

# 1 PORTADA

## 1.1 Título:

# PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA

## QUINTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – LARGO PLAZO

### 1.2 Razón Social, nombre comercial del emisor, del estructurador, del colocador y de los promotores.

RAZÓN SOCIAL: PRODUCTORA CARTONERA S.A.  
NOMBRE COMERCIAL: PROCARSA  
ESTRUCTURADOR Y AGENTE COLOCADOR: MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.

### 1.3 Características de la emisión:

Monto de la Emisión:	USD 7.000.000,00	Pago del capital:	Clase A: Al vencimiento Clases B y C: cada 90 días (trimestral) Clase D: cada 90 días (trimestral) con un año de gracia
N° Emisión:	V Emisión de Obligaciones	Pago de interés:	Clase A: cada 30 días (mensual) Clases B, C y D: cada 90 días (trimestral)
Tipo de emisión:	Títulos desmaterializados de USD 1,00 cada uno.	Calificadora de Riesgos:	Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A.
Clases:	Clase A: USD 500.000,00 Clase B: USD 1'000.000,00 Clase C: USD 3'000.000,00 Clase D: USD 2'500.000,00	Calificación de riesgo:	AA
Plazo:	Clase A: 390 días Clase B: 720 días Clase C: 1080 días Clase D: 1440 días	Agente Pagador Emisión desmaterializada:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)
Tasa de interés:	Clase A: Fija anual 7.50% Clase B: Fija anual 7.80% Clase C: Fija anual 8.00% Clase D: Fija anual 8.50%	Rep. de Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic y Asociados S.A.

### 1.4 Razón social de la calificadora de riesgo y la categoría de la calificación de la emisión:

Razón social de la calificadora de riesgo: Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A.  
Categoría de la calificación: AA

### 1.5 Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que aprueba la emisión y contenido del prospecto , autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores:

Número y fecha de Resolución:  
Número y fecha de inscripción del valor:  
Número y fecha de inscripción del Emisor: No.2010.2.01.00456 de 22 septiembre 2010

### 1.6 Cláusula de Exclusión según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero):

*La aprobación del prospecto de oferta pública de obligaciones por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, no implica la recomendación de ésta ni de los miembros de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre el precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la misma.*

## Contenido

<b>1</b>	<b>PORTADA.....</b>	<b>1</b>
1.1	<i>Título:.....</i>	1
1.2	<i>Razón Social, nombre comercial del emisor, del estructurador, del colocador y de los promotores.....</i>	1
1.3	<i>Características de la emisión: .....</i>	1
1.4	<i>Razón social de la calificador de riesgo y la categoría de la calificación de la emisión:.....</i>	1
1.5	<i>Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que aprueba la emisión y contenido del prospecto , autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores:.....</i>	1
1.6	<i>Cláusula de Exclusión según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero): .....</i>	1
<b>2</b>	<b>INFORMACIÓN GENERAL DEL EMISOR .....</b>	<b>5</b>
2.1	<i>Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor:.....</i>	5
2.2	<i>Número del R.U.C:.....</i>	5
2.3	<i>Domicilio, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico del emisor y de sus oficinas principales:.....</i>	5
2.4	<i>Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil:.....</i>	5
2.5	<i>Plazo de duración de la compañía: .....</i>	5
2.6	<i>Objeto social:.....</i>	5
2.7	<i>Capital suscrito, pagado y autorizado, de ser el caso (al 31 de enero de 2016): .....</i>	6
2.8	<i>Número de acciones, valor nominal de cada una, clase y series:.....</i>	6
2.9	<i>Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del 10% de las acciones representativas del capital suscrito de la Compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación: ..</i>	6
2.10	<i>Cargo o función, nombres y apellidos del representante legal, de los administradores y de los directores, si los hubiere:.....</i>	6
2.11	<i>Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía al 31 de enero 2016: .....</i>	7
2.12	<i>Referencia de empresas vinculadas de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), en esta codificación así como en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y en sus normas complementarias, de ser el caso. ....</i>	9
2.13	<i>Participación en el capital de otras sociedades: .....</i>	11
2.14	<i>Gastos de la emisión: .....</i>	11
<b>3</b>	<b>DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO DEL EMISOR .....</b>	<b>12</b>
3.1	<i>Descripción del entorno económico en que desarrolla sus actividades y el desempeño de la empresa, en el sector al que pertenece .....</i>	12
3.1.1	<i>Entorno macroeconómico .....</i>	12
3.1.2	<i>Entorno en donde desarrolla sus actividades .....</i>	16
3.2	<i>Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía: .....</i>	21

3.3	<i>Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento, de los últimos tres años o desde su constitución, si su antigüedad fuere menor:</i>	28
3.4	<i>Factores de riesgo asociados con la compañía, con el negocio y con la oferta pública que incluyan: desarrollo de la competencia, pérdidas operativas, tendencia de la industria, regulaciones gubernamentales y procedimientos legales.</i>	30
3.4.1	<b>Análisis FODA</b>	<b>30</b>
3.4.2	<b>Desarrollo de la Competencia y Tendencias de la Industria</b>	<b>30</b>
3.4.3	<b>Pérdidas operativas</b>	<b>31</b>
3.4.4	<b>Regulaciones Gubernamentales y procedimientos legales</b>	<b>32</b>
3.5	<i>Descripción sucinta de la estrategia de desarrollo del emisor en los últimos tres años, incluyendo actividades de investigación y desarrollo de los productos nuevos o mejoramiento de los ya existentes.</i>	33
4	<b>CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN:</b>	<b>34</b>
4.1	<i>Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que haya resuelto la emisión:</i>	34
4.2	<i>Monto y plazo de la emisión:</i>	34
4.3	<i>Unidad monetaria en que se representa la emisión:</i>	34
4.4	<i>Número y valor nominal de las obligaciones que comprenden cada clase:</i>	34
4.5	<i>Obligaciones con la indicación respectiva de ser a la orden o al portador:</i>	34
4.6	<i>Tasa de interés o rendimiento y forma de reajuste, de ser el caso:</i>	34
4.7	<i>Forma de cálculo:</i>	34
4.8	<i>Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses.</i>	34
4.9	<i>Indicación de la presencia o no de cupones para el pago de intereses, su valor nominal o la forma de determinarlo; los plazos tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses y el número de serie:...</i>	35
4.10	<i>Forma de amortización y plazos, tanto para el pago de capital de la obligación como para el de sus intereses:</i>	35
4.11	<i>Razón social del agente pagador, dirección en la que se realizará el pago e indicación de la modalidad de pago:</i>	36
4.12	<i>Detalle de los activos libres de todo gravamen y descripción del tipo de garantía:</i>	37
4.13	<i>Emissiones no convertibles en acciones:</i>	37
4.14	<i>Denominación o razón social del representante de los obligacionistas, dirección domiciliaria y casilla postal, número de teléfono, número de fax, página web y dirección de correo electrónico, si lo hubiere:</i>	37
4.15	<i>Resumen del convenio de representación de los Obligacionistas:</i>	38
4.16	<i>Declaración juramentada del representante de los obligacionistas:</i>	40
4.17	<i>Descripción del sistema de colocación, con indicación del responsable y del asesor de la emisión:</i>	40
4.18	<i>Resumen del contrato de underwriting de existir:</i>	40
4.19	<i>Procedimiento de rescates anticipados:</i>	41
4.20	<i>Destino detallado y descriptivo del uso de los recursos provenientes de la colocación de la emisión de obligaciones.</i>	41
4.21	<i>Informe completo de la calificación de riesgo:</i>	41

