa (IED) totalizó un saldo de US\$ 620.595 millones mostrando así una importante contracción interanual de 43,80%. La IED ha hecho aportes relevantes en la región tanto como complemento de la inversión nacional y fuente de nuevos capitales, como para la expansión de actividades exportadoras, para el desarrollo de la industria automotriz, las telecomunicaciones, algunos segmentos de la economía digital, y la industria farmacéutica y de los dispositivos médicos<sup>1</sup>. No obstante, en el último año se observa una caída en la inversión extranjera directa la cual es levemente inferior al saldo mostrado durante el año 2017. El sector que más sufrió la caída de la IED en el último año fue el de explotación de minas y canteras las cuales caen en US\$ 435,45 millones y el sector construcción el cual cae en US\$ 83,22 millones. Es importante destacar que la IED solo consideran los nuevos capitales que ingresan al país, por lo que los flujos de IED de años anteriores pueden estar reinvertidos ya que al generarse en el país no se consideran como IED, a pesar de este escenario, el gobierno espera llegada nuevos capitales extranjeros para la explotación de minas y canteras, debido al desarrollo de los proyectos Loma Larga en Azuay, Cascabel en Imbabura y Cangrejos en el Oro.<sup>2</sup> La inversión extranjera directa se concentra principalmente en industria manufactura (29,94%), servicios prestados a las empresas (21,82%), explotación de minas y canteras (16,07%) construcción (15,08%).

Al cierre de junio de 2022, el índice de precios al consumidor experimentó una expansión anual de 2,90% convirtiéndose en la tasa de inflación más alta en lo que va del año. Las divisiones que influyeron en la expansión del IPC fueron principalmente tres: transporte, alimentos y bebidas no alcohólicas y educación.



Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

<sup>1</sup> [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47147/3/S2100319\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47147/3/S2100319_es.pdf)

<sup>2</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/inversion-extranjera-directa-tendencia-baja/>

\* Precios constantes de 2007.

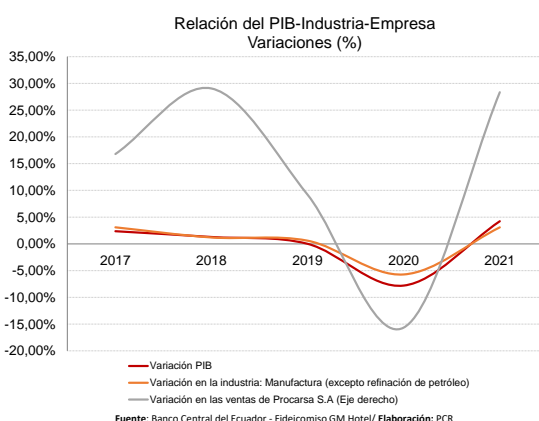
Al finalizar junio de 2022, el riesgo país de Ecuador se situó en 1.165 puntos, mostrando así un incremento de 296 puntos con respecto a diciembre del año anterior cuando el EMBI llegó a los 869 puntos. Este incremento del riesgo país se dio a partir de las paralizaciones del mes de junio que afectaron a varios sectores de la economía ecuatoriana. Los resultados de la segunda vuelta electoral el 9 de abril del 2021, cuando el indicador cayó hasta los 824 puntos<sup>11</sup> lo cual merma la confianza a la inversión extranjera y perjudica la imagen del país ante el mundo. Debido a esto, los bonos ecuatorianos cotizan a un precio no tan favorable, generando así una mayor tasa de interés a pagar por el Estado y mostrando así una mayor percepción de riesgo de las diversas bolsas del mundo. Además, esta posición se ratificó el 30 de junio 2022 cuando la Calificadora de Riesgos Fitch Ratings mantuvo la calificación de “B-” con la posibilidad de mejora.

Si bien con la elección del nuevo gobierno se produjo una reducción del riesgo país, acontecimientos externos e internos durante el 2022 han provocado un incremento del riesgo en lo que va del año. Entre los factores externos se encuentra la caída del precio del barril de petróleo WTI que sirve de referencia para el precio del crudo ecuatoriano que se ha ubicado por debajo de los US\$100 en el transcurso de las últimas semanas. Internamente, la creciente presión por un aumento del gasto público a raíz de las manifestaciones del sector indígena, la reducción de ingresos tributarios para el próximo año, así como la culminación en los próximos meses del acuerdo con el FMI generan incertidumbre en los mercados internacionales, impactando de manera negativa en el riesgo país de Ecuador.

Debido a la reactivación económica iniciada en el 2021, los indicadores socioeconómicos han presentado una leve recuperación con respecto al año anterior. Al cierre del mes de junio de 2022, el desempleo se ubicó en 4,00% de la población económicamente activa (PEA) mostrando así una contracción interanual de 1,3 p.p con respecto al mismo periodo del año anterior. Con ello, el desempleo mantiene una tendencia a la baja, ya que en enero del presente año este indicador se ubicaba en 7,4%.

#### Análisis de la Industria:

En lo referente a un análisis para determinar la flexibilidad frente a cambios cíclicos en la economía, se considera el comportamiento que mantiene el Producto Interno Bruto, la empresa e industria. El giro de negocio de la Productora Cartonera S.A. se focaliza en la elaboración de empaques de cartón corrugado para la implementación variada del producto, entre sus principales usos se encuentran las cajas bananeras, caja troquelada, caja agroindustrial, laminas corrugadas, caja para camarón y mariscos, caja de flores, esquineros de cartón, entre otros. Esto a su vez, se encuentra dentro de la actividad de manufactura (excepto refinación de petróleo). Es importante mencionar que, en base a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, y el monto previsto para finales del 2021, la industria Manufacturera (excepto refinación de petróleo) representa el 11,84% del PIB. Además, la entidad se encuentra dentro de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) C1702.01 “Fabricación del papel y cartón ondulados o corrugado”.



A nivel histórico, el comportamiento de los ingresos del emisor era similar al PIB e industria de manufactura ecuatoriana hasta el año 2017; no obstante, la empresa presenta un mayor dinamismo. Para el año 2018 la entidad registró un desarrollo positivo derivado en un importante auge en su nivel de ventas, específicamente en los empaques para banano. Durante el período 2019 y 2020, debido a las manifestaciones y paralización de actividades económicas por la pandemia ocasionado por la expansión del covid-19, tanto la industria manufacturera, el PIB y el nivel de ventas de la empresa se vieron afectadas de manera sustancial, demostrando una tendencia decreciente pronunciada, situación congruente con el panorama económico a nivel nacional y mundial. Sin embargo, en el transcurso del año 2021 y primer trimestre del 2022 se detalla una paulatina recuperación económica en respuesta a la reactivación de los principales sectores económicos, en conjunto a la normalización de las actividades bajo protocolos de bioseguridad. Con esta premisa, se concluye que la Productora Cartonera S.A. muestra un alto grado de sensibilidad ante situaciones de estrés, tanto por la coyuntura económica como por eventos externos que afectan la producción de su principal producto.

En lo concerniente a la participación que tiene la industria de papel y cartón en muchas de las actividades de cadena de valor de empresas e industrias asociadas, se la puede identificar como protagónica en la economía ecuatoriana, sus derivados tienen gran participación en la vida diaria de la población y su encadenamiento es vital para actividades por la variedad de productos que ofrece como: insumos de oficina, empaques, cajas de almacenamiento, entre otros. También es aliado para el comercio y otras industrias,

así como para los hogares en sí. Además, es una industria comprometida en fortalecer el cuidado al medio ambiente. Desde la materia prima (pulpa para papel y cartón), se generan productos para diversas áreas. Se generan insumos para la industria gráfica, para artículos escolares y de oficina, empaques y envolturas, así como papeles para uso doméstico e industrial, y una línea orientada a los papeles higiénicos suaves.

Las empresas del sector orientan sus esfuerzos hacia mostrar producciones sustentables y amigables, además de promover el reciclaje. Esta última actividad tiene un impacto social más alto que el económico, quienes se dedican a esta labor son por lo general personas de menores recursos. Esto hace que este sector tenga un gran potencial en materia de Desarrollo Sostenible, a la vez que se deben difundir los avances en este campo.

El sector donde desarrolla sus actividades Procarsa S.A., tiene como barreras de entrada: Alta inversión inicial para la instalación de una fábrica papelera, altas tasas arancelarias para la importación de maquinaria, dificultad en alcanzar contactos comerciales tanto en el mercado nacional como internacional y escaso talento humano especializado en el montaje de maquinaria, así como en el manejo y comercialización de papel. Por otra parte, la principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad, gran cantidad de regulaciones laborales, que suponen un alto coste para la empresa, y compromisos de largo plazo con clientes o proveedores. Es preciso mencionar que, para el primer trimestre de 2022 el Banco Central del Ecuador<sup>3</sup> mantiene datos reales del sector de Manufactura (excepto refinación de petróleo) por US\$ 2.031,44 millones representando el 11,57% del PIB total del Ecuador al cierre de las últimas cifras (US\$ 41.961.262,00 millones).

En el primer semestre de 2022, en razón a la reactivación de la economía mundial en conjunto al aumento del precio del crudo que, a finales de marzo del presente año superaba los US\$ 100 dólares por barril derivaron en un fortalecimiento del desempeño en la economía local, verificable en la recuperación de los principales sectores económicos del país, entre ellas el sector dedicado a la fabricación de papel y productos de papel (papel y cartón). En base a datos obtenidos del Banco Central del Ecuador, el Valor Agregado Bruto generado por la industria del papel y productos de papel es decir, papel y cartón representan el 4% del PIB total del sector de la manufactura. De tal manera, el VAB del sector aumentó en US\$ +67 millones, a corte interanual (US\$ 551 millones; 2020) hasta (US\$ 618 millones; 2021), superando los niveles prepandemia de (US\$ 594 millones; 2019).

### Perfil y Posicionamiento del Emisor

Productora Cartonera S.A. remonta su constitución al 19 de marzo de 1965, misma que fue inscrita en el Registro Mercantil el 24 de marzo del año en mención, con el objetivo de producir empaques de cartón corrugado para la exportación de banano en el país exclusivamente.

A finales de 1980 PROCARSA pasa a formar parte de la compañía exportadora de banano SATANDARD FRUIT COMPANY y se comienza a producir cajas para la exportación de banano con la denominación de DOLE. En el año 1981 se integra un grupo de inversionistas ecuatorianos iniciando una nueva etapa en la compañía, cuyo reto era convertirla en la primera industria de cartón corrugado en el país.

Para 1991 se define un plan estratégico de crecimiento, que significó el traslado de las operaciones al cantón Eloy Alfaro-Duran, nuevo polo industrial de la provincia del Guayas. En 1994, la compañía DOLE adquiere el total de las acciones de PROCARSA, integrándola a su red mundial de negocios.

En octubre del 2009, DOLE vendió las acciones de PROCARSA a la empresa Comercializadora de Cartones y Papeles SURPAPEL S.A. y a mediados del año 2010, se ejecutó un plan de modernización integral con una inversión total de US\$ 25 millones.



Procarsa S.A. es una empresa dedicada a la elaboración y comercialización de cajas de cartón corrugado, de alta calidad gráfica y estructural, que busca proporcionar de este material fundamental para el proceso productivo de varios sectores económicos a más de 450 clientes que operan en sectores industriales y agroindustriales a nivel local y extranjero.

<sup>3</sup> BCE: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/Indices/c119062022.htm>

Productora Cartonera S.A., con la finalidad de brindar un servicio con los más altos estándares de calidad a sus clientes cuenta con una planta industrial extendida a través de 67.750 metros cuadrados, misma que se ubica en el sector industrial de la provincia del Guayas y mantiene una capacidad instalada para procesar 180.000 toneladas métricas de cartón al año.

El corrugador BHS de la compañía cuenta con una capacidad instalada para procesar 12.500 tm/mes a una velocidad máxima de 750 metros lineales/min.

Puede procesar laminas en:

- Flauta E (Micro corrugado)
- Flauta B
- Flauta C
- Combinaciones

### Grupo SURPAPEL

El Grupo SURPAPEL, es una empresa líder que cuenta con una de las plantas papeleras más grandes de Sudamérica, cuyas soluciones integran servicios de reciclaje y fabricación de papel, tales como el empaque, recolección de fibra, fabricación de láminas y cajas de cartón corrugado, pre y post print, así como la recolección de materia prima para reciclado y su comercialización. La empresa promueve el proceso de creación de valor al sustituir la importación y aumentar la exportación del país.

EMPRESAS QUE CONFORMAN EL GRUPO SURPAPEL					
Empresa	Actividad Económica	Activos	Pasivos	Patrimonio	Utilidad Neta
		Cifras a diciembre 2021 (US\$)			
Productora Cartonera S.A.	Fabricación de cajas de cartón que cumple con estrictos estándares de calidad y contribuye con el desarrollo del sector exportador e industrial del país.	206.336,83	152.134,49	54.202.340	1.001.918
Surpapelcorp S.A.	Fabricación de papel con materia prima 100% reciclada y cumple con especificaciones de calidad de clase mundial.	211.696.802	174.368.083	37.328.717	19.413
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Su objeto social es la tenencia de activos de un grupo de empresas filiales y tener el control de la propiedad del grupo. Adicionalmente tiene por objeto ser una tenedora de acciones, también denominada Holding.	196.459,91	159.150,71	37.328,72	19,413
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	Reciclaje de todo tipo de cartón, papel, plástico, pet, botella de plástico, chatarra, entre otros, para su comercialización y venta al por mayor y menor de los materiales de reciclamiento e inclusive actividades de reciclaje en general.	18.197.433	12.162.556	6.034.877	269.399
Escobar Ruiz Cía. Ltda. (Cartonera Pichincha)	Elaboración de productos de cartón, su industrialización y comercialización.	4.223.037	3.855.812	367.225	-24.053
Stup S.A. y subsidiarias <sup>4</sup> (cifras a 2020)	Compra, venta, alquiler y explotación de bienes inmuebles	21.446.786	19.333.312	2.115454	79.379

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: PCR

Productora Cartonera S.A. pertenece al Grupo SURPAPEL, el cual tiene como estrategia trabajar de forma integrada en el negocio de soluciones de empaque de cartón corrugado, por lo que Productora Cartonera S.A. se dedica a la fabricación de cajas de cartón que cumple con estrictos estándares de calidad y contribuye con el desarrollo del sector exportador e industrial del país, cabe señalar que la entidad tiene como principal proveedor a Surpapelcorp S.A. Es así, como las Compañías del Grupo forman parte de diferentes eslabones de la cadena de fabricación y comercialización del cartón y empaques. La Compañía Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. no tiene mayor actividad comercial ya que es la tenedora de gran parte de las acciones de las Compañías del Grupo.

### Productos

Productora Cartonera S.A. se dedica a la fabricación de empaques de cartón corrugado con diseños variados. Los diseños están clasificados en empaques de pared sencilla y doble pared según la necesidad del cliente. Estos dos tipos de productos pueden tener distintas combinaciones de papel según el peso del producto que contenga.

Calibres de las Láminas Corrugadas			
Flauta	Arcos por pie	Altura del Arco	Gráfica
A	33+/-3	0.184 plg	
C	39+/-3	0.142 plg	
B	47+/-3	0.097 plg	
E	90+/-4	0.062 plg	
F	96+/-4	0.045 plg	

Fuente / Elaboración: PROCARSA.

<sup>4</sup> Centro de Acopio ACOPRODU S.A. – Almacenamiento y depósito para todo tipo de productos.  
Recicladores Industriales del Ecuador RECINDOR S.A. – Servicios de reciclaje de todo tipo.  
LAMISURP S.A. – Fabricación, importación y exportación de contenedores y sus complementos.

Productos PROCARSA S.A.	
Empaques de Flautas	Flautas (Altura de Onda)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Flauta E</li> <li>• Flauta B</li> <li>• Flauta C</li> <li>• Combinaciones (CB, CE, BE)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Largueros y Transversales de papel compacto</li> <li>• PAD y Refuerzos</li> <li>• Cajas Pre-impresas</li> <li>• PAD Pre-impresos en Single Face</li> <li>• Cajas de estructuras especiales en micro flauta</li> <li>• Cajas parafinadas</li> <li>• Cajas convencionales</li> </ul>
Impresión	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pre-Print</li> <li>• Post-Print</li> <li>• Offset Laminado</li> </ul>	

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Competencia

En concordancia con la información proporcionada por parte de la Productora Cartonera S.A. para finales del año 2021, la empresa mantuvo una participación de mercado entre exportaciones y doméstico del 19,3% del total de la industria nacional dedicada a realizar envíos de cartón corrugado, situándose en el segundo lugar, posterior a Cartones Nacionales S.A. CARTOPEL (25,6%) quien ocupa la primera posición; ubicando en tercer lugar a Grupo Papelero Cía. Ltda. GRUPASA (18,9%) y la diferencia del 36,1% corresponde a Incarpalm, Panasa, ICE, Cransa y Cartorama.

La ventaja competitiva que mantiene Productora Cartonera S.A. es la sinergia que existe con su relacionada SURPAPEL S.A., al ser este su proveedor de materia prima, el principal factor está dado por el ancho de máquina del molino de SURPAPEL el cual, es de la misma medida que el ancho del corrugador de PROCARSA; es decir, se eliminan completamente los desperdicios que todas las plantas cartoneras tienen. Por otra parte, al estar en el mismo complejo industrial dispone de plataformas que trasladan los rollos de Surpapelcorp hacia las bodegas de PROCARSA, esto significa un ahorro importante en gastos de transporte, y finalmente, el desperdicio DKL que produce PROCARSA es reutilizado en el proceso productivo de Surpapelcorp S.A., por tanto, existe una optimización de costos para ambas entidades.

Entre otras ventajas que mantiene el emisor se encuentran:

- La entidad posee maquinaria y equipo tecnológico pre-printer que brinda impresiones de alta gráfica en las láminas de papel previo a la elaboración del cartón.
- Excelente acabado en las cajas de cartón para embalaje de productos.
- Ejecuta pruebas de calidad y resistencia a sus productos de empaque: Pruebas de calibre, columna corta o ECT, separación por espiga, pruebas de compresión.
- Certificaciones: ISO 9001:2015, Business Alliance for Secure Commerce (BASC), FSC y FSSC.
- Licencia Ambiental para la ejecución del proyecto "Planta de Producción de Cajas de Cartón Corrugado" otorgado por el Ministerio del Ambiente.

### Plan Estratégico

Productora Cartonera S.A. mantiene como visión ser la primera opción para los participantes de la industria cartonera, creando valor para el grupo de interés, mediante un modelo de gestión eficiente, rentable, sustentable, sostenible y socialmente responsable, capaz de adaptarse a un entorno cambiante.

Por tanto, ha definido los siguientes objetivos:

- Satisfacer los requerimientos acordados con los clientes, partes interesadas pertinentes y legales, reglamentarios o a los que se suscriba voluntariamente Productora Cartonera S.A.
- Brindar las condiciones de administración y operatividad basados en la gestión del riesgo, control de agentes laborales y peligros, con el objetivo de vigilar y controlar los riesgos relacionados a la calidad, inocuidad, seguridad y salud ocupacional, 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, y así, lograr la satisfacción de los clientes y la seguridad de los procesos y productos.