4.22	<i>Opinión emitida por la compañía auditora externa con respecto a la presentación, revelación y bases de reconocimiento como activos en los estados financieros de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.</i>	41
4.23	<i>Resguardos y compromisos adicionales:</i>	41
5	<b>INFORMACIÓN ECONÓMICO - FINANCIERA DEL EMISOR:</b>	<b>44</b>
5.1	<i>Los estados financieros auditados con las notas:</i>	44
5.2	<i>Análisis horizontal y vertical de los estados financieros señalados anteriormente</i>	44
5.3	<i>Indicadores Financieros:</i>	60
5.4	<i>Volumen de ventas en unidades físicas y monetarias:</i>	62
5.5	<i>Costos fijos y variables:</i>	63
5.6	<i>Detalle de las Inversiones, adquisiciones y enajenaciones de importancia:</i>	64
5.7	<i>Detalle de las contingencias en las cuales el emisor sea garante o fiador de obligaciones de terceros, con la indicación del deudor y el tipo de vinculación, de ser el caso.</i>	64
5.8	<i>Estado de flujo de efectivo, estado de resultados, y de flujo de caja trimestrales proyectados, al menos, para el plazo de la vigencia de la emisión:</i>	64
	<i>Estado de Flujo de Efectivo Proyectado Trimestral para los períodos comprendidos entre 2016 y 2020</i>	65
	<i>Continuación:</i>	66
	<i>Estado de Resultados proyectado trimestral para los períodos comprendidos entre 2016 y 2020</i>	67
	<i>Continuación:</i>	68
	<i>Estado de Flujo de Caja proyectado trimestral para los períodos comprendidos entre 2015 y 2019</i>	69
	<i>Continuación:</i>	70
5.9	<i>Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las inversiones, adquisiciones y enajenaciones de importancia, realizadas en el último ejercicio económico.</i>	72
6	<b>Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora, en la que conste que la información contenida en el prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa; y que será penal y civilmente responsable, por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.</b>	<b>73</b>
7	<b>Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del emisor en la que detalle los activos libres de gravámenes.</b>	<b>74</b>
	<b>ANEXOS:</b>	<b>75</b>
	<b>Anexo 1:</b> Declaración Juramentada del Representante de Obligacionistas	74
	<b>Anexo 2:</b> Declaración juramentada de los activos libres de gravámenes	76
	<b>Anexo 3:</b> Certificación del monto máximo a emitir	98
	<b>Anexo 4:</b> Estados Financieros Auditados de los años 2014 al 2016	100
	<b>Anexo 5:</b> Estados Financieros internos a mayo 2017	360
	<b>Anexo 6:</b> Premisas de proyección de los estados financieros del año 2017 al 2021	363
	<b>Anexo 7:</b> Informe completo y extracto de la calificación de riesgos	367

## 2 INFORMACIÓN GENERAL DEL EMISOR

### 2.1 Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor:

Razón Social: Productora Cartonera S.A.  
Nombre Comercial: PROCARSA

### 2.2 Número del R.U.C:

RUC: 0990012202001

### 2.3 Domicilio, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico del emisor y de sus oficinas principales:

Información General del Emisor	
Domicilio principal de la Compañía:	Durán – Guayas
Dirección Matriz y establecimiento Principal en la Provincia del Guayas:	Km. 6.5 vía Durán - Tambo
Número de teléfono:	(593) 4 601 1700
Número de fax:	(593) 4 280 0954
Página web:	www.gruposurpapel.com

### 2.4 Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil:

La compañía Productora Cartonera S.A. fue constituida mediante escritura pública celebrada ante el Notario Cuarto del Cantón Guayaquil, Doctor Gustavo Falconí Ledesma, otorgada el 19 de marzo de 1965 e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el 24 de marzo de 1965, número 778.

### 2.5 Plazo de duración de la compañía:

El plazo de duración de la Compañía es hasta el 24 de marzo de 2055.

### 2.6 Objeto social:

El objeto social de la compañía es primordialmente el dedicarse a actividades industriales en el ramo de la elaboración de láminas de cartones para la venta, o para con ellos fabricar cajas que podrían ser empleadas en la movilización de productos y mercadería en general.

**2.7 Capital suscrito, pagado y autorizado, de ser el caso (al 30 de abril de 2017):**

Composición del Capital	
Capital Autorizado:	US\$ 47'389.072,00
Capital Suscrito:	US\$ 27'558.966,40
Capital Pagado:	US\$ 27'558.966,40

**2.8 Número de acciones, valor nominal de cada una, clase y series:**

Número de acciones:	13'779.483,00
Clase:	Ordinarias y nominativas
Valor nominal por cada acción:	US\$ 2,00

**2.9 Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del 10% de las acciones representativas del capital suscrito de la Compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación:**

Accionistas	% Participación	Nacionalidad
Comercializadora de Papeles y Cartones Surpapel S.A.	74.976 %	Ecuatoriana
International Packaging (Procarsa) B.V.	20.000%	Holandesa
Illingworth Guerrero Oscar	5.024 %	Ecuatoriana
<b>Total</b>	<b>100%</b>	

**2.10 Cargo o función, nombres y apellidos del representante legal, de los administradores y de los directores, si los hubiere:**

Nombre	Cargo
Gustavo Andrés Patiño Ocampo	Presidente
Cecilia del Carmen Sierra Morán	Vicepresidente
Andrés Roldán Zuluaga	Gerente General

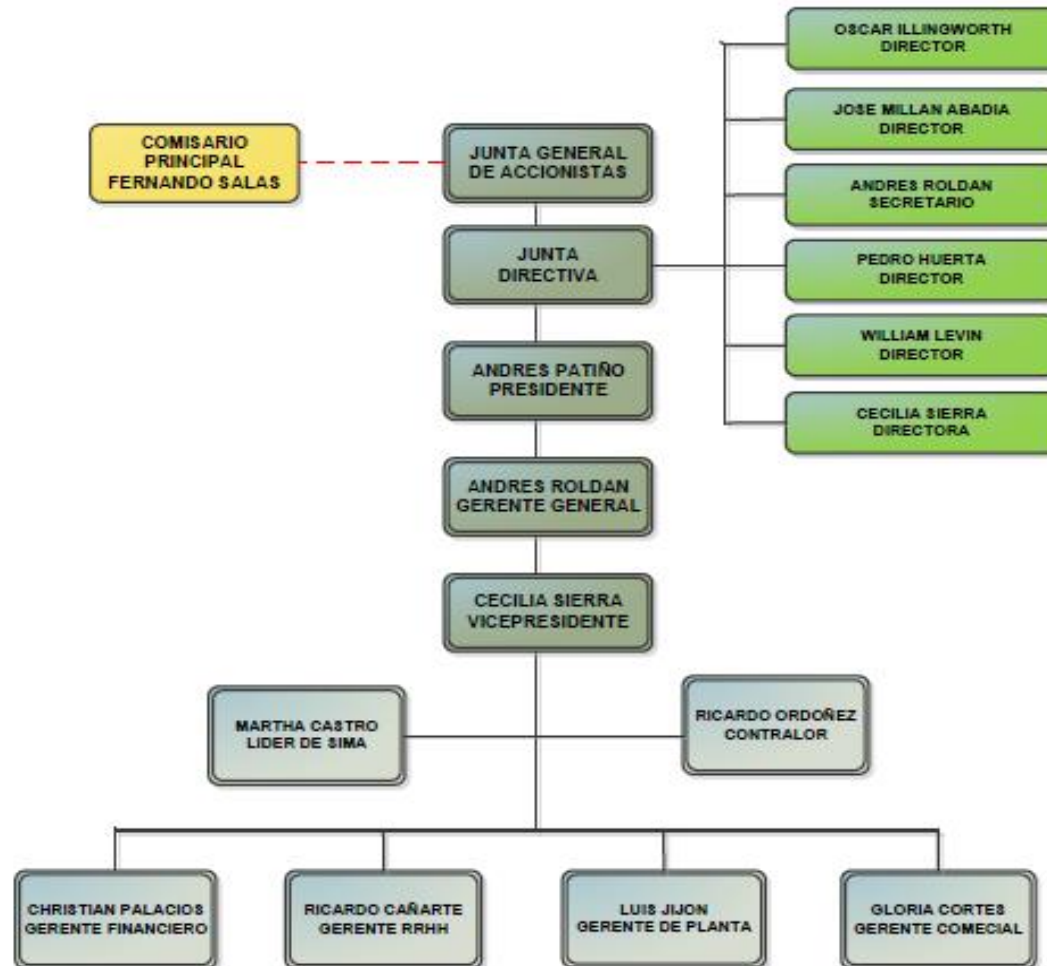
Martha Castro Game	Líder de SIMA
Ricardo Cañarte Jaramillo	Gerente de RRHH
Christian Palacios Manzano	Gerente Financiero
Ricardo Ordoñez Prado	Contralor
Luis Jijón	Gerente de Planta
Gloria Cortez Gallego	Gerente Comercial
Pedro Antonio Huerta Barros	Director
Oscar Antonio Illingworth Guerrero	Director
José Anuar Millán Abadía	Director
William Levin	Director

**2.11 Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía al 30 de abril 2017:**

Áreas	No. empleados
Gerencia Comercial	33
Gerencia Administración	61
Gerencia de Operaciones	14
Gerencia Técnica	29
Planta	347
<b>Total</b>	<b>484</b>

Organigrama de la empresa:

## ORGANIGRAMA DE PRODUCTORA CARTONERA S.A.



Fuente y Elaboración: Productora Cartonera S.A.



**2.12 Referencia de empresas vinculadas de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), en esta codificación así como en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y en sus normas complementarias, de ser el caso.**

Vinculación por gestión del representante legal Sr. Andrés Roldán Zuluaga

Nombre	Situación Legal	ADM / RL
CLOTHING AND OUTFITTERS CO., C.LTDA	CANC. DE INSCRIPCIÓN ANOTADA EN RM	RL
AUSTROHOGAR S.A.	ACTIVA	RL
MOTOSHOP S.A.	ACTIVA	RL

Vinculación por gestión del administrador Sr. Oscar Illingworth

Nombre	Situación Legal	ADM / RL
LOJOA S.A.	ACTIVA	RL
LUNISOL S.A.	ACTIVA	RL
ILCRESA S.A.	ACTIVA	RL
SOLUCIONES DE EMPAQUES SDE S.A.	ACTIVA	SRL

Vinculación por gestión del administrador Sr. José Millán

Nombre	Situación Legal	ADM / RL
COMERCIALIZADORA DE PAPELES Y CARTONES SURPAPEL S.A.	ACTIVA	RL
IN. CAR. PALM. INDUSTRIA CARTONERA PALMAR S.A.	ACTIVA	RL
STUP S.A.	ACTIVA	RL
AMERIWORK S.A.	DISOLUC. Y LIQUIDAC. ANTIC. NO INSC. EN RM	RL
TRADELYSA S.A.	DISOLUC. Y LIQUIDAC. ANTIC. NO INSC. EN RM	RL
SERIALCORP S.A.	ACTIVA	RL
COSTABLUE S.A.	ACTIVA	RL
SURGALARE S.A.	ACTIVA	RL
ATAVICO S.A.	ACTIVA	RL
REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A.	ACTIVA	RL
CENTRO DE ACOPIO ACOPRODU S.A.	ACTIVA	RL
RECICLADORES INDUATRIALES DEL ECUADOR RECINDOR S.A.	ACTIVA	RL

Vinculación por gestión del Administrador Sr. Gustavo Andrés Patiño Ocampo

Nombre	Situación Legal	ADM / RL
SURPAPEL S.A.	Activa	SRL

Vinculación por gestión del Administrador Sra. Cecilia del Carmen Sierra Morán

Nombre	Situación Legal	ADM / RL
GELNA S.A.	DISOLUC. LIQUIDAC. OFICIO INSC. EN RM	RL
TILBRY S.A.	DISOLUC. LIQUIDAC. OFICIO INSC. EN RM	RL
FORNANCE S.A.	ACTIVA	RL

Vinculación por propiedad del representante legal Sr. Andrés Roldán Zuluaga

Expediente	Nombre	Situación Legal	Capital Invertido	Capital Total de la Cia	Valor Nominal
33491	AUSTROHOGAR S.A.	ACTIVA	24.000	80.000	100
95368	MOTOSHOP S. A.	ACTIVA	560	800	1
707985	LOGIC SENSE SOFTWARE LOSENDOFT CIA.LTDA.	ACTIVA	300	900	1

Vinculación por propiedad del Sr. Oscar Illingworth

Expediente	Nombre	Situación Legal	Capital Invertido	Capital Total de la Cia	Valor Nominal
3018	COMPANIA TECNICA NACIONAL TECNAC S.A.	ACTIVA	20.000	200.000	100
9299	GEONAL S.A.	ACTIVA	1800	28000	10
25493	LOJOA S.A.	ACTIVA	7500	30000	7.500
68030	FERROLSA S.A.	ACTIVA	0,32	800	0,04
97887	SURPAPEL CORP S.A.	ACTIVA	995,896.0000	25677000	1
130911	SOLUCIONES DE EMPAQUES SDE S.A.	ACTIVA	160	800	1

Vinculación por propiedad del Sr. José Millán

Expediente	Nombre	Situación Legal	Capital Invertido	Capital Total de la Cia	Valor Nominal
110537	STUP S.A.	ACTIVA	1	800	1
144189	ATAVICO S.A.	ACTIVA	5001	5800	1
167814	LAMISURP S.A.	ACTIVA	1	800	1
133356	INNOVATIVE MANAGEMENT S.A. IN.VA.MA.	DISOLUC. LIQUIDAC. OFICIO INSC. EN RM	400	800	1

Vinculación por propiedad del representante legal Sra. Cecilia Sierra Morán

Expediente	Nombre	Situación Legal	Capital Invertido	Capital Total de la Cia	Valor Nominal
137129	FORNANCE S.A.	ACTIVA	392	800.0000	1.0000
80703	GELNA S.A.	DISOLUC. LIQUIDAC. OFICIO INSC. EN RM	799.96	800.0000	0.0400
99129	TILBRY S.A.	DISOLUC. LIQUIDAC. OFICIO INSC. EN RM	200	800.0000	0.0000
104300	BRISATEL S.A.	DISOLUC. LIQUIDAC. OFICIO INSC. EN RM	800	800.0000	0.0000
108463	PTJ, PLEITOS JUDICIALES S.A.	DISOLUC. LIQUIDAC. OFICIO INSC. EN RM	100	200.0000	0.0400

### 2.13 Participación en el capital de otras sociedades:

Empresas	Sector	% Participación - Capital
ESCOBAR RUIZ CIA.LTDA.	Mercantil	45%
HIDROALTO GENERACION DE ENERGIA S.A.	Mercantil	0.00718%

### 2.14 Gastos de la emisión:

Detalle de Costos de Casa de Valores	% sobre Monto	Valor
Estructurador Financiero	0.30%	21,000
Comisión de Colocación - Casa de Valores	1.00%	70,000
<b>Subtotal</b>	<b>1.30%</b>	<b>91,000</b>
Detalle de Costos de Bolsa de Valores	% sobre Monto	Valor
Comisiones Colocación - Bolsa de Valores	0.09%	6,300
Inscripción / Mantenimiento Bolsa de Valores	0.30%	21,000
<b>Subtotal</b>	<b>0.39%</b>	<b>27,300</b>
Detalle de Costos de Terceros	% sobre Monto	Valor
Estructurador Legal	0.07%	5,000
Custodia de valores desmaterializados (DCV - BCE)	0.03%	2,100
Agente Pagador (DCV - BCE)	0.02%	1,400
Calificadora de Riesgos	0.26%	18,500
Representante de Obligacionistas	0.14%	10,000
Gastos Notariales	0.10%	7,000
Prospecto de oferta pública, publicaciones	0.01%	700
Inscripción Catastro Público Mercado de Valores SCVS	0.04%	2,500
<b>Subtotal</b>	<b>0.67%</b>	<b>47,200</b>
<b>Total costos para la emisión</b>	<b>2.36%</b>	<b>165,500</b>