Adicionalmente, se han definido los siguientes indicadores específicos con sus respectivas metas, considerando lo transcurrido por la pandemia covid-19, y otros eventos externos que afectaron a sus resultados:

- Cumplimiento de entrega de producto (98%)
- Cumplimiento legal (100%)
- Medir la cantidad de desperdicio controlable en 5%
- Reducir números de reclamos
- Realizar una revisión anual de riesgos operacionales
- Realizar una revisión de información documental
- Disminuir el ausentismo

- Realizar el cumplimiento de asignación de presupuesto anual a los sistemas de gestión

#### Análisis FODA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>Importantes clientes estratégicos del sector exportador.</li> <li>Productos de calidad con amplio reconocimiento en el mercado.</li> <li>Innovación en las materias primas por parte de su relacionada SURPAPEL CORP.</li> <li>Jefaturas operativas con suficiente conocimiento.</li> <li>Integración de los sistemas de gestión del Grupo.</li> <li>Óptimo tiempo de reacción ante pedidos urgentes.</li> <li>Suficiente capacidad instalada para crecimiento.</li> <li>Materia Prima disponible de manera inmediata por parte de SURPAPEL CORP.</li> <li>Equipo de última generación en imprenta y corrugadora.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Incremento de las exportaciones directas (clientes del exterior) e indirectas (clientes exportadores), situación congruente con la visión y normativa del gobierno actual.</li> <li>Continua expansión de mercado locales e internacionales.</li> <li>Continua mejora de los procesos operativos</li> <li>Mejoras en la planificación de producción y despacho de mercadería.</li> </ul>
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>Procesos burocráticos.</li> <li>Deficiencia en la planificación de la reparación de maquinaria y tiempo de cambio en imprentas.</li> <li>Dependencia de proveeduría de materia prima por parte de su relacionada.</li> <li>Deficiencia en la gestión ambiental.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Crecimiento de la competencia en su capacidad instalada.</li> <li>Reducción del precio de venta de la competencia.</li> <li>Exigencias de los clientes en sus productos y oportunidad de entrega.</li> <li>Crisis económica y financiera local y global.</li> </ul>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

#### Gobierno Corporativo

##### **Producto del análisis efectuado, PCR considera que Productora Cartonera S.A. mantiene prácticas de Gobierno Corporativo.**

Productora Cartonera S.A. es una empresa que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. A la fecha de corte, la empresa Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. mantiene la mayor composición accionaria con el 74,98%, seguido de la empresa holandesa International Packaging Systems (PROCARSA) B.V. con el 20,00%, mientras que el 5,02% restante corresponden al Señor Illingworth Guerrero Oscar Antonio. Cabe señalar, que los accionistas gozan de los mismos derechos y obligaciones y a través de la Gerencia Financiera se realiza la comunicación con los mismos.

Accionista	Nacionalidad	Participación %	Cantidad
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Ecuador	74,98%	20.662.638,00
International Packaging Systems (PROCARSA) B.V.	Holanda	20,00%	5.511.794,00
Illingworth Guerrero Oscar Antonio	Ecuador	5,02%	1.384.534,00
	<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>27.558.966,00</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: PCR

De acuerdo con la encuesta sobre las prácticas de gobierno corporativo de la institución, se registra que la Compañía cuenta con un Reglamento de la Junta General de Accionistas que fue aprobado y promulgado en el Registro Oficial, no se permite a los accionistas incorporar puntos a debatir en las Juntas y si pueden delegar de voto según lo establecido en el reglamento. Por su parte, la convocatoria se realiza conforme lo establece el estatuto en 8 días calendario.

Por otro lado, el emisor no posee un Reglamento del Directorio ni cuenta con una definición y/o criterios para la selección de directos independientes, aunque se destaca que sus miembros tienen una vasta experiencia. Mientras que, sí realiza el seguimiento y control de potenciales conflictos de interés al interior del Directorio, pero no cuenta con un procedimiento formal. A continuación, el detalle de los miembros:

Nombre	Cargo en el Directorio	Áreas de especialización*	Experiencia** (años)
Oscar Illingworth Guerrero	Director Principal	Ingeniero Industrial	23 años
José Millán Abadía	Director Principal	Ingeniero Industrial	40 años
Damián Baeza García	Director Principal	Licenciado	23 años
Carlos Condo Morán	Director Principal	CPA	23 años
Cecilia Sierra Morán	Director Principal	Abogada	20 años
Gregorio Mindiola de la Torre	Director Principal	CPA	23 años
Walter Marholz Aranguiz	Director Principal	Ingeniero Civil	23 años

\* Se refiere a la formación profesional y/o al área de especialización de la persona.

\*\* Se refiere al número de años de experiencia de la persona como miembro de un Directorio, ya sea el de la propia organización o en otras organizaciones.

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Adicionalmente, el emisor cuenta con políticas de gestión de riesgo laboral, un área de auditoría interna que reporta al Directorio y una política de información, pero no ha sido aprobada formalmente. Además, se rige bajo las políticas generales que conforman el gobierno corporativo del Grupo SURPAPEL, aunque no difunde los avances realizados en dicho tema. Por todo lo expuesto, se observa un manejo bueno del gobierno corporativo por parte de la empresa.

### Colaboradores de Procarsa

Al mes de noviembre 2022, Productora Cartonera S.A. presenta un total de 546 colaboradores distribuidos en diferentes áreas, las dos áreas principales son Producción, misma que conlleva el 85,53% del total y el remanente 14,47% corresponde al área de Administración, dentro de las cuales se encuentran divisiones como: Contabilidad, Auditoría, Compras, Crédito y Cobranza, entre otros y se mantiene una política de evaluación de desempeño de sus colaboradores que se realizará una vez al año de manera obligatoria. A continuación se presenta un detalle:

Áreas	Colaboradores por Área
Producción	467
Administración	79
<b>Total general</b>	<b>546</b>

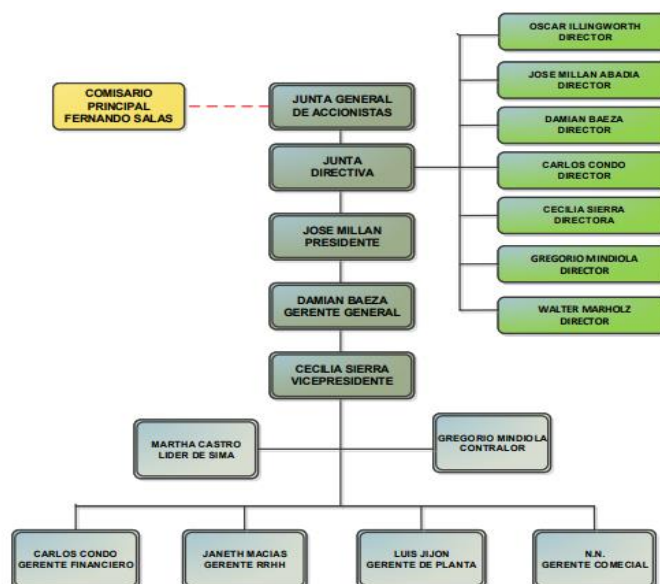
Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

La plana gerencial de la empresa se compone de la siguiente manera:

Plana Gerencial			
Nombre	Cargo	Tiempo en el Cargo	Profesión
Damián Baeza García	Gerente General	4 años	Licenciado
José Anuar Millán Abadía	Presidente	6 años	Ingeniero Industrial
Cecilia del Carmen Sierra Morán	Vicepresidenta	5 años	Abogada
Luis Enrique Jijón Wilson	Gerente de Planta	10 años	Ingeniero
Jannett del Rocío Macías Yépez	Gerente RRHH	4 años	Ingeniera
Gregorio Vicente Mindiola de la Torre	Controlador Corporativo	2 años	CPA
Carlos Luis Condo Moran	Gerente Financiero	2 años	CPA / MBA

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

A continuación, el detalle de la Estructura Organizacional de la empresa:



Fuente / Elaboración: PROCARSA

Las empresas del Grupo SURPAPEL utilizan el sistema contable SAP BUSINESS ONE 9.3, una solución integrada de planificación de recursos empresariales (ERP) para pequeñas y medianas empresas.

Productora Cartonera S.A. también registra participación accionaria en otras empresas:

Participación de Productora Cartonera S.A. en el capital de otras sociedades			
Nombre de Compañía	Monto Invertido (US\$)	% de Participación	Relación Estratégica
Hidroalto Generación de Energía S.A.	1.000,00	0,004%	Suministro de Energía
Escobar Ruiz C. L.	78.030,00	45,00%	Comercial
Surpapelcorp S.A.	305.882,00	0,61%	Proveedora de Bobinas de Papel

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Responsabilidad Social

**Producto del análisis efectuado, PCR considera que Productora Cartonera S.A. mantiene prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.**

De acuerdo con la encuesta realizada sobre responsabilidad social, Productora Cartonera S.A. ha identificado a sus grupos de interés y ha realizado un proceso formal de consulta en el que se han definido estrategias de participación con los mismos, detalladas a continuación:

- **Partes interesadas externas:** Se identifica a la comunidad Brisas de Procarsa y Brisas de Santay. A dichas comunidades se les realizan procesos formales de consulta mediante censos, mesas de diálogo, en forma periódica. Adicionalmente, dentro de plan de participación de las partes interesadas externas del Grupo Surpapel, se mencionan como principales estrategias los planes de trabajo social anuales.
- **Partes interesadas internas:** Se realizan encuestas de clima laboral.

Adicionalmente, la organización cuenta con programas y políticas formales que promueven el uso eficiente de los recursos, estos incluyen:

- Política de Eficiencia energética con fecha de aprobación diciembre 2020.
- Su principal proveedor SURPAPEL CORP se dedica 100% al reciclaje, por tanto, la materia prima es 100% reciclada.
- En cuanto al consumo racional del agua, la entidad mantiene una Política Socio Ambiental, con revisión al 29 de octubre del 2019.

La Compañía no ha sido objeto de multas o sanciones en materia ambiental.

El sector cartonero, a su vez, se ve comprometido con el sector agroexportador al cubrir estos la mayor proporción de la demanda de empaques de cartón, por lo tanto, depende de las regulaciones de interés agrícola y pesquero como la Ley de Pesca y Desarrollo Pesquero y la Ley de Desarrollo Agrario. Cabe mencionar que las restricciones comerciales que enfrenta el sector agroexportador dadas las barreras no arancelarias como el reforzamiento de control sanitario a raíz de la pandemia de COVID-19 y la protección de productores nacionales han implicado una disrupción en el flujo exportador del país y afectado la demanda de las cajas de cartón.

La compañía Productora Cartonera S.A., además, está sujeta a regulaciones y controles de numerosos cuerpos legales del país que velan por el cumplimiento de normas y procesos según sus distintas áreas de interés. Entre estas entidades públicas destacan: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio de Relaciones Laborales, Ministerio de Salud, Normativas Municipales, Servicio de Rentas Internas y Defensoría del Pueblo. Así como las disposiciones generales vigentes previstas en la Constitución de la República del Ecuador en referente a la Gestión Integral de Residuos Sólidos, prevención de contaminación y la Ley de Gestión Ambiental que establece los principios y directrices de la política ambiental, instrumentos de control y prevención.

#### **Incendio en Planta Durán<sup>5</sup>**

El 2 de noviembre de 2020, en horas de la noche ocurrió un incendio en el área de bodega de materia prima y/o en el área de máquina pre-print de Productora Cartonera S.A., ocasionando un daño de US\$ 51,99 millones, dicha situación mantuvo sin operar aproximadamente 15 días a la entidad, sin embargo, el 27 de noviembre del mismo año arranca nuevamente la máquina corrugadora BHS, y se normaliza el suministro de láminas de cartón.

Con fecha 3 de noviembre del 2020, Productora Cartonera S.A. notificó el siniestro a su compañía de seguros Zurich Seguros Ecuador S.A., por intermedio del bróker y adicionalmente remitió la denuncia ante la Fiscalía. El 29 de noviembre, fue dirigido a Zurich Seguros Ecuador S.A. y GP Ajustadores Asociados S.A. por parte del bróker, los documentos requeridos para continuar con el proceso de liquidación, reconfirmando la veracidad y autenticidad de la evidencia proporcionada sobre el incidente.

El 16 de diciembre del 2020 Productora Cartonera S.A. mediante un oficio dirigido a Zurich Seguros Ecuador S.A. solicita un anticipo de US\$20 millones por concepto de indemnización parcial de los daños, como pago a cuenta de la indemnización total que finalmente les corresponde. La Compañía aduce que los daños ocasionados por el incendio están cubiertos por la garantía todo riesgo incendio y/o rayo, de las pólizas contratada por la Compañía el 7 de enero del 2020 con vigencia desde el 25 de diciembre del 2019 hasta el 25 de febrero del 2021.

Zurich Seguros Ecuador S.A., remite el acta de finiquito del reclamo, por el valor de US\$ 2,7 millones y a su vez establece una demanda a través de procedimiento voluntario de pago por consignación, en contra de Productora Cartonera S.A. manifestando principalmente que el incendio todavía está siendo investigado,

<sup>5</sup> La información proporcionada sobre este suceso se recogió del informe de Auditoría externa de Productora Cartonera S.A. con corte Diciembre 2020, mismo que fue elaborado por Moore & Asociados Cía. Ltda.

y que la evidencia que han logrado recabar indica que el incendio se produjo, aparentemente, por el acto de un tercero con el ánimo de causar daño, constituyéndose según la póliza, un daño malicioso o mal intencionado. Este valor fue rechazo por Productora Cartonera S.A. y por su bróker.

Productora Cartonera S.A. contesta la demanda interpuesta por la Compañía de Seguros, sosteniendo principalmente que, en ninguna parte de la demanda, Zurich Seguros Ecuador S.A. confirma plenamente que el siniestro hubiera sido provocado y quien determina aquello es un fiscal, un juez o un tribunal de arbitraje. Con fecha 17 de febrero del 2021, mediante informe denominado "inspección de campo y documental emergencia mayor por incendios Productora Cartonera S.A." elaborado por un asesor y consultor externo en sistemas contra incendios se concluye que la causa es indeterminada, ante la definición que no se puede probar en forma concluyente, cual ha sido la causa del incendio, por tanto, se da por terminada la investigación del incendio.

El 19 de febrero del 2021 Productora Cartonera S.A. ingresa el reclamo administrativo a la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros en el cual se solicita que se ordene a la compañía Zurich Seguros Ecuador S.A. cancelar la indemnización por los daños sufridos por la Compañía al amparo de las coberturas contenidas en las pólizas contratadas por la cantidad de US\$ 51,99 millones, la Dirección Nacional de Normativa y Reclamos admitió el reclamo presentado por Productora Cartonera S.A., y solicitó a Zurich Seguros Ecuador S.A. que presente sus descargos. La Compañía de Seguros, en base a su evidencia recopilada a través de un informe forense de una firma norteamericana emitido el 14 de diciembre del 2020, estableció que, técnicamente el incendio fue provocado, y que la causa próxima sería el acto malicioso de un tercero. Al igual el informe del ajustador contratado el cual estima que el caso se enmarcaría en los términos y condiciones de la cobertura otorgada por la póliza para el amparo adicional de motín y huelga, daño malicioso, sabotaje y terrorismo. Por lo cual, solicita al ente regulador, inhibirse de continuar tramitando este reclamo.

El 1 de abril del 2021 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a través de la Dirección Nacional de Normativa y Reclamos, notifica a la Compañía que establece principalmente: "La lectura de las cláusulas contractuales de la póliza Multirriesgo Industrial y Comercial, no se ha detallado ni definido el momento o las circunstancias que determinen que un acto tenga características maliciosas". Que la compañía Zurich Seguros Ecuador S.A., intenta probar el daño malicioso con un informe de un perito calificado por el consejo de la Judicatura. Sin embargo, en las conclusiones de este informe no se determina en lo absoluto, que el incendio se haya producido por algún acto malicioso de tercera persona". "Que la compañía de Seguros Zurich Seguros Ecuador S.A. en su afán de determinar las causas del siniestro, designó a GP Ajustadores Asociados S.A., quien elaboró un informe dirigido a la compañía de seguros, en la cual la SCVS observa una evidente contradicción, pues, por un lado, indica que el origen del incendio es el acto malicioso de terceras personas, pero por otro que la Fiscalía General del Estado prosigue con las investigaciones a fin de determinar las causas reales del incendio".

La Dirección Nacional de Normativa y Reclamos, acepta el reclamo administrativo presentado por Productora Cartonera S.A. en contra de Zurich Seguros Ecuador S.A., resolviendo que se pague a favor de la Compañía la cantidad de US\$ 40.259.177 que es el valor de los daños determinados por el perito ajustador de siniestros, en base de la póliza Multirriesgo Industrial y Comercial, por concepto de daños generados como consecuencia del incendio ocurrido en las instalaciones de la asegurada, así como el lucro cesante que sufrió como consecuencia de dicho evento, otorgando un plazo de 10 días contados a partir de la notificación de la resolución.

El 23 de abril del 2021, Productora Cartonera S.A., interpone el Recurso de apelación a la resolución en la cual adjuntan los correspondientes soportes legales, solicitando que se califique y admita a trámite el recurso de apelación presentado con la documentación entregada, a fin de revocar la resolución dictada en referencia al no pago de la suma de US\$ 11,70 millones.

Con fecha 23 de diciembre del 2021, las compañías PRODUCTORA CARTONERA S.A. y ZURICH SEGUROS ECUADOR S.A. suscribieron un Acuerdo Transaccional en donde las partes decidieron terminar sus controversias derivadas de la aplicación de la cobertura contratada en la Póliza Multirriesgo y el monto de la indemnización del Siniestro producido en las instalaciones de la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A. el 2 de noviembre del 2020. Al cierre del mes de diciembre recibió de la compañía de seguros un anticipo por el valor de US\$ 1,01 millones.

Al cierre del mes de enero del 2022 no se habían cumplido las condiciones necesarias para obtener el pago de la indemnización, es decir, no se habían ejecutoriado la totalidad de las providencias judiciales y resoluciones administrativas correspondientes. Adicionalmente, El 11 de febrero del 2022 la empresa recibió el pago de US\$ 2.700.000,00 millones correspondiente al cheque entregado por la compañía Zurich dentro del Juicio de Consignación, el cual fue entregado en esa fecha luego de los desistimientos correspondientes de cada parte. El 16 de Febrero del 2022, se recibió el pago de US\$ 15.185.261,65 como otro abono luego del cumplimiento de los desistimientos efectuados. El Contrato Transaccional y Finiquito antes referido, tiene la calidad de reservado y confidencial pero es importante anotar que el valor de la

indemnización acordada en el Acuerdo Transaccional es superior al 50% del valor del resolución administrativa que indicaba un monto a pagar de US\$ 40.259.177 millones.