(\*) **Nota:** el monto revelado por concepto de pago de inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores, corresponde al 0,5% por mil del monto total de la emisión, hasta un monto máximo de US\$ 2.500,00 de acuerdo a lo establecido en el numeral 1, Art. 3, Capítulo VI, Título VII de la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

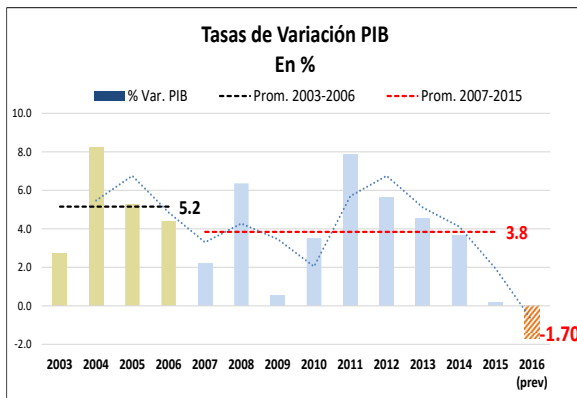
### 3 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO DEL EMISOR

#### 3.1 Descripción del entorno económico en que desarrolla sus actividades y el desempeño de la empresa, en el sector al que pertenece

##### 3.1.1 Entorno macroeconómico

- Breve análisis macroeconómico

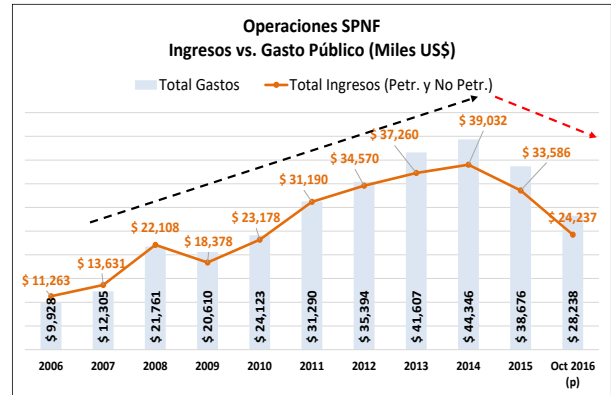
El siguiente gráfico muestra las tasas de variación del PIB ecuatoriano a partir del año 2003:



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

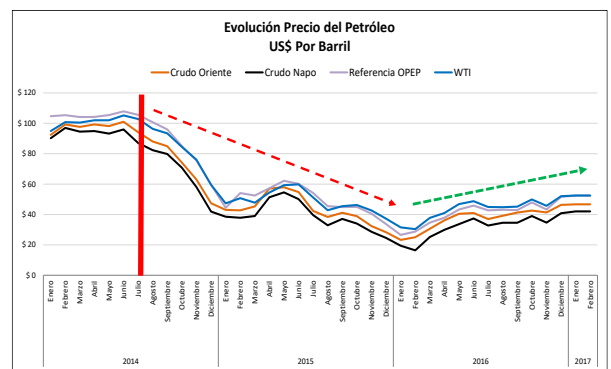
La economía del país mantuvo un promedio de crecimiento importante en el período 2003 – 2006 (5.2%) mientras que a partir del año 2007 el ritmo de crecimiento es menor, aunque se ha mantenido en niveles por sobre el promedio de la región (3% según la CEPAL). Dichos crecimientos estuvieron soportados por dos aspectos básicos: la inversión privada en el período 2003-2006 y el gasto público a partir del 2007.

Este último alcanzó en el 2014 un monto casi 4 veces más alto que el del año 2007, superando incluso los ingresos corrientes (petroleros y no petroleros). Este comportamiento se ha mantenido para los ejercicios 2015 y 2016, en donde si bien el nivel de gasto público se ha reducido paulatinamente, se ubica por sobre el nivel de ingresos (1.15 veces en promedio).



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

Este comportamiento se sustenta en el modelo económico del Gobierno de turno, que fomenta una política fiscal expansiva, producto de la etapa dorada que ha vivido el Ecuador (hasta el primer semestre del año 2014) en lo que concierne a los precios de su principal fuente de ingresos: el petróleo.

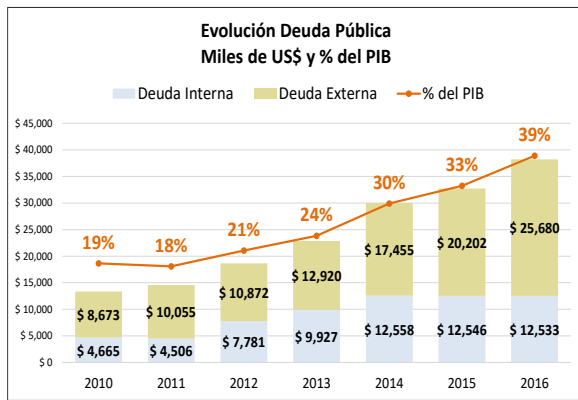


Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

El efecto de mantener el mismo nivel de gasto público vs una contracción drástica de los ingresos petroleros, tiene repercusiones en los sectores fiscal y externo, y ha dejado expuesto al país a una desaceleración económica que

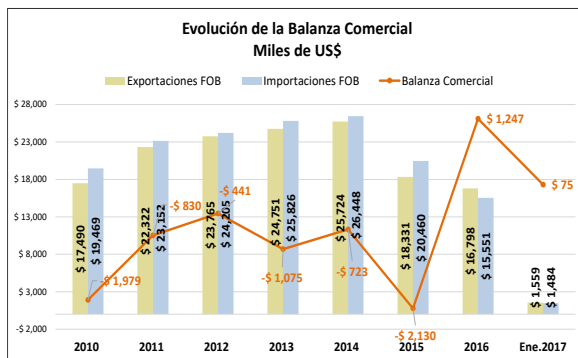
empezó a vislumbrarse a mediados del 2015, y que según las cifras oficiales, han ocasionado una importante contracción del PIB al cierre del 2015 (crecimiento menor al 1%) e incluso se estima una tasa negativa para el 2016 (-1.7%).

En concordancia a esta coyuntura, el sector fiscal se ha visto obligado a incrementar los niveles de endeudamiento, siendo el total de deuda pública (interna y externa) al cierre del 2015 casi 3 veces más alta que 2010, lo que en términos de porcentaje del PIB, representa un 33% (19% en el 2010), creciendo a un 39% para el 2016 (muy cerca del techo legal).



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

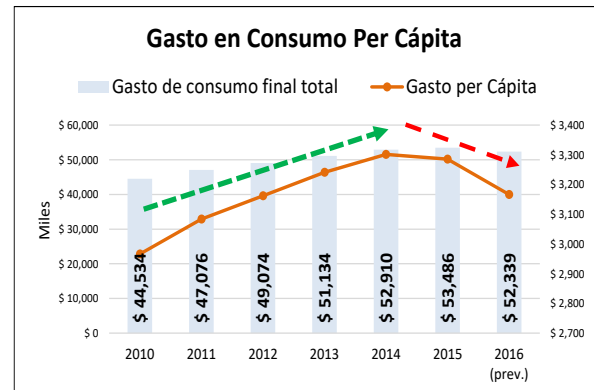
El efecto negativo en el sector externo se hace visible en la expansión de la importación de bienes y servicios a tal punto de ocasionar un déficit en la balanza comercial no petrolera, como consecuencia de la estimulación de la demanda interna que conlleva el aplicar una política fiscal expansiva.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

Este fenómeno motivó la implementación de salvaguardas a las importaciones de bienes no producidos a nivel local, medida que si bien alivió la presión sobre la balanza comercial (efecto observable en el 2016) tuvo una influencia en el deterioro de los patrones de consumo de la población.