Es importante señalar que, de acuerdo con información proporcionada por el Emisor, el monto recibido se ha utilizado en pago a proveedores de papel, amortización de obligaciones bursátiles y financieras; sin embargo, de acuerdo con la confidencialidad por los términos del Acuerdo transaccional entre ambas partes no ha sido proporcionada el monto real a la Calificadora.

## **Análisis de Situación Financiera**

### **Calidad de Activos**

La institución al mes de noviembre 2022 mantiene activos valorados en US\$ 212,62 millones incrementándose a corte interanual en +2,10% (US\$ +4,37 millones); señalando que la variación porcentual promedio es de 8,88% (2017-2021). La conducta anual efectuada, responde al dinamismo de los activos corrientes (+1,12%; US\$ +1,42 millones) debido al aumento de los inventarios (+13,49%; US\$ +4,81 millones) y anticipos a proveedores (+188,04%; US\$ +8,31 millones), pese a la contracción del efectivo (-16,61%; US\$ -1,45 millones), cuentas por cobrar (-9,77%; US\$ -3,70 millones), otras cuentas por cobrar (-57,10%; US\$ -4,63 millones), cuentas por cobrar partes relacionadas (-5,55%; US\$ -923,82 mil) correspondiente a los clientes relacionados locales y cuentas por cobrar anticipados relacionados SAP; asimismo, se encuentran los impuestos por recuperar (-8,16%; US\$ -770,02 mil), activos disponibles para la venta (-3,34%; US\$ -167,78 mil) y otros activos corrientes (-9,70%; US\$ -57,24 mil). Finalmente, se observa que, los activos corrientes a la fecha de corte totalizan en US\$ 127,89 millones representando el 60,15% del total de los activos.

A la fecha de corte, los activos no corrientes representan el restante 39,85% del total de activos registrados, al contabilizar US\$ 84,73 millones, aumentando interanualmente en +3,61% (US\$ +2,95 millones) debido al aumento de las cuentas por cobrar partes relacionadas a largo plazo en (+26,99%; US\$ +1,18 millones) seguido por las propiedades y equipos (+2,86%; US\$ +2,12 millones) conservando el mismo monto de inversiones en asociadas (US\$ 2,60 millones) sin experimentar una variación anual. Sin embargo, presenta una disminución de otros activos no corrientes (-79,64%; US\$ -358,58 mil) correspondiente al comportamiento interanual de activos intangibles, pallets y un fideicomiso de garantía de Procarsa.

Acorde al detalle de las cuentas por cobrar clientes remitida por el emisor, a la fecha de corte con corte totaliza en US\$ 46,48 millones sin considerar provisiones (US\$ 8,37 millones), dando como resultado una mayor concentración en los clientes no relacionados locales con 84,11% (US\$ 39,10 millones), seguido por los clientes relacionados locales con 8,63% (US\$ 4,01 millones) concluyendo con clientes no relacionados del exterior con 7,26% (US\$ 3,37 millones).

En cuanto a la cartera vencida de noviembre 2022, representan el 55,78% del total de la cartera comercial, en tanto que el 44,22% corresponde a la cartera por vencer; registrando un indicador de morosidad a noviembre 2022 de 44,89% (considerando cartera vencida mayor a 61 días) decreciendo interanualmente en -5,08% con respecto a noviembre 2021 (39,82%).

A la fecha de corte, la cobertura de la cartera vencida mayor a 61 días registra 40,09% considerando provisiones por (US\$ 8,37 millones). Adicionalmente, el 70,73% de la cartera vencida se encuentran en el rango superior a 180 días, hecho que podría representar un riesgo para el emisor al contemplar dichas operaciones son consideradas de alta dificultad para su recuperación.

<b>Cartera Comercial (US\$)</b>			
<b>Descripción / Período</b>		<b>nov-21</b>	<b>nov-22</b>
<b>Cartera Por Vencer</b>		<b>25.775.144</b>	<b>20.556.135</b>
<b>Cartera Vencida</b>	0-30 días	3.449.381	4.335.963
	31-60 días	363.897	724.855
	61-90 días	1.085.871	1.245.391
	91-180 días	2.744.894	1.282.400
	más de 180 días	15.743.778	18.340.228
<b>Total Cartera Vencida</b>		<b>23.387.821</b>	<b>25.928.837</b>
<b>Provisiones</b>		7.681.783	8.366.236
<b>Total Cartera Comercial</b>		<b>49.162.965</b>	<b>46.484.972</b>
<b>Total de Cuentas por Cobrar Netas</b>		<b>41.481.182</b>	<b>38.118.736</b>
<b>Morosidad</b>		<b>39,82%</b>	<b>44,89%</b>
<b>Cobertura</b>		<b>39,24%</b>	<b>40,09%</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Las políticas de crédito y cobranzas para las empresas del Grupo SURPAPEL tienen como objetivo brindar un servicio con altos niveles de eficiencia a través de planes y acciones estratégicas para poder mantener una adecuada cartera de clientes y contribuir con las necesidades de la empresa. Adicionalmente, establecen los lineamientos que permitirán al área comercial y al departamento de crédito y cobranza negociar con sus clientes con la finalidad de mantener una cartera sana y confiable.

- Todo cliente nuevo inicia la relación comercial al contado (excepto clientes AAA, sin embargo, deben de tener los documentos respectivos para análisis y archivo de carpeta).
- Todo cliente al contado debe cancelar el 100% del pedido solicitado. Una vez confirmado el pago se aprobará producción y despacho.
- El ejecutivo comercial debe ser responsable de informar al departamento de crédito y cobranzas la cancelación de las ventas al contado para proceder a aprobar los pedidos respectivos.
- El tiempo mínimo para que el cliente solicite días crédito es de 6 meses de relación comercial, posterior a ello se realizará un análisis y evaluación y de acuerdo con su historial crediticio y demás parámetros, se concederá de 8 a 15 días de crédito con cheque post fechado al vencimiento.
- De acuerdo con el comportamiento crediticio del cliente y de acuerdo con sus necesidades y volumen de compra, el cliente puede solicitar ampliación de días de crédito. Los días de crédito que pueden ser aprobado son: 21 – 30 – 45 – 60 – 90 y 120 días.
- Las formas de pagos son: mediante cheque o transferencias bancarias.
- Para acceder al crédito, el cliente debe estar en lista blanca en el SRI y Superintendencia de Compañías y se debe solicitar cupo Coface<sup>6</sup>. De no ser aceptado por la aseguradora, se debe hacer firmar un Pagaré por el monto proyectado de ventas al cliente.
- El límite máximo de vencimiento es 60 días; es decir, que se informará al cliente que la cartera se encuentra asegurada y si el cliente no ha cumplido un plan de pagos; la Compañía solicitará a Coface el siniestro de la cuenta. El cliente puede solicitar renegociar la deuda, esta petición será revisada y analizada por el comité de Crédito, con una aprobación mayor al 50% de votos.

En referencia al registro contable interno de la empresa, los anticipos a proveedores (US\$ 12,73 millones) aumentan en (+188,04%; US\$ +8,31 millones), dicha conducta obedece a la expansión nominal de los anticipos proveedores en el exterior SAP por (US\$ +9,45 millones).

Mientras que, otras cuentas por cobrar decrecen en (-57,10%; US\$ -4,63 millones) por las cuentas por cobrar de seguro de siniestros se ha reducido en US\$ -3,57 millones de acuerdo con el Acta Transaccional con la Aseguradora Zurich.

Por su parte, los inventarios totalizan US\$ 40,46 millones a noviembre 2022, aumentando interanualmente en +13,49% (US\$ +4,81 millones), a causa de la mejora en el desempeño de las ventas, hecho que ha permitido una rotación del inventario más favorable. De tal manera que, la rotación de días del inventario cuenta con un promedio de 75 días disminuyendo en 10 días frente a su similar periodo del año pasado (85 días) definiendo la velocidad en que la empresa convierte sus inventarios en ventas; considerando que, históricamente el promedio alcanza los 82 días (2017-2021).

En lo referente a las cuentas por cobrar relacionadas de Productora Cartonera S.A. consolidadas (corto y largo plazo) contabilizan US\$ 21,28 millones con una participación del 10,01% (consolidado) sobre el total de activos. De manera independiente, las cuentas por cobrar relacionadas a corto plazo decrecen en -5,55% (US\$ -923,82 mil) a corte interanual, debido a la variación de la cuenta correspondiente a Surpapelcorp S.A. (US\$ -2,62 millones) y Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. (US\$ -2,05 millones).

Con relación a las cuentas por cobrar relacionadas al largo plazo se encuentra únicamente la cuenta de Surpapelcorp S.A. que aumenta en (US\$ +1,18 millones). Por último, existe un incremento consolidado del total de cuentas por cobrar relacionadas de US\$ +259,77 mil. A continuación se presenta un detalle:

Cuentas por Cobrar Relacionadas Totales (US\$)				
Cliente	nov-21	nov-22	Variación (US\$)	Participación 2022 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	5.564.676,37	5.823.863,67	259.187,30	27,36%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	51.321,97	2.097.966,44	2.046.644,47	9,86%
Soluciones de Empaques Sde S.A.	1.593.229,70	1.593.229,70	-	7,49%
Surpapelcorp S.A.	8.384.122,73	5.766.075,64	-2.618.047,09	27,09%
Soluempaqués S.A.	262.956,36	433.831,48	170.875,12	2,04%
Selap S.A.	782.478,16	-	-782.478,16	0,00%
<b>Total cuentas por cobrar relacionadas Corto Plazo</b>	<b>16.638.785,29</b>	<b>15.714.966,93</b>	<b>-923.818,36</b>	<b>73,83%</b>
Surpapelcorp S.A.	4.385.630,46	5.569.217,93	1.183.587,47	26,17%
<b>Total cuentas por cobrar relacionadas Largo Plazo</b>	<b>4.385.630,46</b>	<b>5.569.217,93</b>	<b>1.183.587,47</b>	<b>26,17%</b>
<b>Total cuentas por cobrar relacionadas</b>	<b>21.024.415,75</b>	<b>21.284.184,86</b>	<b>259.769,11</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Acorde a la composición del activo no corriente de Procarisa, la cuenta propiedades, planta y equipo pondera con el 90,25% sobre el total de activos no corriente al totalizar US\$ 76,47 millones a la fecha de corte. En tanto que, la diferencia del activo no corriente se distribuye a través de cuentas por cobrar relacionadas a largo plazo con el 6,57% (US\$ 5,57 millones), inversiones en asociadas (3,07%; US\$ 2,60 millones) y otros activos no corrientes (0,11%; US\$ 92 mil).

<sup>6</sup> La cartera de clientes del Grupo está cubierta por la aseguradora Coface, con la finalidad de incrementar las probabilidades de tomar decisiones de crédito acertadas y maximizar las posibilidades de éxito, protegiéndolos a tiempo frente al riesgo financiero inherente a la actividad de la empresa.

Considerando la naturaleza del negocio, el emisor realizó proyecciones de CAPEX en diferentes equipos, maquinaria, herramientas entre otros considerando de igual manera la mano de obra necesario para el respectivo montaje y así cumplir adecuadamente con su producción estimada.

Proyección CAPEX (US\$)					
Período	2021	2022	2023	2024	2025
Monto	3.502.619,05	2.752.619,05	3.402.619,05	3.202.619,05	2.952.619,05

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Pasivos

Productora Cartonera S.A. registra pasivos por US\$ 154,59 millones, donde decrece interanualmente en -0,17% (US\$ -261,92 mil) debido a la contracción en el pasivo no corriente, cuyo monto disminuye en -12,81% (US\$ -10,34 millones) motivado por la reducción en cuentas por pagar proveedores (-20,93%; US\$ -2,65 millones), otras cuentas y documentos por pagar largo plazo (-16,07%; US\$ -971,97 mil), obligaciones financieras largo plazo (-12,23%; US\$ -7,22 millones) pese al aumento en obligaciones por beneficios definidos (+16,79%; US\$ +503,27 mil).

En tanto que, los pasivos corrientes contabilizan US\$ 84,20 millones, incrementándose en +13,60% (US\$ +10,08 millones). Cabe indicar que, la variación histórica registra un promedio creciente de +16,28% (2017-2021); situación que se ha originado por un mayor financiamiento de terceros necesario para el capital de trabajo de la empresa.

A nivel estructural, los pasivos evidencian una mayor concentración en los pasivos corrientes con el 54,47% (US\$ 84,20 millones) del total general, a su vez el 45,53% (US\$ 70,39 millones) se atribuye al pasivo no corriente. Consecuentemente, la subcuenta proveedores corto plazo cuenta con el 34,39% (US\$ 53,17 millones) de participación, seguido por las obligaciones financieras a largo plazo con 33,50% (US\$ 51,79 millones), otras cuentas por pagar representan el 7,65% (US\$ 11,83 millones), proveedores a largo plazo figuran con 6,48% (US\$ 10,02 millones), las obligaciones emitidas corto plazo con el 4,84% (US\$ 7,48 millones) y la diferencia del 13,14% (US\$ 13,27 millones) corresponde a cuentas por pagar relacionadas corto plazo, obligaciones financieras corto plazo, otras cuentas y documentos por pagar largo plazo y obligaciones por beneficios definidos. Cabe añadir que, la subcuenta otras cuentas por pagar en su registro del balance contempla pasivos acumulados por pagar (US\$ 11,54 millones) y otras obligaciones no bancarias (US\$ 282,71 mil).

A la fecha de corte, el emisor conserva como su principal fuente de fondeo la deuda financiera; por tal motivo, su promedio histórico es creciente +21,19% (2017-2021). A noviembre 2022 y, acorde a la agrupación contable interna del emisor, la deuda financiera total incluye las obligaciones financieras y las obligaciones emitidas que contabilizan US\$ 66,31 millones, cifra que se distribuye a través de la porción a largo plazo con 78,10% (US\$ 51,79 millones) y el restante 21,90% (US\$ 14,52 millones) se encuentra en el corto plazo.

Con esta premisa, la deuda financiera de Procarisa S.A. registra una disminución de -3,63% (US\$ -2,50 millones), comportamiento que responde al descenso de la deuda de largo plazo (-12,23%; US\$ 7,22 millones), pese al incremento de la deuda de corto plazo (+48,13%; US\$ 4,72 millones).

Además, el endeudamiento se concentra en las obligaciones bancarias con el 74,85% y el restante 25,15% corresponde a los instrumentos del mercado de valores, los cuales a noviembre 2022 incluyen la, VIII, IX y X emisión de obligaciones. De acuerdo con la información proporcionada por el emisor, se presenta un detalle consolidado de la deuda bancaria y con mercado de valores vigente a la fecha de corte:

Detalle de Deuda Financiera a noviembre 2022				
Obligaciones Bancarias				
Entidad Financiera	Saldo del Préstamo	Corto Plazo	Largo Plazo	
Institución 1	7.041.532,60	7.041.532,60	-	
Institución 2	1.337.000,00	1.337.000,00	-	
Institución 3	662.193,04	108.440,28	553.752,76	
Institución 4	32.080.899,24	3.005.012,20	29.075.887,04	
Institución 5	2.962.125,55	2.962.125,55	-	
Institución 6	2.104.229,92	4.835,17	2.099.394,75	
Institución 7	2.292.246,36	57.647,69	2.234.598,67	
Institución 8	1.152.261,61	-	1.152.261,61	
<b>Total</b>	<b>49.632.488,32</b>	<b>14.516.593,49</b>	<b>35.115.894,83</b>	
Mercado de Valores				
Entidad Financiera	Saldo en Circulación	Corto Plazo	Largo Plazo	
VIII Emisión de Obligaciones	3.060.337,49	-	3.060.337,49	
IX Emisión de Obligaciones	2.105.582,00	-	2.105.582,00	
X Emisión de Obligaciones	11.508.000,00	-	11.508.000,00	
<b>Total</b>	<b>16.673.919,49</b>	<b>-</b>	<b>16.673.919,49</b>	
<b>Total de Deuda</b>	<b>66.306.407,81</b>	<b>14.516.593,49</b>	<b>51.789.814,32</b>	

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

A noviembre 2022 las cuentas por pagar a proveedores totalizan en US\$ 63,19 millones, considerando el valor total del corto y largo plazo, conservando mayor concentración en el corto plazo con el 84,14% (US\$ 53,17 millones) de representatividad, mientras que el 15,86% (US\$ 10,02 millones) corresponde al largo plazo. De tal manera que, la rotación de días de cuentas por pagar a proveedores, se ubica en 99 días, presentando un incremento de 8 días frente a noviembre 2021 (91 días), figurando con un indicador promedio de rotación de los últimos cinco años (78 días; 2017-2021). En otro sentido, los días de rotación de cuentas por cobrar comerciales, se sitúan en 54 días, reduciendo su promedio en 24 días frente al año anterior (78 días). Con el comportamiento analizado, se evidencia un progreso en el plazo de cobranza del emisor con sus clientes no relacionados.

Las cuentas por pagar partes relacionadas del corto plazo contabilizan US\$ 4,69 millones, cifra que se contrae en -57,08% (US\$ -6,24 millones) en un comparativo anual. A nivel estructural, está compuesta por obligaciones pendientes con su relacionada SURPAPEL CORP por US\$ 5,45 millones y por Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. con US\$ 1,21 millones; de tal modo que, los días de cuentas por pagar relacionadas se sitúan en 9 días al finalizar noviembre 2022, decreciendo en 17 días frente a noviembre 2021 (26 días).

Cuentas por pagar relacionadas (US\$)				
Cliente	nov-21	nov-22	Variación (%)	Participación 2022 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.	1.214.782,01	1.214.782,01	0,00%	-25,91%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	-723.923,34	-308.266,08	-57,42%	6,57%
SELAP S.A.	-780.403,33	-84.019,02	-89,23%	1,79%
Soluciones de Empaques SDE S.A.	-	-	-	0,00%
Soluempaques S.A.	-109.220,33	-60.460,92	-44,64%	1,29%
Surpapelcorp S.A.	-10.524.960,80	-5.450.511,23	-48,21%	116,25%
<b>Total cuentas por pagar relacionadas</b>	<b>-10.923.725,79</b>	<b>-4.688.475,24</b>	<b>-57,08%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Al cierre de noviembre 2022, el emisor ha dado cumplimiento a las obligaciones con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y Servicio de Rentas Internas.

#### Saporte Patrimonial:

Productora Cartonera S.A. registra un valor total de patrimonio por US\$ 58,03 millones, tras incrementar interanualmente en (+8,68%; US\$ +4,63 millones), conducta que se relaciona con la tendencia creciente histórica, cuyo indicador promedio es 6,26% (2017-2021). El comportamiento anual suscitado, responde al dinamismo de los resultados acumulados<sup>7</sup> (+21,70%; US\$ +4,53 millones) y en menor medida de las reservas (+2,02%; US\$ +100,19 mil). Cabe señalar que, el capital social de Procarisa S.A. se ha mantenido estable durante los últimos cinco períodos por un monto de US\$ 27,56 millones (2017-2021) incluyendo el presente corte en revisión. En cuanto a la composición general de la cuenta, se observa que el capital social se posiciona como la subcuenta de mayor peso con el 47,9%, seguido de los resultados acumulados (43,80%) concluyendo con el (8,71%) de las reservas.