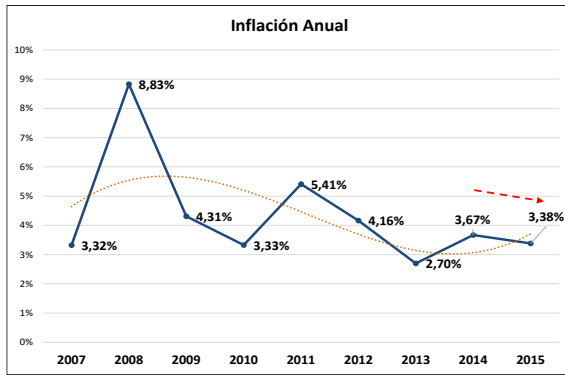
Al comparar el 2015 con el 2010, en términos reales, el gasto total en consumo se incrementó en 20%, tasa superior al crecimiento poblacional (15%), sin embargo, el gasto en consumo per cápita para el cierre del 2016 decreció un 4%, esto sumado a que el crédito en la línea de consumo, está contraído.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

El impacto derivado del crecimiento del consumo (2010 – 2014) sobre el nivel de precios ha sido de tipo inflacionario. Después de la estabilización de los precios post dolarización, el IPC ha tenido variaciones significativas atribuibles al efecto del crecimiento del gasto público y la demanda interna.

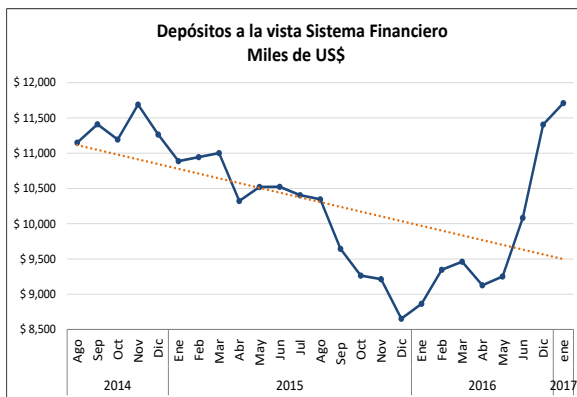
Sin embargo, la desaceleración de la actividad económica en términos del consumo real, ha hecho posible que entre los años 2015 y 2016 la inflación anual se comporte de manera decreciente, ubicándose cerca del 1% a febrero 2017.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

En un país con capacidad de imprimir su propia moneda (a partir del año 2000, Ecuador no es el caso), la principal estrategia para hacer frente a un déficit comercial es la depreciación de la moneda.

Contrario a esto, en dolarización, el déficit comercial afecta directamente a la liquidez de la economía lo cual es observable en la dinámica de los depósitos de las instituciones financieras.



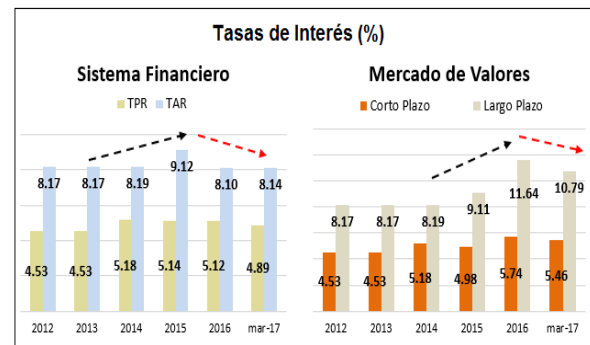
Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

Los depósitos monetarios han mantenido una tendencia decreciente, alcanzando su nivel más bajo al cierre del año 2015. Ante esta eventualidad, la reacción del sistema financiero fue pro cíclica, es decir, menor colocación de créditos acorde a la disminución de captaciones, con un elemento adicional, un incremento de las tasas de interés.

A partir del último trimestre del 2016 la realidad muestra un punto de inflexión opuesto, y la

liquidez general de la economía da muestras de mejora como consecuencia de dos factores principalmente: un repunte en el sector petrolero, aunque aún lejos de ubicarse en los niveles históricos, y la nueva incursión en los mercados internacionales mediante la emisión de títulos soberanos (aunque en condiciones discutibles en términos de costos y plazos); ambos factores han permitido aliviar la presión fiscal.

Ante ello, las captaciones del sistema financiero se reactivan, haciendo el crédito se dinamice (a nivel corporativo, mas no de consumo) y las tasas de interés se ajusten. Mismo comportamiento se observa en el mercado de valores, en donde los rendimientos de corto y largo plazo durante el primer trimestre del 2017, se comportan acorde a los del sistema financiero.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Mercapital

### • Previsiones futuras

A pesar de que el año 2017 ha arrancado con un panorama estabilizador en términos de liquidez, producto de un menor nivel de déficit fiscal y externo, de conformidad a la realidad del mercado internacional del petróleo, no existe certeza de que el actual rango de precios del crudo se mantendrá a corto y mediano plazo, por lo que es posible proyectar que el desequilibrio fiscal se mantendrá.

Las necesidades de financiamiento ya programadas por el Gobierno para el 2017 asciende alrededor de US\$ 5 mil millones, es

decir, 5.5% del PIB previsto para el año, el cual comprende el financiamiento del gasto público (en su mayoría corriente) y amortizaciones de deuda.

Si a tal situación, añadimos el ofrecimiento por parte del Gobierno de eliminar de forma paulatina los aranceles impositivos sobre las importaciones (ya que es parte de los condicionamientos establecidos en el Tratado con la UE), mantener el nivel de gasto fiscal sólo podrá ser financiado a través de impuestos y/o más deuda pública.

Sin embargo las fuentes de financiamiento están llegando al límite. Hasta el 2015 el gobierno se financió fundamentalmente con deuda interna provista por instituciones públicas como el IESS, con deuda externa provista por gobiernos aliados como el de China, y en montos pequeños a través de multilaterales y emisiones de Bonos soberanos en mercados financieros internacionales.

En la actualidad, el porcentaje de barriles de petróleo que se ha pre-vendido a gobiernos aliados como garantía para recibir préstamos es alto, por lo que esta fuente no es sustentable en el mediano plazo. Así mismo, el costo de las emisiones que hizo el Ecuador en EEUU es una señal de la reducción del apetito de los inversionistas internacionales por bonos ecuatorianos.

Adicionalmente, el endeudamiento soberano está al límite del techo constitucional.

El desempeño de una economía refleja la gestión pública en varios frentes. En lo fiscal, tampoco todas las metas recaudatorias se han cumplido en 2016. La propia recesión de la economía explica ese comportamiento.

Por otro lado, el ingreso tributario ha llegado a los límites socialmente aceptables, por lo que se pensaría que no será una fuente creciente de financiamiento.

Si bien las necesidades de fondeo para el presente ejercicio son más bajas que las del año 2016, debido a que las inversiones de capital son menores, al haber menos gasto de capital, es decir, obra pública, la actividad económica se reducirá, a menos que se compense con inversión privada.

Para el 2017 las proyecciones del FMI y del Banco Mundial son coincidentes: la economía ecuatoriana continuaría cayendo (-2.7% según el FMI y -2,9% según el BM).

### 3.1.2 Entorno en donde desarrolla sus actividades

#### Industria del Papel y Cartón

La industria del cartón y papel constituye una de las industrias forestales técnicamente más complejas que exigen una inversión de capital cada vez más grande acorde a la tecnificación de los procesos de producción. La mayor parte de la producción industrial procede de empresas grandes, dotadas de un alto grado de organización e integración.

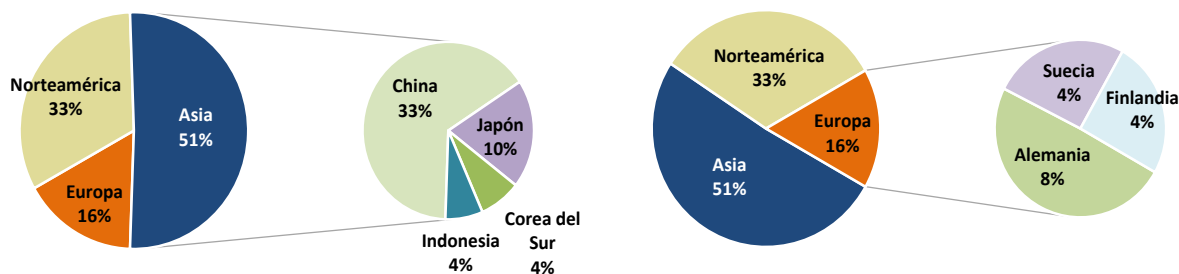
Como consecuencia de las importantes exigencias tecnológicas y de capital, solo un número limitado de países ha podido organizar apropiadamente empresas de gran escala capaces de competir eficazmente a nivel internacional. El mercado mundial de los productos de papel de calidad masiva en contraste con los demás productos forestales, se caracteriza por un alto grado de integración.

Bajo ese contexto, la industria mundial de celulosa (principal materia prima en la elaboración del papel y sus derivados) ha experimentado un proceso de consolidación, dando como resultado el surgimiento de grandes conglomerados. Actualmente, el continente asiático lidera la producción de papel y planchas de cartón, en todas sus fases y presentaciones:

Región	% Participación
Asia	45,34%
Europa	26,28%
América del Norte	21,43%
Latinoamérica	5,04%
Oceanía	1,00%
África	0,91%

En cuanto a los países productores más representativos, China y Japón en el continente asiático y Alemania y Finlandia en el europeo, son los de mayor representatividad respectivamente.

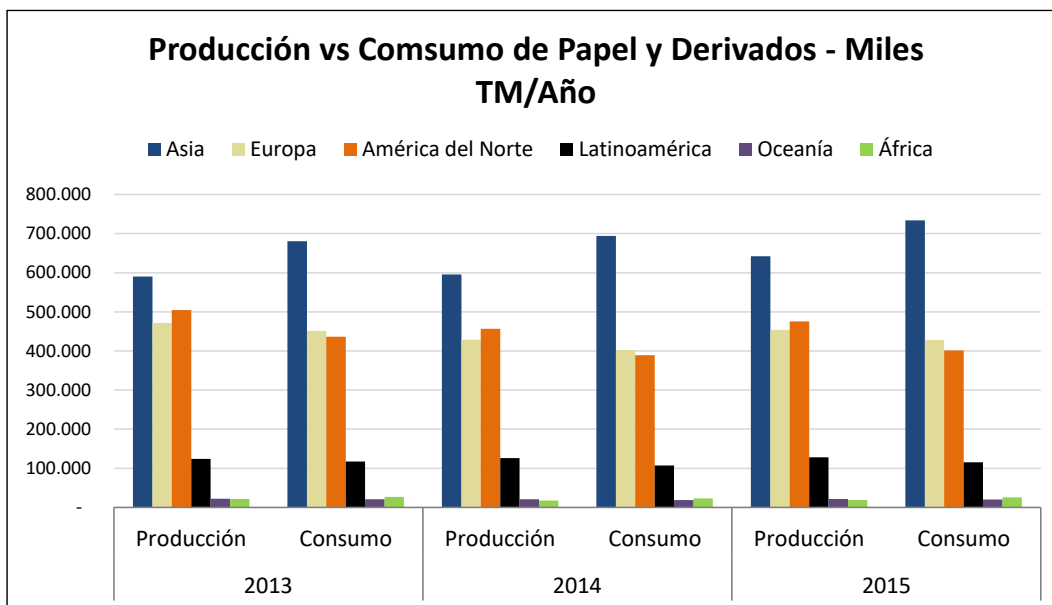
#### Principales Países productores de papel y sus derivados - 2016



Fuente: FAO / Elaboración: Mercapital Casa de Valores



La demanda de papel y cartón continúa creciendo, más por su uso como material de empaque que para imprenta. Su consumo depende de la producción industrial, exportaciones, industria gráfica en mayor medida que consumo básico de los hogares, en otras palabras, la demanda de empaques de cartón se ha incrementado acorde la globalización de la manufactura por la utilidad que tiene y por su relación costo/beneficio.



Fuente: FAO / Elaboración: Mercapital Casa de Valores

La principal materia prima en el proceso de elaboración del papel y sus derivados es la pulpa de celulosa, misma que al ser un commodity transado a nivel mundial, su precio lo han determinado las fuerzas de oferta y demanda de este mercado.

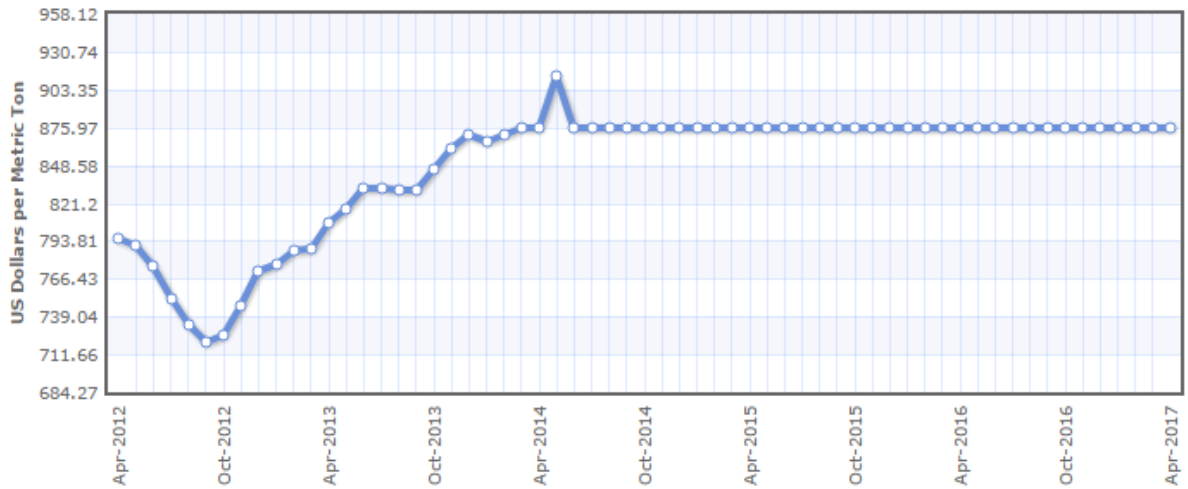
El análisis de la volatilidad de los precios de este insumo, se presenta a continuación.

### **Análisis del precio internacional de materias primas**

A diferencia de otro tipo de commodities, en el caso de la celulosa no existe una bolsa de valores donde se transe el producto y se establezca un precio de mercado, y la industria consumidora es renuente a utilizar instrumentos financieros que mitiguen las fluctuaciones en el precio del insumo, por lo que la volatilidad y la naturaleza cíclica de los precios es una característica permanente de este insumo.

El gráfico que se presenta a continuación revela este hecho:

## Evolución del Precio de la Pulpa de Celulosa En US\$ por TM



Fuente: Indexamundi / Elaboración: Mercapital Casa de Valores

El comportamiento de los precios del commodity entre el año 2011 y 2012 obedece, principalmente, a la menor demanda debido a ajustes en la economía de China quien es el mayor consumidor de papel y por consiguiente de pulpa del mundo, y al escenario económico adverso de la zona Euro.

Varios otros factores también afectan cíclicamente la demanda de pulpa. Por ejemplo, en el hemisferio norte es usual que terminado el verano aumente la demanda de papel, pero si la actividad económica está deprimida y pasando por una mala racha, esta demanda disminuye, y arrastra a la demanda de celulosa.

Durante 2013, las expectativas de la entrada en funcionamiento de tres nuevas líneas de celulosa (dos en Brasil y una en Uruguay) sesgaron las expectativas a la baja. Se trata de la planta Montes del Plata en Uruguay (que produciría 1.8 millones de toneladas) y que aún no comienza a operar pese a que su entrada en funcionamiento estaba programada para el segundo semestre del 2015, y de El Dorado en Brasil, capaz de producir 1,3 millones de toneladas. Estas plantas serían las que empujarían el incremento en la producción de celulosa, que generalmente aumenta un 5% (unos tres millones de toneladas) al año para hacer frente a la demanda mundial.

Adicionalmente a ello, el precio de la celulosa blanqueada de fibra larga Northern Bleached Softwood Kraft (NBSK), repuntó gracias a la recuperación en la demanda del mercado europeo y de Estados Unidos, al promediar los US\$870,82 la tonelada, y se ha mantenido con poca volatilidad durante el año 2015 y 2016, lo que ha abierto promisorias perspectivas para el presente ejercicio.