En lo referente a la posición accionarial de la Productora Cartonera S.A. al finalizar noviembre 2022 Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. conlleva el mayor peso con 74,98% seguido por el 20,00% perteneciente a International Packaging Systems (PROCARSA) B. V, para finalizar con el 5,02% correspondiente al Sr. Illingworth Guerrero Oscar Antonio.

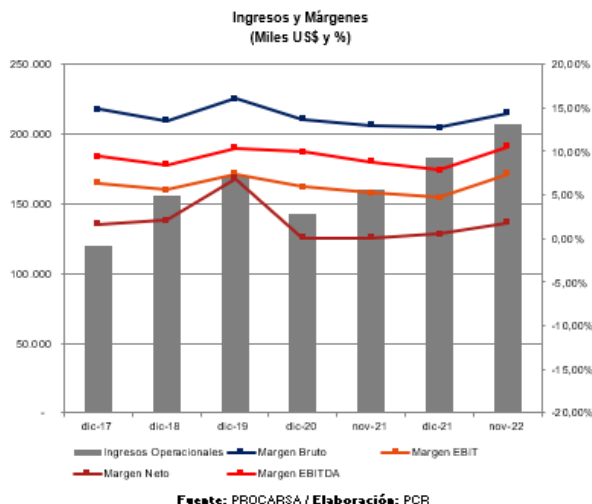
Accionista	Nacionalidad	Participación %	Cantidad
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Ecuador	74,98%	20.662.638,00
International Packaging Systems (PROCARSA) B. V	Holanda	20,00%	5.511.794,00
Illingworth Guerrero Oscar Antonio	Ecuador	5,02%	1.384.534,00
	<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>27.558.966,00</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: PCR

<sup>7</sup> Se incluyen resultados del año en curso

### Desempeño Operativo:

Los ingresos operacionales de Procarsa S.A. han presentado una tendencia creciente históricamente, al registrar un promedio de +13,42% (2017-2021); además, se observa que el monto más elevado de la cuenta se registró en el año 2021 (US\$ 182,77 millones). A noviembre 2022, los ingresos de Procarsa S.A. aumentan en (+29,96%; US\$ +47,86 millones) a corte interanual, debido a la progresiva reactivación de sectores económicos estratégicos y el impulso de los agentes económicos a una nueva normalidad en los procesos operativas y transaccionales adheridos directamente al giro de negocio.



En cuanto los ingresos segregados a través de línea de negocio, se puede apreciar que, existió un mayor dinamismo interanual en el cartón de *pesca/camarón* al expandirse en (+29,36%; US\$ +392,84 mil) frente noviembre 2021, le siguen los ingresos de cartón para *alimentos* al registrar un aumento de (+20,21%; US\$ +135,13 mil), *aceites* (+16,23%; US\$ +100,11 mil) y *bebidas* (+44,48%; US\$ +87,47 mil), pese a presentar contracciones nominales a corte interanual en las restantes cinco líneas (banano, convertidores, flores, piñas/mango, otros)

A nivel de participación ponderativa, la línea de cartón para banano participa con el 62,13% sobre el total de ingresos nominales, seguido por pesca/camarón con 10,35%, convertidores (6,22%), otros (4,95%), alimentos (4,80%) y el restante 11,51% corresponde a bebidas, aceites, piñas/ mango y flores.

Línea	Ventas por Línea de Negocio					
	Monto (US\$)		Variación		Volumen (TM)	
	nov-21	nov-22	Nominal	Porcentual	nov-21	nov-22
Banano	10.803.184,40	10.400.306,00	-402.878,40	-3,73%	9.095,48	7.178,68
Convertidores	1.146.073,04	1.040.056,25	-106.016,79	-9,25%	799,38	733,05
Bebidas	196.649,29	284.119,16	87.469,87	44,48%	127,66	163,29
Pesca/Camarón	1.337.783,99	1.730.623,33	392.839,34	29,36%	852,40	986,96
Flores	542.611,57	224.012,09	-318.599,48	-58,72%	337,80	123,84
Alimentos	668.512,99	803.645,21	135.132,22	20,21%	436,01	466,27
Aceites	616.609,56	716.715,59	100.106,03	16,23%	400,97	399,69
Otros	974.094,35	827.459,10	-146.635,25	-15,05%	643,57	483,24
Piñas/Mango	755.319,29	700.440,67	-54.878,62	-7,27%	410,28	368,18
<b>Total de Ventas</b>	<b>17.040.838,48</b>	<b>16.727.377,40</b>	<b>-313.461,08</b>	<b>-1,84%</b>	<b>13.103,54</b>	<b>10.903,20</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

En complemento, los clientes con mayor representatividad de Procarsa S.A., ubica a Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A. Ubesa como principal con el 19,21% (US\$ 39,88 millones), seguido por Green Express S.A. con el 6,18% (US\$ 12,82 millones), Agrosigal S.A. con el 3,94% (US\$ 8,17 millones), Boccale S.A. con 3,56% (US\$ 7,38 millones) en tanto que, los clientes adicionales cuentan con un porcentaje inferior al 4%. Cabe mencionar que, el rubro *otros* ponderan con el 52,23% (US\$ 108,43 millones).

Detalle de Ventas Principales Clientes (US\$)				
Nombre	nov-22	Participación (%)	Tipo	Pais
UNION DE BANANEROS ECUATORIANOS S.A. UBESA	39.883.360	19,21%	No Relacionado	Ecuador
GREEN EXPRESS S.A. GREEN EXPRESA	12.822.968	6,18%	No Relacionado	Ecuador
AGROSIGAL S.A.	8.170.539	3,94%	No Relacionado	Ecuador
BOCCALE S.A.	7.381.221	3,56%	No Relacionado	Ecuador
ASOCIACION DE AGRICULTORES BANANEROS DEL LITORAL ASOAGRIBAL	6.734.286	3,24%	No Relacionado	Ecuador
CARTONES NACIONALES S.A. I CARTOPEL	5.809.083	2,80%	No Relacionado	Ecuador
ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.	5.730.239	2,76%	No Relacionado	Ecuador
INDUSTRIA CARTONERA ECUATORIANA S.A.	4.927.941	2,37%	No Relacionado	Ecuador
NEGOCIOS INDUSTRIALES REAL N.I.R.S.A. S.A.	3.908.849	1,88%	No Relacionado	Ecuador
LA FABRIL S.A.	3.791.171	1,83%	No Relacionado	Ecuador
OTROS	108.428.003	52,23%		
<b>Total</b>	<b>207.587.660</b>	<b>100,00%</b>		

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

El costo de ventas contabiliza US\$ 177,64 millones al finalizar noviembre 2022, aumentando en +27,87% (US\$ +38,72 millones) interanualmente, debido al incremento aumento en la materia prima interanualmente (+30,20%; US\$ +29,67 millones), gastos de fabricación (+16,64%; US\$ +2,47 millones), materiales e insumos (+17,49%; US\$ +825,40 mil) y mano de obra (+8,37%; US\$ +633,79 mil). El promedio histórico del costo de ventas se ubica en +13,25% (2017-2021).

Costo de Ventas Total (US\$)		
Componente	nov-21	nov-22
<b>Costo de Producción</b>	<b>125.407.512</b>	<b>159.012.550</b>
Materia Prima	98.250.522	127.922.485
Materiales e Insumos	4.720.511	5.545.907
Mano de Obra	7.568.895	8.202.684
Gastos de Fabricación	14.867.583	17.341.474
<b>Costos Standart</b>	<b>-114.709.615</b>	<b>-151.103.618</b>
<b>Costo de Venta Producto Terminado</b>	<b>114.601.152</b>	<b>150.425.017</b>
Otros Costos	13.619.720	19.302.090
<b>Total Costo de Ventas</b>	<b>138.918.769</b>	<b>177.636.039</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

En base al desempeño generado de los ingresos en mayor medida que el costo de venta, permite que la utilidad bruta culminó en US\$ 29,95 millones, exhibiendo un incremento interanual de +43,94% (US\$ +9,14 millones), registrando un porcentaje total de margen bruto por 14,43%.

A la fecha de corte, los proveedores de Procarisa S.A., mantienen una concentración superior con la empresa asociada SURPAPEL CORP S.A. de Ecuador con el 45,98%, seguido de Repapers con 17,65% de EE. UU., DOLE fresh fruit company originaria de EE. UU con el 16,58%, y Barnett Corporation de EE. UU. con el 6,92% empresa de EE. UU. mientras que el remanente 12,86% se distribuye a través de siete proveedores adicionales de la empresa.

Principales proveedores de la institución (US\$)			
Nombre	nov-22	Participación 2022 (%)	País
SURPAPEL CORP S.A.	81.682.963	45,98%	ECUADOR
REPAPERS	31.360.174	17,65%	EE. UU.
DOLE FRESH FRUIT COMPANY	29.456.321	16,58%	EE. UU.
BARNETT CORPORATION	12.285.029	6,92%	EE. UU.
REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.	3.949.789	2,22%	ECUADOR
ABSORPELSA PAPELES ABSORVENTES S.A.	3.946.785	2,22%	ECUADOR
SELAP S.A.	2.050.986	1,15%	ECUADOR
AGRIDENT B.V.	1.455.722	0,82%	HOLANDA
SIGMA TRADE	1.397.670	0,79%	CANADA
TROPICAL FRUIT AMERICAS LLC	1.280.994	0,72%	EEUU
OTROS	8.769.607	4,94%	
<b>Total</b>	<b>177.636.039</b>	<b>100,00%</b>	

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Al mes de noviembre de 2022, los gastos operacionales registran un monto de US\$ 14,52 millones incrementándose a corte interanual en +17,31% (US\$ +2,14 millones) correspondiente a gastos adheridos al giro propio del negocio y obligaciones como sueldos, horas extras, pagos de beneficios de ley, cumplimientos de ley como impuestos, y otros gastos como arrendamientos, honorarios, ajustes de inventario, depreciación, amortización, entre otros; finalizando con una utilidad operativa de US\$ 15,43 millones; cabe mencionar que dicha utilidad operativa aumenta frente al periodo similar del año pasado en +83,05% (US\$ +6,99 millones) y manteniendo un promedio histórico de +22,18% (2017-2021).

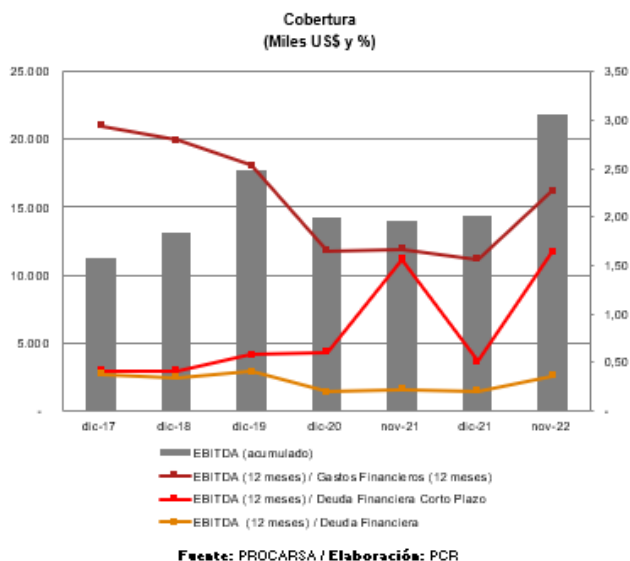
Por su parte, los gastos financieros del emisor contabilizan US\$ 9,64 millones tras expandirse interanualmente en +14,59% (US\$ +1,23 millones), dichos gastos están conformados principalmente por intereses con (84,28%; US\$ 8,12 millones) con entidades bancarias, obligaciones emitidas, préstamos de tercero, entre otros, seguido por comisiones (8,68%; US\$ 836,27 mil), otros gastos financieros (3,77%; US\$ 363,12 mil), honorarios financieros (3,26%; US\$ 314,54 mil) y diferencial cambiario con el (0,02%; US\$ 1,50 mil).

A la fecha de corte, el resultado integral totaliza en US\$ 3,83 millones, exhibiendo un aumento interanual de (US\$ +3,63 millones) y a su vez registrando un indicador de margen neto de 1,84% incrementando frente a su similar periodo del año pasado en +1,72%

Finalmente, los indicadores de rentabilidad presentan ascensos interanuales, derivado del comportamiento de la utilidad neta, situando a su indicador de rentabilidad sobre los activos (ROA) en 1,96% y el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) con 7,20%, siendo ampliamente superiores a los indicadores registrados para el anterior año 0,10% ROA; 0,40% ROE - noviembre 2021).

### Cobertura con EBITDA:

A manera de mencionar un antecedente; la paralización de las actividades económicas por la emergencia sanitaria decretada por el Gobierno previo, el 17 de marzo por el brote de la covid-19, hecho que conjuntamente al incendio suscitado para el penúltimo mes del año 2020, se pudo evidenciar una importante caída interanual del EBITDA acumulado a diciembre 2020 (-19,14%; US\$ -3,39 millones) totalizando en US\$ 14,30 millones. Sin embargo, para los últimos cinco años de análisis el indicador promedio se sitúa en +17,40% (2017-2021). Con esta antesala, el EBITDA acumulado a la fecha de corte es de US\$ 21,85 millones, aumentando interanualmente en +55,63% (US\$ +7,81 millones) considerando la utilidad operativa generada y la depreciación/amortización del periodo de análisis (noviembre 2022).

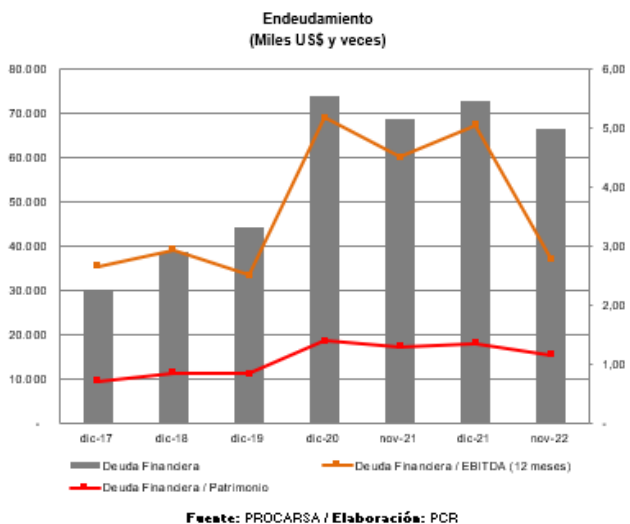


En base a lo anteriormente descrito, la cobertura EBITDA sobre la deuda financiera a noviembre 2022 se sitúa en 0,36 veces, exhibiendo un aumento de +0,14 veces frente a su similar periodo del año pasado; de tal manera que, el indicador promedio para los últimos cinco años se ubica en 0,30 veces (2017-2021).

Por último, la deuda financiera de Procarisa S.A. históricamente ha representado una de las principales fuentes de financiamiento para solventar las necesidades de capital de trabajo; en este sentido, la cobertura EBITDA frente a la deuda financiera de corto plazo es de 1,64 veces; asimismo, se evidencia, una mejora en el desempeño del indicador de cobertura EBITDA con respecto a los gastos financieros, donde mantiene una cobertura de 2,27 veces, tras expandirse en +0,60 veces frente a noviembre 2021.

### Endeudamiento:

Históricamente, las fuentes principales de financiamiento de Productora Cartonera S.A. ha sido el endeudamiento a través de instituciones financieras, mercado de valores y documentos, cuentas por pagar con terceros que mantiene la empresa, con la finalidad de expandir su capital de trabajo y maximizar progresivamente el volumen de ventas y participación en el sector donde desarrolla sus operaciones. Bajo esta premisa, para finales del año 2020 se registró un importante crecimiento de la deuda con instituciones financieras en el largo y corto plazo; señalando que el acreedor con mayor nivel de obligaciones era Cordiant Capital.



Acorde a lo antes señalado, para los últimos cinco años, el indicador de apalancamiento<sup>8</sup> promedio del emisor se sitúa en 2,51 veces (2017-2021) mientras que a la fecha de corte, el indicador de apalancamiento figura con 2,66 veces contrayéndose frente a noviembre 2021 en -0,24 veces; cabe señalar que, el indicador se ubica de este modo por encima del promedio histórico.

Al mes de noviembre de 2022, la deuda financiera total incluye obligaciones con instituciones financieras y emisión de obligaciones; por lo cual, la deuda totaliza en US\$ 66,31 millones en base a la información contable proporcionada por el emisor, disminuyendo interanualmente en -3,63% (US\$ -2,50 millones). De tal manera que la porción a largo plazo conlleva un mayor peso ponderativo con el 78,10% (US\$ 51,79 millones) y el remanente 21,90% (US\$ 14,52 millones) corresponde a la porción de corto plazo.

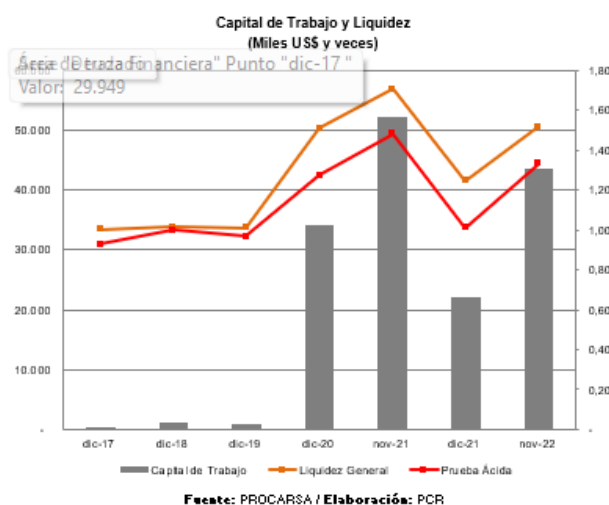
<sup>8</sup> Pasivo total / Patrimonio.

Para concluir, se observa un apropiado desempeño del EBITDA y la deuda financiera que mantiene el emisor al finalizar el mes de noviembre 2022, registran un estimado de cuanto tiempo tomaría a Procarsa S.A. cubrir en la totalidad la deuda; siendo un total de casi tres años (2.7 años) donde la empresa estaría en la facultad de cubrir su deuda, reduciendo el tiempo frente a noviembre 2021 (aproximadamente 5 años).

### Liquidez y Flujo de Efectivo

Productora Cartonera S.A. presenta con indicadores de liquidez estables a nivel histórico, ubicando a sus valores por encima de la unidad. Para el cierre de diciembre 2020 Procarsa S.A. alcanzó su nivel de liquidez general más alto (1,51 veces), hecho que se atribuye a una mayor concentración en el activo corriente. A noviembre 2022, la razón circulante del emisor se ubica en 1,52 veces presentando una reducción de -0,19 veces frente a su similar periodo del año pasado (1,71 veces; nov-21).