Pese a las fluctuaciones del mercado y de los precios, la celulosa sigue siendo un buen negocio, sobre todo para las compañías de América Latina, donde las ventajas competitivas de la producción de pulpa son evidentes.

La demanda por la pulpa de eucaliptus ha crecido más de lo previsto, no solo por los bajos costos de producción, mayor disponibilidad de oferta y competitividad, sino también por las propiedades intrínsecas del producto en su parte química, física y morfológica, valorizadas según los grados de manufactura del papel, y que presenta una demanda en aumento por papeles tissue, cartones y papeles especiales. Además, la menor disponibilidad de fibra reciclada en el consumo de papeles de escritura e impresión abre una nueva ventana de oportunidades para imponer la pulpa virgen de eucalipto. Pero por encima de todo, hay que seguir apuntando a nuevas metas de productividad para mantener la competitividad en la industria latinoamericana de la pulpa.

### **Entorno local**

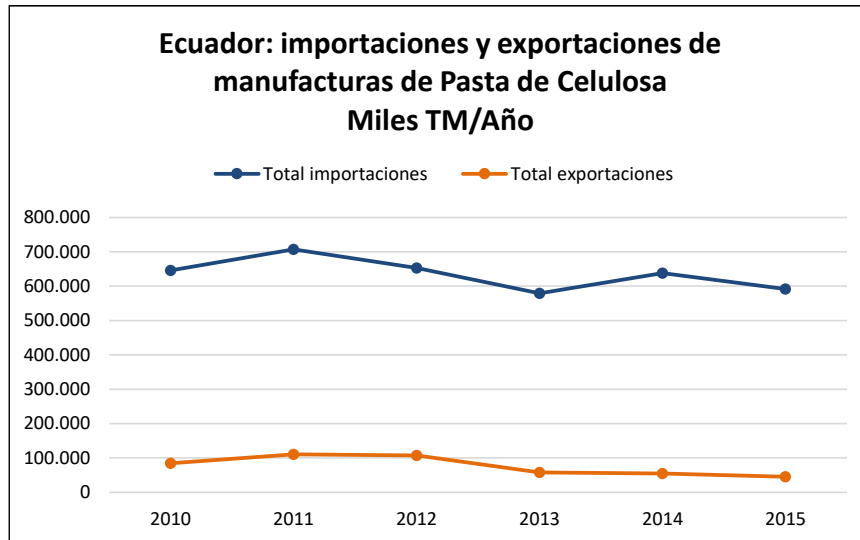
En el ámbito local, el consumo aparente de cartón en el Ecuador puede catalogarse como elevado, a consecuencia de una actividad exportadora creciente y diversificada en el sector agrícola (banano y otras frutas, vegetales, pescados, mariscos, etc) los cuales demandan empaques elaborados a base de cartón corrugado para su empaque y transporte. El volumen aproximado de consumo de cartón en el país es de 625 mil TM/año, distribuido de la siguiente manera:

- Sector Bananero: 378 mil TM/Año
- Sector Florícola: 25 mil TM/Año
- Otros sectores: 224 mil TM/Año

Las fábricas productoras de cartón más importantes del Ecuador son: Productora Cartonera S.A., Cartopel S.A., Papelera Nacional S.A., Incarpalm S.A., las cuales usan básicamente material reciclado. Más adelante se presenta la participación de mercado de cada una de ellas.

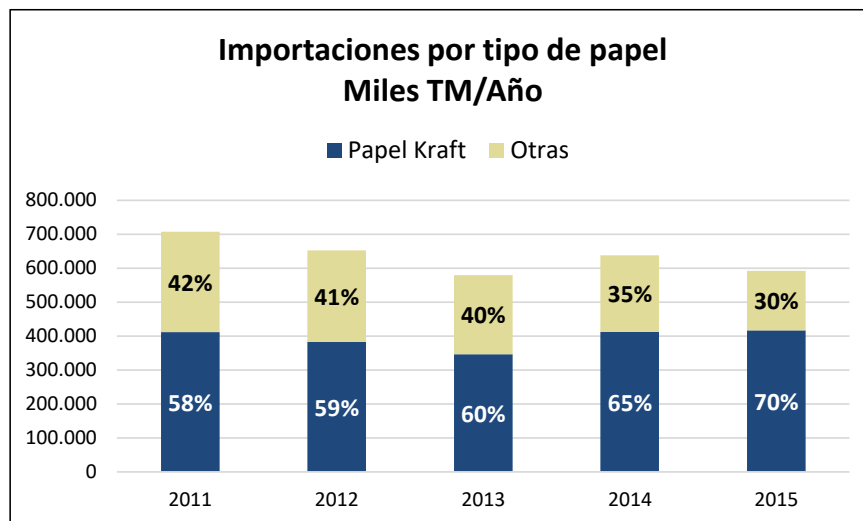
La industria del papel y cartón debe enfrentar nuevos retos en el país. El primero se enmarca en la tendencia global de reducir el consumo de papel, y el segundo es replantear sus estrategias de producción, de cara a la actual crisis económica. Uno de los primeros sectores que se proveen de estos materiales es la industria gráfica. Este está compuesto por imprentas, en las que se utiliza papel bond, cuché, saturado, cartulina para publicidad, libros, revistas, empaques, entre otros. El segundo es el de medios de comunicación impresos, que usan el papel periódico, y el tercero donde se procesa pulpa de papel para la fabricación de papel higiénico, servilletas y láminas de cartón.

Ecuador tiene alrededor de 167 mil hectáreas de plantación forestal con fines comerciales, de acuerdo con información del Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca (Magap) y produce 421 mil TM de madera anuales. Sin embargo, la pulpa que se obtiene de la madera no se produce en el país, por lo que esta materia prima es importada.



Fuente: Trade. Servicio de Búsqueda de Negocios / **Elaboración:** Mercapital Casa de Valores

Del total de importaciones de materias primas elaboradas a base de pasta de celulosa, más del 60% en promedio representan la fibras de papel "Kraft" que son el principal insumo utilizado en el proceso de fabricación de cajas de cartón corrugado.



Fuente: Vitaldatos / **Elaboración:** Mercapital Casa de Valores

#### Destino del Cartón en el Mercado Ecuatoriano

El sector cartonero en el Ecuador es uno de los proveedores más importantes del sector agro exportador, puesto que en este último requiere de insumos de cartón y empaques para la exportación de diferentes productos: frutas (especialmente banano), flores, camarones, y demás productos empacados.

El sector camaronero representó la industria de mayor repunte en los últimos años con un crecimiento cercano el 40% en sus exportaciones.

En cuanto a la industria bananera, es muy importante resaltar su solidez en el contexto de la economía del país, puesto que esta actividad es un motor generador de divisas y fuentes de empleo en mayor proporción que otros rubros producidos a nivel local. Dentro de la economía nacional, la exportación bananera representó el 2% del PIB total, 26% del PIB agrícola, 8% de las exportaciones generales, 27% de las exportaciones de índole agropecuaria y 20% de las exportaciones no petroleras en el ejercicio 2015.

El sector florícola por su parte, registró un crecimiento del 17% en ingresos y 33% en tonelaje en el 2015 frente al 2014. En el último año se exportaron aproximadamente 157 mil TM de flores, con una generación de ingresos cercana a los US\$ 750 millones.