En un nivel más específico, se obtiene un indicador de prueba ácida por 1,33 veces, cifra que disminuye en -0,15 veces en un comparativo anual. Cabe señalar que, para el análisis de la prueba ácida no se consideran los inventarios. Pese al comportamiento interanual, el promedio de los últimos cinco años presenta una tendencia creciente por +1,04 veces (2017-2021). Por otro lado, el capital de trabajo del emisor contabiliza US\$ 43,69 millones decreciendo su valor nominal en US\$ -8,66 millones, conducta que obedece la variación del activo corriente frente al pasivo corriente.



Finalmente, a noviembre 2022 el flujo de efectivo por actividades de operación efectuadas por el emisor totaliza en US\$ 12,16 millones, derivado de gastos financieros, pagos por actividades de operación e impuestos y contribuciones. El flujo de actividades de inversión a la fecha de corte finaliza con cifras negativas al registrar US\$ 5,56 millones por la adquisición de propiedades, planta y equipo. Consecuentemente, el flujo generado por actividades de financiamiento registra US\$ 2,12 millones a causa de entradas y salidas de efectivo, pagos de préstamos y financiación por préstamos a largo plazo.

Bajo esta premisa, Productora Cartonera S.A. registró un flujo de efectivo inicial por US\$ 2,82 millones, y efectivo total al finalizar noviembre 2022 por US\$ 7,29 millones.

### Situación de la Emisión:

La emisión de Obligaciones fue resuelta por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas celebrada el 8 de enero del 2020.

### Instrumento Calificado

#### Octava Emisión de Obligaciones

Con Resolución SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766 se aprueba la Emisión y el Contenido del Prospecto, autoriza la Oferta Pública y dispone su inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores con No. de inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores: 2020.G.02.002847 se aprueba la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo del programa es de 1800 días, según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
<b>Emisor:</b>	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 15.000.000,00						
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.						
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa de interés anual</b>	<b>Tipo</b>	<b>Pago de Interés</b>	<b>Amortización de capital</b>
	1	2.500.000	720 días	7,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	2	4.500.000	1.080 días	7,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
	3	4.500.000	1.440 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	4	3.500.000	1.800 días	8,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
<b>Valor Nominal de cada Título</b>	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$2,00), o múltiplos.						
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones contempla contrato de underwriting de mejor esfuerzo (Activa, Casa de Valores S.A.)						
<b>Rescates Anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.						
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es bursátil.						
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Activa Casa de Valores S.A.						
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.						
<b>Destino de los Recursos:</b>	100% Sustitución de Pasivos Financieros						
<b>Resguardos de Ley establecidos en la Junta:</b>	Se adoptarán los resguardos previstos en el artículo once (11), Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:						
	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
<b>Resguardos Adicionales</b>	3. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación de los activos depurados sobre las obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25; según lo establece el Artículo 11 de la Sección I, Capítulo III, Título II, libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros.						
	Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%.						
	Límite de endeudamiento: mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.						
<b>Garantía General:</b>	Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, vigente a partir de la autorización de Oferta Pública y hasta la redención total de los valores						
	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).						
<b>Fecha de aprobación</b>	13 de febrero de 2020						
<b>Fecha de vencimiento</b>	13 de febrero de 2025						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 8 de enero del 2020 la emisión del Octavo Programa de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, hasta por un monto de US\$ 15'000.000,00.

#### Destino de los Recursos:

100% para sustitución de pasivos de corto plazo.

#### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

#### Resguardos de Ley

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1$
Activo Reales	203.421.306,21	1,32
Pasivo Totales	154.592.137,53	

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos Depurados	108.564.408,88	6,51
Obligaciones en Circulación	16.673.919,49	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

#### Resguardo Adicionales

1. Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $> 15\%$
Patrimonio	58.029.741,11	27%
Activos	212.621.878,64	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

2. Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2,5 veces el Patrimonio de la Compañía.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $\leq 2,5$
Pasivo Financiero	66.311.116,00	1,14
Patrimonio	58.029.741,11	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

3. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, vigente a partir de la autorización de Oferta Pública y hasta la redención total de los valores.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $\geq 1$
Activo Corriente	127.893.150,96	1,52
Pasivo Corriente	84.203.436,68	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

### Situación de la Emisión:

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 13 de mayo de 2020 resolvió aprobar la Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 20,00 millones (veinte millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo del programa es de 1440 días.

### Instrumento Calificado

#### Novena Emisión de Obligaciones

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 13 de mayo de 2020 resolvió aprobar la Novena Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 20,00 millones (Veinte millones de dólares de los Estados Unidos de América), según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
Emisor:	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
Monto de la Emisión:	US\$ 20.000.000,00						
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.						
Características:	Clase	Monto	Plazo	Tasa de interés anual	Tipo	Pago de Interés	Amortización de capital
	1	7.500.000	720 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	2	7.500.000	1.080 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	3	5.000.000	1.440 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
Valor Nominal de cada Título	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$1,00), o múltiplos.						
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones contempla contrato de underwriting de mejor esfuerzo (Activalores, Casa de Valores S.A.						
Rescates Anticipados:	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.						
Sistema de Colocación:	El sistema de colocación es bursátil.						
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
Agente Estructurador y Colocador:	Activa Casa de Valores S.A.						
Representante de los Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.						
Destino de los Recursos:	100% Sustitución de Pasivos de Corto Plazo						
Resguardos de Ley establecidos en la Junta:	Se adoptarán los resguardos previstos en el artículo once (11), Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:						
	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
Resguardos Adicionales	3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.						
	Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%.						
Garantía General:	Límite de endeudamiento: mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.						
	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).						
Fecha de aprobación	8 de junio de 2020						
Fecha de vencimiento	8 de junio de 2024						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 13 de mayo del 2020 la emisión del Noveno Programa de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, hasta por un monto de US\$ 20'000.000,00.

#### Destino de los Recursos:

100% para sustitución de pasivos de corto plazo.

#### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

#### Resguardos de Ley

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq$ 1
Activo Reales	203.421.306,21	<b>1,32</b>
Pasivo Totales	154.592.137,53	

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq$ 1,25
Activos Depurados	108.564.408,88	<b>6,51</b>
Obligaciones en Circulación	16.673.919,49	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

### Resguardo Adicionales

1. Patrimonio sobre activos; mantener relación del patrimonio sobre activos siempre sobre el 15%.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $>$ 15%
Patrimonio	58.029.741,11	<b>27%</b>
Activos	212.621.878,64	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

2. Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses, de hasta 2,5 veces el Patrimonio de la Compañía.

Resguardo Adicional		Cumplimiento $\leq$ 2,5
Pasivo Financiero	66.311.116,00	<b>1,14</b>
Patrimonio	58.029.741,11	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo adicional.

### Situación de la Emisión:

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 06 de julio de 2021 resolvió aprobar la Décima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General del emisor. El plazo del programa es de 1440 días.

### Instrumento Calificado

#### Décima Emisión de Obligaciones

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 06 de julio de 2021 resolvió aprobar la Décima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
<b>Emisor:</b>	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 15.000.000,00						
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.						
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa de interés anual</b>	<b>Tipo</b>	<b>Pago de Interés</b>	<b>Amortización de capital</b>
	1	15.000.000,00	1440 días	8,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
<b>Valor Nominal de cada Título</b>	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$1,00), o múltiplos.						
<b>Obligaciones con la Indicación Respectiva de ser a la Orden o al Portador</b>	No aplica. Las obligaciones estarán representadas por anotaciones en cuenta al ser desmaterializadas.						
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.						
<b>Rescates Anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.						
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es bursátil.						
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.						
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.						
<b>Destino de los Recursos:</b>	De conformidad con lo resuelto en la Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 06 de julio de 2021, los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para sustitución de pasivos de mayor costo financiero o menor plazo que la emisión a autorizarse, financiamiento de capital de operación, consistente en la compra de maquinaria para la producción, y capital de trabajo para el abastecimiento de insumos para su elaboración.						
<b>Resguardos de Ley establecidos en la Junta:</b>	La Junta General Extraordinaria de Accionistas, celebrada el 06 de julio del 2021 resuelve adoptar los siguientes resguardos previstos en el artículo once (11), Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:						
	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
<b>Límite de Endeudamiento</b>	3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.						
	<b>Resguardo Voluntario:</b> Fideicomiso mercantil de administración de cartera y flujos de cobro, para aprovisionar los flujos de los valores y sea fuente de pago a los obligacionistas.						
<b>Límite de Endeudamiento</b>	El emisor establece como límite al endeudamiento el compromiso de mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio, por debajo de 2,5 veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión						
<b>Garantía General:</b>	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).						
<b>Fecha de aprobación</b>	6 de julio de 2021						
<b>Fecha de vencimiento</b>	6 de julio de 2025						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 6 de julio del 2021 la emisión del Décimo Programa de Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, hasta por un monto de US\$ 15'000.000,00.

### Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para sustitución de pasivos de mayor costo financiero o menor plazo que la emisión a autorizarse, financiamiento de capital de operación, consistente en la compra de maquinaria para la producción, y capital de trabajo para el abastecimiento de insumos para su elaboración.

Destino	Monto (US\$)
Sustitución de pasivos de mayor costo financiero o menor plazo que la emisión a autorizarse, financiamiento de capital de operación, consistente en la compra de maquinaria para la producción, y capital de trabajo para el abastecimiento de insumos para su elaboración.	15.000.000,00
<b>TOTAL</b>	<b>15.000.000,00</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

### Resguardos de Ley

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1$
Activo Reales	203.421.306,21	1,32
Pasivo Totales	154.592.137,53	

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

3. Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos Depurados	108.564.408,88	6,51
Obligaciones en Circulación	16.673.919,49	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

### Resguardo Voluntario

Se constituyó el Fideicomiso Mercantil de Administración de Cartera y Flujos PRODUCTORA CARTONERA S.A, para aprovisionar los flujos de los valores y sea fuente de pago a los obligacionistas.

Con fecha 31 de agosto de 2021, mediante Escritura Pública, Productora Cartonera S.A., conjuntamente con Zion Administradora de Fondos y Fideicomisos, suscribieron el contrato del Fideicomiso Mercantil denominado Fideicomiso Mercantil de Administración PROCARSA, el cual consiste en un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica separado e independiente de aquel o aquellos de la constituyente, de la Fiduciaria, de los Beneficiarios o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la Fiduciaria.

El Fideicomiso Mercantil de Administración de Cartera y Flujos PROCARSA tiene por objeto recibir los flujos derivados de las facturas comerciales negociables aportadas al fideicomiso originado en las ventas a los clientes seleccionados por parte del constituyente y que, los mencionados flujos, sirvan para aprovisionar dentro de la cuenta del fideicomiso los recursos que requiere trimestralmente el constituyente, a efectos de cancelar las obligaciones a favor de los obligacionistas derivadas de la emisión de obligaciones y, en caso de que los flujos derivados del derecho de cobro de las facturas comerciales negociables a los clientes seleccionados por parte del constituyente o recursos aportados por el constituyente, no fueren suficientes para cumplir con el pago a los obligacionistas, que el derecho de cobro y todos los recursos disponibles en la cuenta del fideicomiso sean el activo que ejecute la fiduciaria en garantía.

Los flujos se podrán recibir todos los días hábiles en la cuenta del fideicomiso, la asignación de recursos por parte del fideicomiso en función del orden de prelación a favor de los respectivos destinos se hará según la periodicidad establecida en cada una de las categorías del orden de prelación.

El orden de prelación que aplicará la fiduciaria, en representación del fideicomiso, es el siguiente:

- Reponer el fondo operativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base.

- Provisionar y acumular, la suma de dinero correspondiente y necesaria para el pago del cupón o cuota trimestral inmediato posterior (amortización de capital y pago de intereses) de las obligaciones, en estricta proporción a las obligaciones que hayan sido efectivamente colocadas entre los obligacionistas.
- Con cargo a los recursos aprovisionados y acumulados de conformidad con lo dispuesto en la cláusula décima del fideicomiso, dicho fideicomiso proveerá los recursos de las obligaciones al agente de pago, para que proceda con el pago del cupón o cuota trimestral correspondiente.
- Siempre que las provisiones mensuales señaladas se encuentren completas al cien por ciento (100%) de su cuantía máxima, la fiduciaria restituirá o entregará al constituyente el remanente de los flujos, de existir con una periodicidad máxima de dos veces por semana. La restitución o entrega estipulada en el presente numeral, de ser posible y según los flujos lo permitan, se hará hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha en que la fiduciaria confirme que tales provisiones mensuales se encuentren completas al cien por ciento (100%) de su cuantía máxima, siempre y cuando el fideicomiso mantenga un saldo de facturas comerciales negociables vigentes, equivalentes a al menos dos cupones o cuotas trimestrales inmediatas posteriores (amortización de capital y pago de intereses) de las obligaciones.
- En caso de que, el constituyente no cumpliera con el pago de un (1) cupón o cuota trimestral, por un periodo de siete (7) días consecutivos contados a partir de la fecha de vencimiento, la fiduciaria, a petición del representante de obligacionistas, deberá iniciar el procedimiento convencional de ejecución.

De acuerdo con la información proporcionada por el emisor, existe la recaudación de los cinco clientes seleccionados para formar parte del Fideicomiso que, históricamente cuentan con un alto nivel de facturación, situación que genera una cobertura holgada sobre las cuotas trimestrales de las obligaciones (amortización de capital y pago de intereses). Los flujos recaudados de los cinco clientes del año 2021 muestran que existía una cobertura de 3,24 veces en promedio sobre las obligaciones, demostrando la capacidad de los clientes seleccionados para generar los flujos necesarios para cumplir con las cancelaciones de las obligaciones emitidas. Cabe señalar que, la rendición de cuentas se realiza de manera anualizada. A diciembre 2022, se obtiene una cobertura de 2,89 veces tras obtener una recaudación total de US\$ 12,88 millones.

Cliente	2017	2018	2019	2020	2021	dic-22
Negocios Industriales Real S.A.	2.306.366,89	2.659.732,28	3.143.186,55	3.593.205,14	3.426.517,94	4.239.322,57
Promarisco S.A.	1.976.892,59	2.724.738,24	2.962.541,55	2.483.717,29	2.094.675,18	2.232.573,98
Ecuagreenprodex S.A.	-	1.228.786,38	5.454.849,86	4.639.439,55	4.396.048,77	2.164.562,76
Trinyfresh S.A.	-	108.029,10	3.308.589,50	2.248.649,56	1.154.944,99	179.018,00
La Fabril S.A.	3.634.658,42	3.865.791,86	3.491.269,93	2.503.625,44	3.391.045,89	4.067.822,88
<b>Recaudación Total</b>	<b>7.917.917,90</b>	<b>10.587.077,86</b>	<b>18.360.437,39</b>	<b>15.468.636,98</b>	<b>14.463.232,77</b>	<b>12.883.300,19</b>
Pago Anual Promedio Inversionistas - (Capital Intereses)	4.460.238,75	4.460.238,75	4.460.238,75	4.460.238,75	4.460.238,75	4.460.238,75
<b>Cobertura</b>	<b>1,78</b>	<b>2,37</b>	<b>4,12</b>	<b>3,47</b>	<b>3,24</b>	<b>2,89</b>

Fuente: PLUSBURSATIL Casa de Valores / Elaboración: PCR

### Límite de Endeudamiento

El emisor establece como límite de endeudamiento el compromiso de mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre patrimonio, por debajo de 2,5 veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión.

Resguardo Adicional		Cumplimiento ≤ 2,5
Pasivo Financiero	66.311.116,00	1,14
Patrimonio	58.029.741,11	

### Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

El detalle de los activos comprometidos de todos los valores que mantienen en circulación es el siguiente:

Activos que respaldan los instrumentos vigentes a noviembre 2022 (Miles US\$ y veces)								
Activos	Valor en libros dic-21	Activo Gravado	Valor en libros libre de gravamen	Proporcional al valor que respalda la VIII Emisión al Saldo Actual	Proporcional al valor que respalda la IX Emisión al Saldo Actual	Proporcional al valor que respalda la X Emisión al Saldo Actual	Total	Cobertura
Cuentas por cobrar clientes no relacionados	34.153.643	0	34.153.643	1.020.112	701.861	3.836.000	5.557.973	0,16
Inventarios	40.462.454	22.047.154	18.415.300	1.020.112	701.861	3.836.000	5.557.973	0,30
Propiedades, Planta y Equipos	76.466.829	55.809.392	20.657.437	1.020.112	701.861	3.836.000	5.557.973	0,27
<b>Total</b>	<b>151.082.927</b>	<b>77.856.546</b>	<b>73.226.381</b>	<b>3.060.337</b>	<b>2.105.582</b>	<b>11.508.000</b>	<b>16.673.919</b>	<b>0,73</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

La Calificadora considera el saldo de las cuentas por cobrar clientes no relacionadas que totalizan en US\$ 24,15 millones y mantienen una cobertura de 0,16 veces a los activos comprometidos. Por otro lado, los

inventarios a noviembre 2022 totalizan en US\$ 40,46 millones descontando US\$ 22,05 millones que corresponden al valor gravado, de tal modo que los US\$ 18,42 millones dan una cobertura al proporcional de los instrumentos vigentes en 0,30 veces. Finalmente, las propiedades y equipo cubren en 0,27 veces a los valores comprometidos de los instrumentos. En un análisis consolidado, los activos considerados para respaldar los instrumentos vigentes otorgan una cobertura total de 0,73 veces al saldo actual de activos que se encuentran comprometidos inicialmente por los montos de las emisiones.

Acorde al detalle de las cuentas por cobrar clientes remitida por el emisor, a la fecha de corte con corte totaliza en US\$ 46,48 millones sin considerar provisiones (US\$ 8,37 millones), dando como resultado una mayor concentración en los clientes no relacionados locales con 84,11% (US\$ 39,10 millones), seguido por los clientes relacionados locales con 8,63% (US\$ 4,01 millones) concluyendo con clientes no relacionados del exterior con 7,26% (US\$ 3,37 millones).

Por su parte, los inventarios totalizan US\$ 40,46 millones a noviembre 2022, aumentando interanualmente en +13,49% (US\$ +4,81 millones), a causa de la mejora en el desempeño de las ventas, hecho que ha permitido una rotación del inventario más favorable. De tal manera que, la rotación de días del inventario cuenta con un promedio de 75 días disminuyendo en 10 días frente a su similar periodo del año pasado (85 días) definiendo la velocidad en que la empresa convierte sus inventarios en ventas; considerando que, históricamente el promedio alcanza los 82 días (2017-2021).

En cuanto a la composición del activo no corriente de Procarsa, la cuenta propiedades, planta y equipo pondera con el 90,25% sobre el total de activos no corriente al totalizar US\$ 76,47 millones a la fecha de corte. En tanto que, la diferencia del activo no corriente se distribuye a través de cuentas por cobrar relacionadas a largo plazo con el 6,57% (US\$ 5,57 millones), inversiones en asociadas (3,07%; US\$ 2,60 millones) y otros activos no corrientes (0,11%; US\$ 92 mil).

### Situación de la Emisión:

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 21 de julio de 2022 resolvió aprobar la Décima Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), la emisión está respaldada por la Garantía General y Específica del emisor. El plazo del programa es de 1800 días.

### Instrumento Calificado

#### Décima Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Productora Cartonera S.A., celebrada el 21 de julio de 2022 resolvió aprobar la Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por US\$ 15,00 millones (Quince millones de dólares de los Estados Unidos de América), según el siguiente detalle que consta en el Prospecto de Oferta Pública:

Características del Instrumento							
<b>Emisor:</b>	PRODUCTORA CARTONERA S.A.						
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 15.000.000,00						
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.						
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa de interés anual</b>	<b>Tipo</b>	<b>Pago de Interés</b>	<b>Amortización de capital</b>
	A	3.750.000,00	1080 días	8,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
	B	4.950.000,00	1440 días	8,50%	Fija	Trimestral	Trimestral
	C	6.300.000,00	1800 días	9,00%	Fija	Trimestral	Trimestral
<b>Valor Nominal de cada Título</b>	Se emitirán valores de valor nominal unitario de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$1,00), o múltiplos.						
<b>Obligaciones con la Indicación Respectiva de ser a la Orden o al Portador</b>	No aplica. Las obligaciones estarán representadas por anotaciones en cuenta al ser desmaterializadas.						
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.						
<b>Rescates Anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.						
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es bursátil.						
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.						
<b>Estructurador Financiero:</b>	Casa de Valores Futuro FuturoCapital S.A.						
<b>Agente Colocador:</b>	Casa de Valores Futuro FuturoCapital S.A.						
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A						
<b>Destino de los Recursos:</b>	Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para el pago de obligaciones con Proveedores de Papel Certificados bajo FCS.						
<b>Resguardos de Ley establecidos en la Junta:</b>	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.						
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.						
	3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.						
<b>Límite de Endeudamiento</b>	El Emisor quedaría obligada a limitar su endeudamiento por el monto para emisiones amparadas con garantía general, de conformidad con lo establecido en el literal f) del art. 164 Libro II Ley de Mercado de Valores del Código Orgánico Monetario y Financiero, estableciendo para el efecto que la relación del Pasivo Total/Activo Total, no será mayor a 0.85 en el promedio semestral de enero a junio y de julio a diciembre, mientras se mantenga en vigencia la emisión.						
<b>Garantía</b>	General y Específica (consiste en un Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos, que cubrirá el ciento veinticinco por ciento del saldo en circulación).						
<b>Fecha de aprobación</b>	21 de julio de 2022						

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía Productora Cartonera S.A, aprueba el 21 de julio del 2022 la emisión de la Décima Primera de Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde, hasta por un monto de US\$ 15'000.000,00.

### Destino de los Recursos:

Destino	Monto (US\$)
Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones serán destinados para el pago de obligaciones con Proveedores de Papel Certificados bajo FCS.	15.000.000,00
<b>TOTAL</b>	<b>15.000.000,00</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Resguardos de Ley

Los resguardos establecidos en la Junta General Extraordinaria de Accionistas, en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, incluyen:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1$
Activo Reales	203.421.306,21	1,32
Pasivo Totales	154.592.137,53	

A la fecha de corte, el emisor cumplió con el resguardo de mantener la relación de activos reales/pasivos totales mayor a 1.

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

A la fecha de corte, no ha existido la causal para no repartir dividendos mientras las obligaciones han estado vigentes, por lo cual el emisor cumple con el resguardo de Ley.

- 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.

Resguardo de Ley		Cumplimiento $\geq 1,25$
Activos Depurados	108.564.408,88	6,51
Obligaciones en Circulación	16.673.919,49	

A la fecha de corte, el emisor cumple con lo establecido en resguardo de Ley.

#### Garantía General y Específica:

Se constituyó el Fideicomiso Mercantil de Administración de Cartera y Flujos PRODUCTORA CARTONERA S.A, para aprovisionar los flujos de los valores y sea fuente de pago a los obligacionistas. En la ciudad de Guayaquil, con fecha 13 de septiembre de 2022, mediante Escritura Pública de Constitución de un Fideicomiso Mercantil Irrevocable donde, la Compañía Productora Cartonera S.A., conjuntamente con la Compañía Fiducia S.A. suscribieron el contrato denominado "Fideicomiso Flujos de Emisión Bono Verde"; el cual, consiste en un patrimonio autónomo, separado e independiente de aquel o aquellos del constituyente, de la fiduciaria, de los beneficiarios o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la fiduciaria. El presente fideicomiso tiene por objeto principal que, los bienes y derechos aportados por la constituyente en el presente acto o en el futuro y los flujos que efectivamente lleguen a ser recibidos por el fideicomiso, sean administrados por la fiduciaria y destinados irrevocablemente al cumplimiento de las siguientes instrucciones fiduciarias:

- Registrar como de propiedad del fideicomiso, el dinero que la constituyente transfiere a favor del fideicomiso en el presente acto y el que transfiere en el futuro; así como los flujos cuando los mismos sean efectivamente recibidos por el fideicomiso; y, también, todos los activos, pasivos, contingentes, ingresos y gastos que se generen durante el desarrollo como consecuencia de la ejecución del objeto del fideicomiso
- Abrir la cuenta o cuentas a nombre del fideicomiso en cualquier institución bancaria del país designada por la constituyente y recibir en la cuenta o cuentas por parte de los clientes los flujos provenientes de las relaciones comerciales cuando los mismos se vayan generando y conforme los plazos indicados en el anexo y por parte del constituyente los demás aportes en recursos monetarios previstos en el contrato.
- Suscribir las actas de aporte a las que haya lugar, a través de las cuales se instrumentará la transferencia y cesión a favor del fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, de los derechos a percibir los flujos sobre determinadas relaciones comerciales, con determinados clientes escogidos
- Recibir directamente en la cuenta todos los flujos provenientes de las relaciones comerciales, cuando los mismos se vayan generando. se deja expresa constancia que la constituyente será la única responsable del origen y autenticidad de las relaciones comerciales, así como del efectivo cumplimiento, ejecución y cobranza de los mismos
- Destinar periódicamente el dinero existente en la cuenta, a los rubros y conceptos detallados; cancelar los tributos, costos, gastos y honorarios que se generen en el cumplimiento del objeto e instrucciones del fideicomiso; cancelar los honorarios de la fiduciaria; realizar las provisiones proporcionales mensuales necesarias, para cubrir el pago del próximo dividendo de capital e intereses correspondiente a las cuotas constantes en el anexo que la constituyente deberá pagar a los obligacionistas de los valores que el constituyente haya colocado en el mercado de valores del Ecuador en razón al proceso de emisión de obligaciones que va a desarrollar.
- Proceder a restituir a la constituyente cualquier saldo que exista en la cuenta en un plazo de hasta cuarenta y ocho horas, una vez que se hubiere terminado de pagar a los obligacionistas la totalidad de los montos determinados en el anexo; previa certificación del agente pagador, se hubieren cancelado todos los pasivos, gastos y tributos del fideicomiso; y, se hubieren cancelado en su totalidad los honorarios de la fiduciaria. también deberán realizarse tales restituciones en el evento que este fideicomiso se dé por terminado por cualquiera de las causales previstas en la cláusula décima tercera de este instrumento y en todos los casos previa cancelación de todos los honorarios, costos, gastos, tributos y pasivos generados por la constitución, administración y liquidación del

fideicomiso. los costos, gastos, honorarios y tributos que demanden estas restituciones serán de cuenta de la constituyente.

Es importante señalar que dentro de la cláusula segunda, se estipula que será responsabilidad del constituyente el cumplimiento de estas entregas para la ejecución cabal del objeto del fideicomiso. se aclara que, en la notificación que la constituyente remitirá a cada uno de sus clientes, les hará conocer respecto de su obligación de entregar el flujo que corresponda al fideicomiso. de forma subsidiaria, a solicitud de la fiduciaria, cuando los clientes de la compañía productora cartonera s.a. en un mes, no hubieren transferido o depositado a la cuenta del fideicomiso la suma de mínima de (USD 310.000,00) o hubiesen depositado o transferido una cantidad menor a la señalada, en cuyo caso, el constituyente deberá proceder a realizar el depósito o transferencia que corresponda para completar la referida suma, dentro del plazo máximo de 48 horas antes del vencimiento del pago a los obligacionistas, para cuyo efecto la fiduciaria remitirá al constituyente una comunicación al correo electrónico que tenga registrada la fiduciaria sobre este requerimiento de pago y el valor a completar

Dentro del contrato notariado, se cuenta con un detalle de tres clientes escogidos por el constituyente para efectos del presente fideicomiso donde, se mantiene a la compañía Escobar Ruiz Cía. Ltda.; operadora y procesadora de productos marinos Omarsa S.A. y Delindecsa S.A. quienes mantienen relaciones comerciales con la constituyente y se encuentren obligadas a pagarle determinadas sumas de dinero.

De acuerdo con la información remitida a la Calificadora, se observa que el emisor ha escogido tres clientes con los cuales mantienen relaciones comerciales, situación que genera una cobertura ligeramente superior a la unidad para los periodos 2018, 2019 y 2021; mientras que, para los años 2016, 2017 y 2020 su cobertura oscila entre 0,63 y 0,85 veces; hecho que la Calificadora monitoreará para las futuras revisiones con la finalidad de revisar el nivel de cobertura que brindan los tres clientes y mitigar la necesidad de que el emisor se responsabilice de pagos como se estipulaba en las condiciones referidas en párrafos anteriores.

Cabe señalar que, la rendición de cuentas se realiza de manera anualizada por lo cual, aún existe una diferencia para obtener la información considerando el año de la constitución del fideicomiso. Por tal motivo, se considerará en próximas revisiones los informes emitidos por la fiduciaria. Al mes de julio 2022, mantiene una cobertura de los tres principales clientes por 1,52 veces sobre su recaudación total.

Cliente	Año 2016	Año 2017	Año 2018	2019	2020	Jul-2021	2021	Jul-2022
Escobar Ruiz Cía.Ltda.	1.143.839	1.894.382	3.369.617	2.328.244	1.644.340	1.039.498	2.183.262	2.306.064
OMARSA S.A.	128.544	110.914	772.766	2.579.117	1.297.900	1.027.124	1.499.023	1.679.614
Delindecsa S.A.	1.095.838	1.531.297	2.145.558	2.398.714	226.859	147.834	657.296	1.710.237
Recaudación Total	2.368.220	3.536.592	6.287.940	7.306.075	3.169.099	2.214.457	4.339.581	5.695.915
Pago Anual Promedio Inversionistas - (Capital Intereses)	3.739.028	3.739.028	3.739.028	3.739.028	3.739.028	3.739.028	3.739.028	3.739.028
Cobertura	0,63	0,95	1,68	1,95	0,85	0,59	1,16	1,52

Fuente: FUTURO Casa de Valores / Elaboración: PCR

Para la presente revisión del instrumento con fecha de corte noviembre 2022 no se han colocado valores correspondientes a la Décima Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Bono Verde, hecho por el cual, el emisor informa que, no se han realizado aportes al Fideicomiso. Para el mes de enero 2023 se hicieron colocaciones y la Fiduciaria (Fiducia) se encuentra preparando el cuadro de los aportes que deben realizarse de forma provisional, hasta que se coloque el 100% de la emisión o antes del primer vencimiento que sería en el mes de abril 2023.

## Proyecciones de la Emisión

### Estado de Resultados

A continuación, se muestran las proyecciones realizadas por el estructurador financiero del estado de resultados de Productora Cartonera S.A. tomadas de la Circular de Oferta Pública de la Décima Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – Bono Verde ( Se toma la décima emisión porque es la proyección más actualizada) en un escenario conservador, que comprende los periodos 2022-2028.

Productora Cartonera S.A. es una empresa con más de 50 años de experiencia que se dedica a la elaboración y comercialización de cajas de cartón corrugado, de alta calidad gráfica y estructural, para abastecer a más de 450 clientes que operan en los diferentes sectores industriales y agroindustriales a nivel nacional e internacional. La planta industrial de 67,750 m2 ubicada en el sector industrial de la provincia del Guayas, tiene una capacidad instalada para procesar 180,000 toneladas métricas de cartón al año. El corrugador BHS del emisor cuenta con una capacidad instalada para procesar 12.500 tm/mes a una velocidad máxima de 750 metros lineales/min.

De acuerdo con información proporcionada por parte de la Productora Cartonera S.A. para finales del año 2021, la empresa mantuvo una participación de mercado entre exportaciones y doméstico del 19,3% del total de la industria nacional dedicada a realizar envíos de cartón corrugado, situándose en el segundo lugar, posterior a Cartones Nacionales S.A. CARTOPEL (25,6%) quien ocupa la primera posición; ubicando

en tercer lugar a Grupo Papelero Cía. Ltda. GRUPASA (18,9%) y la diferencia del 36,1% corresponde a Incarpalm, Panasa, ICE, Cransa y Cartorama.

Adicionalmente, el 02 de noviembre de 2020, en horas de la noche ocurrió un incendio en el área de bodega de materia prima y/o en el área de máquina pre-print, ocasionando un daño de aproximadamente US\$ 51,99 millones, dicha situación mantuvo sin operar aproximadamente 15 días a la entidad, el 27 de Noviembre arranca la máquina corrugadora BHS nuevamente, y se normaliza el suministro de láminas de cartón, toda la información correspondiente al proceso del cobro de los montos asegurados con Zurich Seguros se encuentra en el apartado "Incendio en Planta Durán<sup>9</sup>".

Estado de Pérdidas y Ganancias Proyectado Productora Cartonera S.A. (US\$)									
Detalle	2022	nov-22	% Cum.	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ventas	214.762.029	207.587.660	96,66%	219.474.994	187.209.959	205.403.431	218.173.682	227.220.941	238.959.435
Costo de ventas	182.633.863	177.636.039	97,26%	186.553.745	159.128.465	174.592.916	185.447.630	193.137.800	203.115.520
Utilidad bruta en ventas	32.128.165	29.951.621	93,23%	32.921.249	28.081.494	30.810.515	32.726.052	34.083.141	35.843.915
Gastos Operativos	16.087.179	14.522.831	90,28%	16.826.088	14.484.180	15.957.899	17.018.131	17.790.137	18.746.104
Utilidad operativa	16.040.987	15.428.790	96,18%	16.095.161	13.597.314	14.852.616	15.707.921	16.293.004	17.097.812
Gastos financieros	10.707.162	9.637.585	90,01%	6.599.507	4.919.047	3.408.759	2.394.588	1.562.611	479.756
Otros ingresos netos	1.212.797	444.758	36,67%	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000
Utilidad antes de impuestos	4.903.691	5.346.447	109,03%	9.595.655	8.778.267	11.543.857	13.413.333	14.830.393	16.718.056
Impuesto a la renta	822.516	1.519.047	184,68%	2.039.077	1.865.382	2.453.070	2.850.333	3.151.458	3.552.587
Utilidad neta	4.081.176	3.827.400	93,78%	7.556.578	6.912.885	9.090.787	10.563.000	11.678.934	13.165.469

Fuente: FUTURO Casa de Valores / Elaboración: PCR

Considerando las proyecciones para el cierre del mes de diciembre 2022 el emisor tiene previsto alcanzar ventas por US\$ 214,76 millones. Con este precedente, al mes de noviembre 2022 e impulsado por la normalización progresiva de operaciones comerciales, Procarsa S.A. alcanza un 96,66% de cumplimiento, al comparar las ventas generados a la fecha de corte y de lo proyectado; hecho que brinda confiabilidad en que la meta será alcanzada al finalizar el año en curso.

En cuanto al costo de venta presenta un cumplimiento de 97,26%, incurriendo en una utilidad bruta con desempeño del 93,23% en comparación a las proyecciones. Posteriormente, se presentan gastos operativos que figuran con un cumplimiento del proyectado de 90,28%, dando como resultado una utilidad operativa con 96,18% de desempeño. Por último, se visualiza una utilidad neta del ejercicio por US\$ 3,83 millones, cifra que equivale a un cumplimiento de 93,78% por lo que, es preciso mantener un seguimiento al comportamiento de los ingresos y egresos del emisor para verificar los montos a final de año.

Productora Cartonera S.A. pertenece al Grupo Surpapel, y figura como la segunda empresa más grande del grupo. PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posicionamiento y estrategias aplicadas. Para marzo de 2022 la empresa cierra el trimestre con una importante utilidad muy superior a la observada en el mismo mes del año 2021, y espera continuar aplicando políticas de ahorro y austeridad en los gastos, con el fin de ser más eficiente.

## Garantías de las Emisión

### Garantía General de la emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el valor en libros de los activos libres de gravamen al corte de 30 de noviembre de 2022, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 77,85 millones, por lo que las emisiones en circulación y los nuevos instrumentos se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

<sup>9</sup> La información proporcionada sobre este suceso se recogió del informe de Auditoría externa de Productora Cartonera S.A. con corte Diciembre 2020, mismo que fue elaborado por Moore & Asociados Cía. Ltda.

Monto máximo a emitir - al 30 de noviembre 2022		
Certificado de Activos Libres de Gravamen		
(A)	Activo total	212.621.878,640
(B)	Activo total gravado	82.717.799,235
(C)	Activos diferidos o impuestos diferidos	40.272,270
(D)	Activos en litigio	152.144,750
(E)	Monto de las impugnaciones tributarias	-
(F)	Monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador	16.673.919,490
(G)	Los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros	1.872.335,510
(H)	Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(I)	Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores	-
(J)	Las inversiones en acciones en Compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con emisor en los términos de la ley de mercado de valores y sus normas complementarias	2.600.998,500
(K)	Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	-
<b>Total de Activos Libres de Gravamen</b>		<b>108.564.408,885</b>
<b>Monto máximo a emitir = Saldo después deducciones x 80%</b>		<b>86.851.527,108</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Procesos Judiciales – Consejo de la Judicatura

En la página del Consejo de la Judicatura de Pichincha, en emisor como calidad de “demandado” refleja cinco procesos, dos de ellos vienen dados por haberes e indemnizaciones laborales en los años 2004 y 2010, uno por indemnización por despido intempestivo en el año 2016, uno por archivo de investigación previa y uno por cobro de facturas a favor de la Compañía INDUSTRIALES y ELECTRICOS ASOCIADOS S.A. INDUELECTRIC por un total de \$ 152,145 mil, cabe indicar que este proceso se archivó en el mismo año. Por otro lado, en calidad de “Actor / Ofendido” se observan ocho procesos desde el año 2010 hasta el mes de agosto 2020, estos vienen dados por cobro de facturas, cobro de pagaré a la orden, registro contrato de arrendamiento, concurso de acreedores, entre otros.

### Activos Libres Gravamen que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

El detalle de los activos comprometidos de todos los valores que mantienen en circulación es el siguiente:

Activos libres gravamen que se compromete el emisor inicialmente por el monto de la emisión al 30 de noviembre de 2022		
Detalle de Activos a Comprometer	Valor en Libros No Gravado	Monto que respalda la Emisión
Cuentas por Cobrar Comerciales Neto	34.153.643,46	7.500.000,00
Inventario	40.462.454,40	7.500.000,00
<b>Total de la Emisión</b>	<b>74.616.097,86</b>	<b>15.000.000,00</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Acorde al detalle de las cuentas por cobrar clientes remitida por el emisor, a la fecha de corte con corte totaliza en US\$ 46,48 millones sin considerar provisiones (US\$ 8,37 millones), dando como resultado una mayor concentración en los clientes no relacionados locales con 84,11% (US\$ 39,10 millones), seguido por los clientes relacionados locales con 8,63% (US\$ 4,01 millones) concluyendo con clientes no relacionados del exterior con 7,26% (US\$ 3,37 millones).

Por su parte, los inventarios totalizan US\$ 40,46 millones a noviembre 2022, aumentando interanualmente en +13,49% (US\$ +4,81 millones), a causa de la mejora en el desempeño de las ventas, hecho que ha permitido una rotación del inventario más favorable. De tal manera que, la rotación de días del inventario cuenta con un promedio de 75 días disminuyendo en 10 días frente a su similar periodo del año pasado (85 días) definiendo la velocidad en que la empresa convierte sus inventarios en ventas; considerando que, históricamente el promedio alcanza los 82 días (2017-2021).

### Monto Máximo de Valores en Circulación

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de noviembre de 2022, los valores emitidos y por emitir que mantiene Productora Cartonera S.A. en el mercado de valores, se encuentran bajo el 200% de su patrimonio, según lo estipulado en la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 30 de noviembre de 2022	
Detalle	Valor
<b>Patrimonio</b>	<b>58.029.741,11</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>116.059.482,22</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	16.673.919,49
Monto por emitirse	-
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse</b>	<b>16.673.919,49</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>28,73%</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa la segunda posición en la prelación de pagos, la cual está respaldada por los activos libres de gravamen en 0,19 veces, como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a noviembre 2022				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	4.457.936,21	16.673.919,49	49.632.488,32	53.168.622,43
Pasivo Acumulado	4.457.936,21	21.131.855,70	70.764.344,02	123.932.966,45
<b>Fondos Líquidos (Caja y Bancos)</b>	7.297.107,62			
<b>Activos Libres de Gravamen</b>	108.564.408,88			
Cobertura Fondos Líquidos	0,61	2,90	9,70	16,98
Cobertura ALG	0,04	0,19	0,65	1,14

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

#### Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

#### Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados financieros auditados de Productora Cartonera S.a. de los años 2016 a 2018 por la firma BDO Ecuador S.A. y para los períodos 2019, 2020 y 2021 por la firma Moore & Asociados Cía. Ltda. Cabe indicar que los informes de auditoría externa de los años 2018<sup>10</sup> y 2020<sup>11</sup> presentan salvedades. Adicionalmente, estados financieros internos e información interna con corte a noviembre 2021 y 2022.
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 8 de enero de 2020 (Aprobación Octava Emisión de Obligaciones).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 13 de mayo de 2020 (Aprobación Novena Emisión de Obligaciones).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 06 de julio de 2021 (Aprobación Décima Emisión de Obligaciones).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de fecha 21 de julio de 2022 (Aprobación Décima Primera Emisión de Obligaciones).
- Prospecto de Oferta Pública (VIII-IX-X-XI Emisión) de Obligaciones a Largo Plazo.
- Declaración Juramentada de Activos que Respaldan la Emisión.
- Declaración Juramentada de Activos que Respaldan la Emisión (X -XI).
- Escritura Pública Notarizada con fecha 13 de septiembre de 2022 de constitución del Fideicomiso Flujos Emisión Bono Verde".
- Certificado de Activos Libres de Gravamen de Productora Cartonera S.A. al 30 de noviembre de 2022.
- Carta ISSPOL notificación totalidad de pago de facturas pendientes 2022.
- Otros papeles de trabajo.

#### Presencia Bursátil

##### Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es un mecanismo en el que se realizan todas las operaciones de inversión, dirigidas al financiamiento de diferentes actividades que generan una rentabilidad. Esto, se lo realiza a través de la emisión y negociación de valores, de corto o largo plazo, así como con operaciones realizadas de forma directa en las Bolsas de Valores. Entre las principales ventajas del mercado de valores está, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

La cultura bursátil del Ecuador no se acopla a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece este mercado, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y durante el 2020 un 13%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2021, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 15.702 millones lo

<sup>10</sup> Al 31 de Diciembre de 2018 la compañía mantiene US\$ 495,270 que corresponden anticipos a proveedores, rubro que presenta una antigüedad superior a 360 días, sobre los cuales la administración no proporcionó un análisis de cómo se liquidarían estos saldos. Adicionalmente, la compañía mantenía un total de US\$ 664,656 por importaciones de materia prima en tránsito y US\$ 763,482 por repuestos, sobre los cuales, nos disponía de información suficiente y competente en la cual se evidencie el tipo de negociación y fecha de llegada de las importaciones.

<sup>11</sup> En consecuencia, al incendio ocurrido el 2 de noviembre del 2020, la Compañía al 31 de diciembre del 2020 mantiene en el rubro Cuentas por cobrar otras aproximadamente US\$23.000.000 correspondiente principalmente a los activos siniestrados. Productora Cartonera S.A. se encuentra en un proceso de reclamo administrativo ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros contra la compañía de seguros Zurich Seguros Ecuador S.A. a causa de las divergencias de criterios en cuanto a definir la cobertura en la que las partes califican al siniestro, lo cual afecta los valores que corresponden a la liquidación económica. La Compañía Productora Cartonera S.A. se encuentra reclamando el valor aproximado de US\$51.900.000 determinado por el ajustador del siniestro, mientras que la compañía Zurich Seguros Ecuador S.A. reconoce únicamente el valor de US\$3.000.000 menos el respectivo deducible. La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en base a los descargos recibidos, ha dispuesto a favor de la Compañía Productora Cartonera S.A. el pago parcial del valor reclamado por aproximadamente US\$40.250.000, lo cual ha originado que Productora Cartonera S.A. impugne los valores no reconocidos de aproximadamente US\$11.700.000

que representa un 14,8% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 32,08% en comparación con su similar periodo anterior.

Para septiembre de 2022, el monto bursátil nacional negociado ascendió a US\$ 9,998 millones con una ponderación de 8,8% en el PIB. Al considerar el mercado por sector, se observa que los títulos emitidos por el sector privado se poseen una menor participación con respecto al sector público, al ponderar el 47,72%, mientras que sector público representó el 52,28%<sup>12</sup>

Para septiembre de 2022, las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 47%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Bonos del Estado, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 52%. Los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional son el Comercial (29,58%), seguido del Industrial (26,05%), Servicios (12,86%), Agrícola, Ganadero, Pesquero y Maderero (11,25%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior. De todos estos emisores, aproximadamente el 82,96% corresponden a Guayas y Pichincha. Es decir, las principales ciudades del país son los primordiales dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El 2020 fue un año desafiante para el Mercado bursátil ecuatoriano, en primera instancia la Crisis Sanitaria por Covid-19 afectó a la liquidez de la economía en general, varias empresas se vieron afectadas por lo coyuntural por lo que incluso de los 333 emisores en la bolsa del país un 15% se acogió a la Resolución que emitió la Junta de Regulación Financiera en donde reprogramaron el pago de cuotas de capital con el objetivo de no ajustar la liquidez. Otro evento clave fue la intervención de varios partícipes de mercado bursátil (Casa de Valores y Depósito Centralizado de Valores) tras las investigaciones por parte de la Fiscalía y la Superintendencia de Compañías luego que el Ministerio de Gobierno emitiera sus denuncias por movimientos extrabursátiles en los que el Instituto de Seguridad Social de la Policía invirtió US\$ 532 millones; proceso que impactó negativamente la imagen del mercado.

A pesar de que durante el 2020 se observó un leve incremento en las negociaciones en comparación con el 2019, este comportamiento obedece más a transacciones de títulos del sector público. Para el 2021, la economía se reactivó paulatinamente, haciendo que el consumo de los hogares se incremente y las actividades económicas regresen a la normalidad, es así se observa que para este año se reportaron un total de US\$ 15.701,59 millones de montos negociados a nivel nacional en donde el 85% se encontraba en el mercado primario y 15% en el mercado secundario. Para septiembre de 2022 se reportaron US\$ 9.998,08 millones de los cuales el 81% se encuentran en el mercado primario y el resto en el secundario.

#### Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>11</sup>. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{N^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{N^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Con fecha de corte a noviembre 2022, la presencia bursátil de los instrumentos que mantiene Productora Cartonera S.A. registra actividad de acuerdo con la Bolsa de Valores de Guayaquil. Dicha observación, obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario. A continuación se presenta el detalle al último mes negociado según corresponda:

Presencia Bursátil – noviembre 2022											
Emisor / Originador	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Resolución SCVS	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Procarsa S.A.	VIII Emisión de Obligaciones	15.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766 (13/2/2020)	Guayaquil	1	180.000	20	abr-22	1	20	5,00%
Procarsa S.A.	IX Emisión de Obligaciones	20.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409 (8/6/2020)	Guayaquil	4	94.596	22	sep-22	4	22	18,18%
Procarsa S.A.	X Emisión de Obligaciones	15.000.000	SCVS-INMV-DNAR-2021-00009584 (26/10/2021)	Guayaquil	1	12.001	20	nov-22	1	20	5,00%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil / Elaboración: PCR

La Calificadora considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen

<sup>12</sup> Cifras tomadas a septiembre de 2022 de la Bolsa de Valores de Quito, *Boletines Mensuales*

los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

Para medir la aceptabilidad del valor, PCR ha considerado la colocación de los instrumentos vigentes del emisor:

A noviembre de 2022, Productora Cartonera S.A. cuenta con tres instrumentos financieros en el mercado de valores.

Presencia Bursátil noviembre 2022 (US\$)				
Instrumento	Fecha de Aprobación	Monto Aprobado	Saldo de Capital	Calificaciones
VIII Emisión de Obligaciones de Productora Cartonera S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2020-00001766 (13/2/2020)	15.000.000	3.060,34	"AA" PCR
IX Emisión de Obligaciones de Productora Cartonera S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2020-00003409 (8/6/2020)	20.000.000	2.105.582	"AA" PCR
X Emisión de Obligaciones de Productora Cartonera S.A.	SCVS-INMV-DNAR-2021-00009584 (26/10/2021)	15.000.000	11.508.000	"AA+" PCR
<b>TOTAL</b>		<b>50.000.000</b>	<b>16.673.919</b>	

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Hechos de importancia

- El 2 de noviembre de 2020, se produjo una paralización de las actividades de producción por un incendio en las instalaciones de la bodega de almacenamiento de materia prima de Productora Cartonera S.A.
- El 11 de febrero del 2022 la empresa recibió el pago de US\$ 2.700.000,00 millones correspondiente al cheque entregado por la compañía Zurich dentro del Juicio de Consignación, el cual fue entregado en esa fecha luego de los desistimientos correspondientes de cada parte. El 16 de Febrero del 2022, se recibió el pago de US\$ 15.185.261,65 como otro abono luego del cumplimiento de los desistimientos efectuados. El Contrato Transaccional y Finiquito antes referido, tiene la calidad de reservado y confidencial pero es importante anotar que el valor de la indemnización acordada en el Acuerdo Transaccional es superior al 50% del valor del resolución administrativa que indicaba un monto a pagar de US\$ 40.259.177 millones.
- A agosto 2022 el emisor cuenta con el Convenio de Facilidades de Pago firmado entre la ISSPOL y SURPAPEL CORP S.A. correspondiente a las Facturas Comerciales vencidas.
- Con fecha 24 de enero de 2023 se confirma mediante carta firmada por el Gerente General y Representante Legal de SURPAPEL CORP S.A. hacia la ISSPOL para notificar el pago total de US\$ 398.438,72 dólares, correspondientes al pago de la totalidad del valor efectivo y uso de facturas comerciales desmaterializadas. la Compañía SURPAPEL CORP S.A. ha pagado la totalidad del valor establecido en la tabla de amortización del acuerdo de Facilidades de Pago suscrito con fecha 28 de septiembre de 2022 del capital e intereses devengados de las facturas. (La información a detalle se encuentra en el apartado Facturas Comerciales Negociables del presente informe, con la información remitida por ProcarSA.)

### Relación con Empresas Vinculadas

Productora Cartonera S.A. tiene como empresas relacionadas a:

EMPRESAS QUE CONFORMAN EL GRUPO SURPAPEL					
Empresa	Actividad Económica	Activos	Pasivos	Patrimonio	Utilidad Neta
		Cifras a diciembre 2021 (US\$)			
Productora Cartonera S.A.	Fabricación de cajas de cartón que cumple con estrictos estándares de calidad y contribuye con el desarrollo del sector exportador e industrial del país.	206.336,83	152.134,49	54.202.340	1.001.918
Surpapelcorp S.A.	Fabricación de papel con materia prima 100% reciclada y cumple con especificaciones de calidad de clase mundial.	211.696.802	174.368.083	37.328.717	19.413
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	Su objeto social es la tenencia de activos de un grupo de empresas filiales y tener el control de la propiedad del grupo. Adicionalmente tiene por objeto ser una tenedora de acciones, también denominada Holding.	196.459,91	159.150,71	37.328,72	19,413
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	Reciclaje de todo tipo de cartón, papel, plástico, pet, botella de plástico, chatarra, entre otros, para su comercialización y venta al por mayor y menor de los materiales de reciclamiento e inclusive actividades de reciclaje en general.	18.197.433	12.162.556	6.034.877	269.399
Escobar Ruiz Cia. Ltda. (Cartonera Pichincha)	Elaboración de productos de cartón, su industrialización y comercialización.	4.223.037	3.855.812	367.225	-24.053
Stup S.A. y subsidiarias <sup>13</sup> (cifras a 2020)	Compra, venta, alquiler y explotación de bienes inmuebles	21.446.786	19.333.312	2.115454	79.379

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: PCR

### Cuentas por Cobrar Relacionadas

En lo referente a las cuentas por cobrar relacionadas de Productora Cartonera S.A. consolidadas (corto y largo plazo) contabilizan US\$ 21,28 millones con una participación del 10,01% (consolidado) sobre el total de activos. De manera independiente, las cuentas por cobrar relacionadas a corto plazo decrecen en -

<sup>13</sup> Centro de Acopio ACOPRODU S.A. – Almacenamiento y depósito para todo tipo de productos.  
Recicladores Industriales del Ecuador RECINDOR S.A. – Servicios de reciclaje de todo tipo.  
LAMISURP S.A. – Fabricación, importación y exportación de contenedores y sus complementos.

5,55% (US\$ -923,82 mil) a corte interanual, debido a la variación de la cuenta correspondiente a Surpapelcorp S.A. (US\$ -2,62 millones) y Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. (US\$ -2,05 millones).

Con relación a las cuentas por cobrar relacionadas al largo plazo se encuentra únicamente la cuenta de Surpapelcorp S.A. que aumenta en (US\$ +1,18 millones). Por último, existe un incremento consolidado del total de cuentas por cobrar relacionadas de US\$ +259,77 mil. A continuación se presenta un detalle:

Cuentas por Cobrar Relacionadas Totales (US\$)				
Cliente	nov-21	nov-22	Variación (US\$)	Participación 2022 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	5.564.676,37	5.823.863,67	259.187,30	27,36%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	51.321,97	2.097.966,44	2.046.644,47	9,86%
Soluciones de Empaques Sde S.A.	1.593.229,70	1.593.229,70	-	7,49%
Surpapelcorp S.A.	8.384.122,73	5.766.075,64	-2.618.047,09	27,09%
Soluempaqués S.A.	262.956,36	433.831,48	170.875,12	2,04%
Selap S.A.	782.478,16	-	-782.478,16	0,00%
<b>Total cuentas por cobrar relacionadas Corto Plazo</b>	<b>16.638.785,29</b>	<b>15.714.966,93</b>	<b>-923.818,36</b>	<b>73,83%</b>
Surpapelcorp S.A.	4.385.630,46	5.569.217,93	1.183.587,47	26,17%
<b>Total cuentas por cobrar relacionadas Largo Plazo</b>	<b>4.385.630,46</b>	<b>5.569.217,93</b>	<b>1.183.587,47</b>	<b>26,17%</b>
<b>Total cuentas por cobrar relacionadas</b>	<b>21.024.415,75</b>	<b>21.284.184,86</b>	<b>259.769,11</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Cuentas por Pagar Relacionadas

Las cuentas por pagar partes relacionadas del corto plazo contabilizan US\$ 4,69 millones, cifra que se contrae en -57,08% (US\$ -6,24 millones) en un comparativo anual. A nivel estructural, está compuesta por obligaciones pendientes con su relacionada SURPAPEL CORP por US\$ 5,45 millones y por Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A. con US\$ 1,21 millones; de tal modo que, los días de cuentas por pagar relacionadas se sitúan en 9 días al finalizar noviembre 2022, decreciendo en 17 días frente a noviembre 2021 (26 días).

Cuentas por pagar relacionadas (US\$)				
Cliente	nov-21	nov-22	Variación (%)	Participación 2022 (%)
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.	1.214.782,01	1.214.782,01	0,00%	-25,91%
Repapers Reciclaje del Ecuador S.A.	-723.923,34	-308.266,08	-57,42%	6,57%
SELAP S.A.	-780.403,33	-84.019,02	-89,23%	1,79%
Soluciones de Empaques SDE S.A.	-	-	-	0,00%
Soluempaqués S.A.	-109.220,33	-60.460,92	-44,64%	1,29%
Surpapelcorp S.A.	-10.524.960,80	-5.450.511,23	-48,21%	116,25%
<b>Total cuentas por pagar relacionadas</b>	<b>-10.923.725,79</b>	<b>-4.688.475,24</b>	<b>-57,08%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

### Facturas Comerciales Negociables

Productora Cartonera S.A. ha adquirido deuda por concepto de facturas comerciales negociables a través de mercado bursátil de la Bolsa de Valores. Se detalla a continuación la propuesta de pagos mensuales a realizarse en el primer semestre del 2022

Detalle de Pagos Productora Cartonera S.A.						
Saldo Pendiente de Pago	832.589,94					
Fecha último Pago	28/12/2021					
Emisor	Año	Mes	Saldo Pendiente	Cupón	Interés Mora	Total a Pagar
Productora Cartonera S.A. (SurpapelCorp S.A.)	2021	Diciembre	832.589,94	-	-	-
		Enero	693.824,95	138.764,99	7.784,72	146.549,71
	2022	Febrero	555.059,96	138.764,99	5.342,45	144.107,44
		Marzo	416.294,97	138.764,99	4.731,89	143.496,88
		Abril	277.529,98	138.764,99	3.434,43	142.199,42
		Mayo	138.764,99	138.764,99	2.365,94	141.130,93
		Junio	-	138.764,99	1.144,81	139.909,80

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Cabe señalar que, el emisor realizó un abono a la FCN # 17587 por US\$ 214.803,10 mil a la ISSPOL con fecha de reporte (DECEVALE) el 02 de febrero de 2021.

A continuación se presenta un detalle de las facturas pendientes de pago:

Aceptante	Fecha Emisión	Fecha Vcto	Emisor Fcn	Monto	# Operación	FCN	Status	Saldo Vigente
Procarisa	17/7/2020	16/1/2021	Surpapelcorp	698.802,27	Liq. 279389	001-003-000017643	Pendiente	698.802,27
Procarisa	30/6/2020	29/12/2020	Surpapelcorp	2.372.138,57	Liq. 278582	001-003-000017587	Pendiente	2.174.460,36
<b>Saldo</b>				<b>3.070.940,84</b>				<b>2.873.262,63</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Adicionalmente, se realizó por parte de la Gerencia de Surpapelcorp S.A. un comunicado a la Intendencia Nacional de Mercado de Valores, donde se informa por las acciones tomadas para el pago de las facturas pendientes, de tal modo que:

- Con fecha 3 de agosto de 2022 Surpapelcorp S.A. recibió por parte del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISSPOL), el requerimiento de pago voluntario Nro. OP-2022-005-

DSS-COI-ISSPOL, con el propósito de que dentro de los 10 días término, Surpapelcorp S.A. proceda al pago voluntario o solicite facilidades de pago.

- Con fecha 5 de agosto de 2022, Surpapelcorp S.A. solicitó facilidades de pago respecto al pago respecto del saldo de capital de las facturas antes mencionadas, el cual asciende a US\$ 2'873.262,63 millones.

Se detalla además que, en conformidad con el numeral 4 del artículo 24 del reglamento para el ejercicio de la potestad coactiva del instituto de seguridad social de la policía nacional, se estableció por parte de Surpapelcorp S.A. la garantía real a constituirse para garantizar el pago de las obligaciones, dentro de las facilidades de pago solicitadas.

Con este antecedente, Surpapelcorp S.A. se encontraba a la espera de que la ISSPOL resuelva sobre la solicitud de las facilidades de pago presentadas, para poder instrumentar todos los documentos que sean necesarios respecto del pago de las facturas comerciales antes mencionadas.

En base a lo antes presentado y a información proporcionada por el emisor, se observa que la deuda vigente por pagar de Procarsa S.A. se encuentra en estado vencida. No obstante, se ha realizado de la aceptación por parte de la ISSPOL en un Convenio de Facilidades de Pago donde se cita los siguiente "Sustentado en los artículos del 21 al 26 del Reglamento para el Ejercicio de la Potestad Coactiva del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional, ISSPOL; y, una vez que se ha analizado la propuesta de facilidades de pago presentada por la Sociedad SURPAPEL CORP S,A, mediante oficios/n de 5 de agosto 2022 y su alcance ingresado con oficio s/n de 29 de agosto de 2022; se ha determinado que cumple con los parámetros establecidos en la normativa interna y a lo ordenado en el Requerimiento de Pago Voluntario Nro. OP-2022-005-DSS-COI-ISSPOL de 3 de agosto de 2022 y al encontrarnos dentro del término establecido se suscribe el presente Convenio de Facilidades de Pago; presenta cláusulas de cumplimiento"

Con fecha 16 de diciembre del 2022, mediante carta realizada por el Sr. Walter Marholz Aranguiz en calidad de Gerente General y Representante Legal de la Compañía SURPAPEL CORP S.A. dirigida al Director General del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional ISSPOL se notifica el pago de US\$ 2.652.251,83 correspondiente al pago de la totalidad del valor efectivo y rendimiento de las facturas comerciales desmaterializadas números 001-003-000017587 y 001-003-000017643 emitidas por SURPAPEL CORP S.A., cuyo inversionista es el INSTITUTO DE SEGURIDAD SOCIAL DE LA POLICIA NACIONAL, ISSPOL, valores que fueron transferidos por PROCARSA S.A. al DEPOSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.

Con fecha 24 de enero de 2023, mediante carta realizada por el Sr. Walter Marholz Aranguiz en calidad de Gerente General y Representante Legal de la Compañía SURPAPEL CORP S.A. dirigida al Director General del Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional ISSPOL comunica que se realizó el pago de US\$ 398.438,72 correspondiente al pago de la totalidad del valor efectivo y uso de fondos de las facturas comerciales desmaterializadas números 001-003-000017587 y 001-003-000017643 emitidas por SURPAPEL CORP S.A., cuyo inversionista es el INSTITUTO DE SEGURIDAD SOCIAL DE LA POLICIA NACIONAL, ISSPOL, valores que fueron transferidos por PROCARSA S.A. como aceptante de las facturas cuyo comprobante de transferencia se adjuntó en la carta enviada. En consecuencia, la Compañía SURPAPEL CORP S.A. ha pagado la totalidad del valor establecido en la tabla de amortización del acuerdo de Facilidades de Pago suscrito con fecha 28 de septiembre de 2022 del capital e intereses devengados de las facturas.

#### Miembros de Comité



**Econ. Gabriela Calero**



**Ing. Francisca Remache**



**Lic. Carlos Polanco**

## Anexos

ANEXO 1: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO		
	PARCIAL	TOTAL
<b>FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>		
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	151.736.241,80	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(130.785.012,41)	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)		
<b>EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES</b>	<b>20.951.229,39</b>	
gastos financieros ( intereses pagados )	(8.410.858,17)	
(Otros pagos por actividades de operación)	100.968,88	
Impuestos y Contribuciones ( impuestos a las ganancias pagados)	77.765,87	
	<u>(8.232.123,42)</u>	
<b>EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		<b>12.719.105,97</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo		
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	(3.054.177,81)	
Importes procedentes de ventas de activos intangibles		
Compras de activos intangibles		
Importes procedentes de otros activos a largo plazo		
Compras de otros activos a largo plazo		
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		<b>(3.054.177,81)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		
Otras entradas, salidas de efectivo	(1.426.253,04)	
Pagos de préstamos	(41.967.912,88)	
Financiación por préstamos a largo plazo	38.599.011,29	
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		<b>(4.795.154,63)</b>
<b>VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO</b>		<b>4.869.773,53</b>
<b>SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO</b>		<b>3.880.313,65</b>
<b>SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO</b>		<b>8.750.087,18</b>
<b>CONCILIACIÓN DE LA UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS Y PARTIDA EXTRAORDINARIA CON EL</b>		
Utilidad neta antes de impuestos y participación trabajadores		139.932,17
<b>AJUSTES:</b>		
Gasto depreciación		5.357.291,92
Gasto provisión incobrables		741.408,06
<b>EFFECTIVO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN ANTES DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO</b>		<b>6.238.632,15</b>
Ganancias (pérdidas) en valor razonable		4.841.137,50
Retenciones IVA por pagar		121.008,11
Retenciones Impuesto a la renta por pagar		165.331,12
Beneficios Laborales por pagar		1.352.997,09
<b>EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		<b>12.719.105,97</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

ANEXO 1: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO		
	PARCIAL	TOTAL
<b>FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>		
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	204.755.059,51	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(180.995.067,33)	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)		
<b>EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES</b>	<b>23.759.992,18</b>	
gastos financieros ( intereses pagados )	(9.637.585,17)	
(Otros pagos por actividades de operación)	(1.246.106,87)	
Impuestos y Contribuciones ( impuestos a las ganancias pagados)	(717.697,48)	
	<u>(11.601.389,52)</u>	
<b>EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		<b>12.158.602,66</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo		
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	(5.559.801,85)	
Importes procedentes de ventas de activos intangibles		
Compras de activos intangibles		
Importes procedentes de otros activos a largo plazo		
Compras de otros activos a largo plazo		
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		<b>(5.559.801,85)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		
Otras entradas, salidas de efectivo	1.653.780,81	
Pagos de préstamos	(30.599.165,97)	
Financiación por préstamos a largo plazo	26.826.749,25	
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		<b>(2.118.635,91)</b>
<b>VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO</b>		<b>4.480.164,90</b>
<b>SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO</b>		<b>2.816.942,72</b>
<b>SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO</b>		<b>7.297.107,62</b>
<b>CONCILIACIÓN DE LA UTILIDAD NETA ANTES DE IMPUESTOS Y PARTIDA EXTRAORDINARIA CON EL</b>		
Utilidad neta antes de impuestos y participación trabajadores		5.346.446,94
<b>AJUSTES:</b>		
Gasto depreciación		5.742.136,90
Gasto provisión incobrables		604.453,27
<b>EFFECTIVO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN ANTES DE CAMBIOS EN EL CAPITAL DE TRABAJO</b>		<b>11.693.037,11</b>
Ganancias (pérdidas) en valor razonable		(2.067.905,34)
Retenciones IVA por pagar		109.456,79
Retenciones Impuesto a la renta por pagar		160.546,27
Beneficios Laborales por pagar		2.263.467,83
<b>EFFECTIVO NETO PROVENIENTE DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		<b>12.158.602,66</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Anexo: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$)							
PROCARSA							
Estados Financieros Individuales	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	nov-21	dic-21	nov-22
<b>Balance General</b>							
Efectivo y equivalentes de efectivo	746	1.325	3.436	3.573	8.750	2.817	7.297
Inversiones corrientes	-	500	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar clientes	25.259	31.103	30.035	17.415	37.852	29.030	34.154
Anticipos a Proveedores	-	-	-	-	4.418	-	12.726
Otras cuentas por cobrar	2.894	2.348	3.148	26.298	8.105	29.065	3.477
Cuentas por cobrar partes relacionadas	4.437	1.158	3.624	15.854	16.639	21.123	15.715
Inventarios	21.545	32.782	31.764	26.532	35.652	17.512	40.462
Impuestos por recuperar	5.165	5.490	3.544	5.975	9.437	9.430	8.667
Activos disponibles para la venta	-	2.962	5.001	5.001	5.029	-	4.861
Otros activos corrientes	742	1.212	1.529	329	590	1.866	533
<b>Activo Corriente Prueba Ácida</b>	<b>56.350</b>	<b>77.722</b>	<b>78.456</b>	<b>85.122</b>	<b>109.834</b>	<b>89.719</b>	<b>112.178</b>
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>60.788</b>	<b>78.880</b>	<b>82.081</b>	<b>100.977</b>	<b>126.472</b>	<b>110.842</b>	<b>127.893</b>
Propiedades y equipos	82.667	77.561	81.263	73.724	74.342	78.552	76.467
Inversiones en asociadas	1.301	2.601	2.601	2.601	2.601	2.601	2.601
Cuentas por cobrar partes relacionadas	677	-	4.650	13.183	4.386	14.018	5.569
Otros activos no corrientes	-	464	807	610	450	324	92
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>84.645</b>	<b>80.626</b>	<b>89.321</b>	<b>90.118</b>	<b>81.779</b>	<b>95.495</b>	<b>84.729</b>
<b>Total Activo</b>	<b>145.432</b>	<b>159.507</b>	<b>171.402</b>	<b>191.095</b>	<b>208.251</b>	<b>206.337</b>	<b>212.622</b>
Proveedores	23.642	32.939	14.716	26.692	38.136	40.574	53.169
Otras cuentas por pagar	5.501	3.695	30.252	2.911	13.888	11.173	11.825
Cuentas por pagar partes relacionadas	1.260	6.666	3.514	12.424	10.924	7.141	4.688
Obligaciones financieras Corto Plazo	11.290	10.992	10.183	9.187	6.273	15.265	7.042
Obligaciones emitidas	16.135	20.745	20.278	14.549	3.530	13.018	7.480
Beneficios a empleados	1.244	1.431	1.940	1.092	-	802	-
Pasivos por impuestos corrientes	1.640	1.309	321	28	-	896	-
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>60.711</b>	<b>77.778</b>	<b>81.204</b>	<b>66.884</b>	<b>74.125</b>	<b>88.870</b>	<b>84.203</b>
Proveedores	27.224	17.532	10.515	5.676	12.673	7.270	10.020
Otras cuentas y documentos por pagar	-	-	-	550	6.050	-	5.078
Cuentas por pagar partes relacionadas	3.759	3.764	3.159	5.191	-	2.819	-
Obligaciones financieras Largo Plazo	1.274	1.175	9.191	35.341	59.009	34.896	51.790
Obligaciones emitidas	1.250	5.542	4.500	14.927	-	9.394	-
Obligaciones por beneficios definidos	2.871	2.357	2.638	2.728	2.998	3.320	3.501
Impuestos diferidos	6.016	5.738	7.133	6.598	-	5.566	-
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>42.394</b>	<b>36.108</b>	<b>37.135</b>	<b>71.010</b>	<b>80.729</b>	<b>63.265</b>	<b>70.389</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>103.105</b>	<b>113.885</b>	<b>118.339</b>	<b>137.894</b>	<b>154.854</b>	<b>152.134</b>	<b>154.592</b>
Capital Social	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559	27.559
Reservas	4.232	4.232	4.506	4.953	4.953	4.953	5.053
Otros Resultados Integrales	-	-	-	-	-	-	-
Resultados acumulados	10.537	13.831	20.998	20.689	20.886	21.691	25.418
<b>Total Patrimonio</b>	<b>42.327</b>	<b>45.621</b>	<b>53.063</b>	<b>53.200</b>	<b>53.397</b>	<b>54.202</b>	<b>58.030</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>29.949</b>	<b>38.454</b>	<b>44.152</b>	<b>74.004</b>	<b>68.812</b>	<b>72.573</b>	<b>66.311</b>
Corto Plazo	27.425	31.737	30.461	23.737	9.803	28.283	14.521
Largo Plazo	2.524	6.717	13.691	50.267	59.009	44.290	51.790
<b>Estado de Ganancia y Pérdidas</b>							
Ingresos Operacionales	120.385	155.348	169.618	143.085	159.727	182.765	207.588
(-) Costos de ventas	102.510	134.289	142.436	123.427	138.919	159.470	177.636
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>17.875</b>	<b>21.060</b>	<b>27.182</b>	<b>19.658</b>	<b>20.808</b>	<b>23.295</b>	<b>29.952</b>
(-) Gastos operacionales	10.241	12.377	14.528	11.191	12.379	14.746	14.523
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>7.635</b>	<b>8.683</b>	<b>12.654</b>	<b>8.467</b>	<b>8.429</b>	<b>8.549</b>	<b>15.429</b>
(-) Gastos Financieros	3.845	4.689	6.996	8.690	8.411	9.221	9.638
Otros Ingresos	-350	-482	80	571	122	1.212	-445
<b>Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta</b>	<b>3.440</b>	<b>3.512</b>	<b>5.738</b>	<b>349</b>	<b>140</b>	<b>540</b>	<b>5.346</b>
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto a la Renta	1.049	771	1.409	211	-57	462	1.519
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>2.390</b>	<b>2.741</b>	<b>4.329</b>	<b>137</b>	<b>197</b>	<b>1.002</b>	<b>3.827</b>
(-) Otros Resultados Integrales	-353	517	7.412	-	-	-	-
<b>Total Resultado Integral del Período</b>	<b>2.037</b>	<b>3.258</b>	<b>11.741</b>	<b>137</b>	<b>196,71</b>	<b>1.002</b>	<b>3.827</b>

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Anexo: Márgenes e Indicadores Financieros (% , Miles US\$, veces y días)							
PROCARSA							
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	nov-21	dic-21	nov-22
<b>Márgenes</b>							
Costos de Venta / Ingresos	85,15%	86,44%	83,97%	86,26%	86,97%	87,25%	85,57%
Margen Bruto	14,85%	13,56%	16,03%	13,74%	13,03%	12,75%	14,43%
Gastos Operacionales / Ingresos	8,51%	7,97%	8,57%	7,82%	7,75%	8,07%	7,00%
Margen EBIT	6,34%	5,59%	7,46%	5,92%	5,28%	4,68%	7,43%
Gastos Financieros / Ingresos	3,19%	3,02%	4,12%	6,07%	5,27%	5,05%	4,64%
Margen Neto	1,69%	2,10%	6,92%	0,10%	0,12%	0,55%	1,84%
Margen EBITDA	9,40%	8,44%	10,43%	9,99%	8,79%	7,88%	10,52%
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
Depreciación y Amortización	3.677	4.431	5.032	5.834	5.607	5.847	6.416
EBITDA (12 meses)	11.311	13.114	17.687	14.301	15.312	14.395	23.830
EBITDA (acumulado)	11.311	13.114	17.687	14.301	14.036	14.395	21.845
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	2,94	2,80	2,53	1,65	1,67	1,56	2,27
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,41	0,41	0,58	0,60	1,56	0,51	1,64
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,38	0,34	0,40	0,19	0,22	0,20	0,36
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,11	0,12	0,15	0,10	0,10	0,09	0,15
<b>Solvencia</b>							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,59	0,68	0,69	0,49	0,48	0,58	0,54
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,41	0,32	0,31	0,51	0,52	0,42	0,46
Deuda Financiera / Patrimonio	0,71	0,84	0,83	1,39	1,29	1,34	1,14
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,29	0,34	0,37	0,54	0,44	0,48	0,43
Pasivo Total / Capital Social	3,74	4,13	4,29	5,00	5,62	5,52	5,61
Pasivo Total / Patrimonio	2,44	2,50	2,23	2,59	2,90	2,81	2,66
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2,65	2,93	2,50	5,17	4,49	5,04	2,78
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	9,12	8,68	6,69	9,64	10,11	10,57	6,49
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)	1,40%	2,04%	6,85%	0,07%	0,10%	0,49%	1,96%
ROE (12 meses)	4,81%	7,14%	22,13%	0,26%	0,40%	1,85%	7,20%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	1,00	1,01	1,01	1,51	1,71	1,25	1,52
Prueba Ácida	0,93	1,00	0,97	1,27	1,48	1,01	1,33
Capital de Trabajo	76	1.103	877	34.092	52.348	21.973	43.690
<b>Rotación</b>							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	76	72	64	44	78	57	54
Días de Cuentas por Cobrar Relacionadas	13	3	8	40	34	42	25
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	83	88	37	78	91	92	99
Días de Cuentas por Pagar Relacionadas	4	18	9	36	26	16	9
Días de Inventarios	76	88	80	77	85	40	75
Ciclo de conversión de efectivo	77	56	106	47	81	31	47
<b>Flujo de Efectivo</b>							
Flujo Operativo	11.190	(3.826)	571	(30.171)	12.719	8.905	12.159
Flujo de Inversión	(12.522)	(4.101)	(4.658)	(1.421)	(3.054)	(5.646)	(5.560)
Flujo de Financiamiento	1.330	8.505	5.698	31.729	(4.795)	(4.015)	(2.119)
Saldo al inicio del período	749	746	1.825	3.436	3.880	3.573	2.817
Saldo al final del período	746	1.325	3.436	3.573	8.750	2.817	7.297

Fuente: PROCARSA / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello  
Gerente General  
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Ing. Alan Aguirre  
Analista de Riesgo