### **3.2 Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía:**

#### **Antecedentes de la compañía:**

Productora Cartonera S.A. fue constituida el 19 de marzo de 1965, manteniendo como objeto social la elaboración de cartón corrugado para la protección y embalaje de todo tipo de productos desde el empaque hasta la venta final. Con más de 50 años en el mercado, Productora Cartonera S.A. ha pasado por una serie de eventos que la han consolidado y posicionado como líder en el mercado de elaboración de cartón corrugado a nivel local. A continuación se presentan los principales acontecimientos que han marcado el desempeño de la empresa:

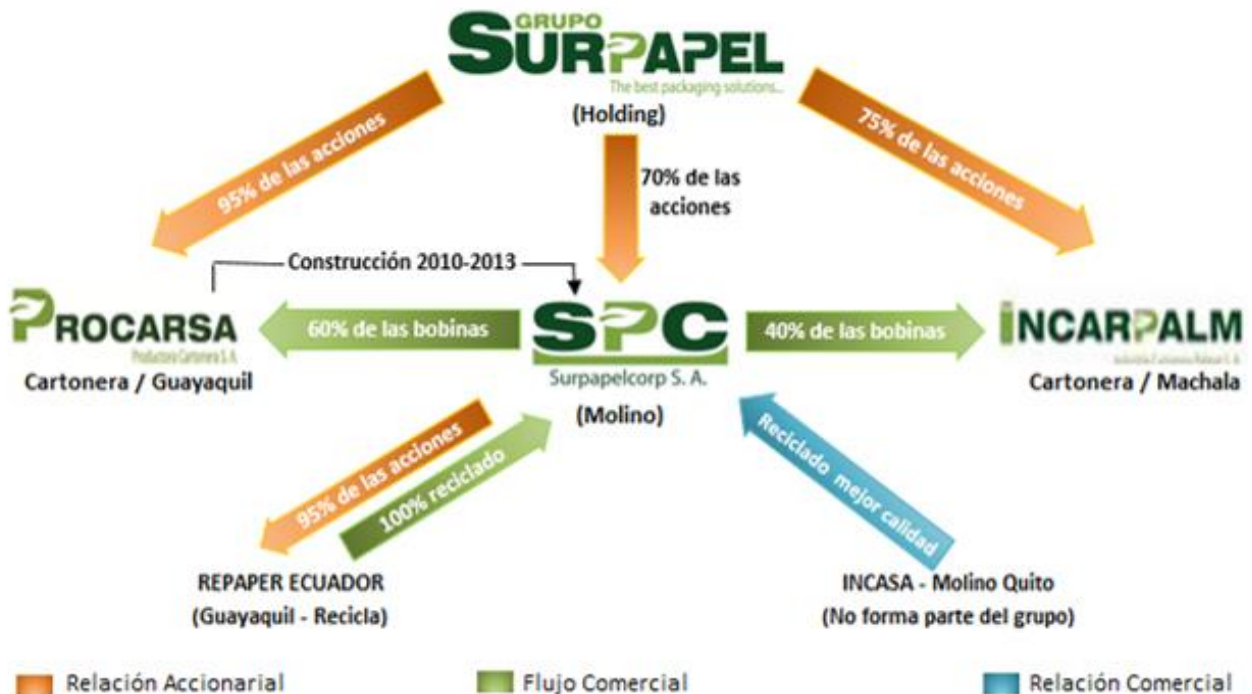
- 1965: se constituye la compañía, realizando su primera entrega de cartones corrugados para la exportación de banano a la firma UBESA (Unión de Bananeros Ecuatorianos S.A.)
- 1980: la compañía pasa a formar parte de Standard Fruit Company e inicia la producción de cajas para la exportación de banano bajo la reconocida marca “Dole” que es la más grande compañía en la producción y comercialización de frutas y vegetales a nivel mundial.
- 1981: se da un cambio en el paquete accionario tras la incorporación de inversionistas ecuatorianos que, entre sus aportes, logran el establecimiento de la línea de producción de Productora Cartonera S.A., hecho que le permitió cubrir una mayor porción de mercado.
- 1994: la multinacional “Dole” adquiere la totalidad del paquete accionario de Productora Cartonera S.A., con lo cual la empresa incrementa su volumen de ventas, alcanzado un nivel de producción de 113 mil TM anuales.
- 2006: El grupo “Comercializadora de Cartones y Papeles Surpapel S.A. adquiere acciones de la cartonera “Incarpalm” ubicada en la provincia de Machala, cuya planta industrial tiene un alto nivel de tecnología, convirtiéndose en una de las empresas más competitivas del mercado.
- 2009: Dole realiza un proceso abierto de venta de acciones ordinarias. El holding Surpapel adquiere el 100% del paquete accionario de Productora Cartonera S.A. , proyectándose en el mercado como el grupo de soluciones de empaque de cartón corrugado más sólido de la región.

- 2011: En enero de 2011 se constituye la compañía Surpapelcorp S.A. para la construcción e implementación del molino de papel reciclado más grande del Ecuador, a fin de proveer parte de la materia prima para Productora Cartonera S.A. e Incarpalm y lograr aumentar la capacidad de producción y eficiencia en costos. La inversión realizada en esta nueva planta fue de alrededor de US\$ 100 millones.
- 2012: El molino de Surpapelcorp inicia su operación, y actualmente se encuentra operando a una capacidad de 120 mil TM por año.
- 2013: Productora Cartonera S.A. vende su participación accionaria mantenida en Surpapelcorp (19.917.000 acciones) a la holding (Surpapel S.A.)
- 2015: La compañía se ha consolidado como una de las principales firmas cartoneras del país, abasteciendo sus productos a los más importantes exportadores del Ecuador. Su capacidad de producción bordea el 65% de su capacidad instalada (180 mil TM anuales) lo que revela un gran potencial de expansión.

- **Estructura del Grupo**

Productora Cartonera S.A. forma parte del grupo SURPAPEL S.A. el cual está integrado por las compañías: Incarpalm Industria Cartonera Palmar, Surpapelcorp S.A., y Repapers Reciclaje del Ecuador S.A. El grupo inició sus operaciones en el año 2006 con la adquisición del 75% de la participación accionaria de Incarpalm. Posteriormente en el año 2009, el Holding Surpapel adquirió el 95% de las acciones de Productora Cartonera S.A. para posteriormente, en el año 2010 crear las firmas Surpapelcorp y Repapers.

El siguiente esquema resume la estructura del grupo:



Las compañías del Grupo forman parte de diferentes eslabones de la cadena de fabricación y comercialización de productos elaborados a base de cartón. La holding SURPAPEL S.A. es la tenedora de gran parte de las acciones de las compañías del Grupo. Las compañías Productora Cartonera S.A. e Incarpalm se dedican a la elaboración de cartón, ubicadas en diferentes jurisdicciones, Guayaquil y Machala respectivamente. Surpapelcorp tiene como actividad esencial la elaboración de la materia prima esencial para las cartoneras, razón por la que es el principal proveedor de Productora Cartonera S.A. e Incarpalm. Repapers por su parte, se dedica al reciclaje de papel el cual se lo comercializa a Surpapelcorp.

- **Instalaciones y capacidad de producción**

La planta industrial de la compañía se encuentra ubicada en la Provincia del Guayas, cantón Durán, la vía Durán – Tambo a unos 9km de la ciudad de Guayaquil. La planta tiene una extensión de 108.000 m<sup>2</sup>. La capacidad de producción de la planta corrugadora en el proceso de terminación es de 180 mil TM/año.

La compañía cuenta con tecnología de producción de punta, misma que ha contribuido a que se posicione como la principal firma cartonera en el ámbito local. Su planta cuenta con maquinaria moderna que minimiza los tiempos muertos y elabora producto final de excelente calidad, resistente y liviano, que cumple a cabalidad con las necesidades y requerimientos de sus clientes.



Productora Cartonera S.A. cuenta con varios procesos dentro de su cadena de producción, siendo los más importantes los que se detallan a continuación:

- **Proceso de corrugado:** consiste en la unión de los papeles de tipo liners y médiums mediante rodillos de corrugado que trabajan a temperaturas controladas. Mediante este proceso se obtiene como producto final la lámina de cartón requerida por los clientes.
- **Proceso de terminado:** se realizan los trabajos de impresión, troquelado y pegado hasta llegar a obtener un empaque acorde a las especificaciones establecidas por los clientes. Productora Cartonera S.A. cuenta con 7 imprentas tanto para cajas de banano, otras exportaciones, y de uso industrial.



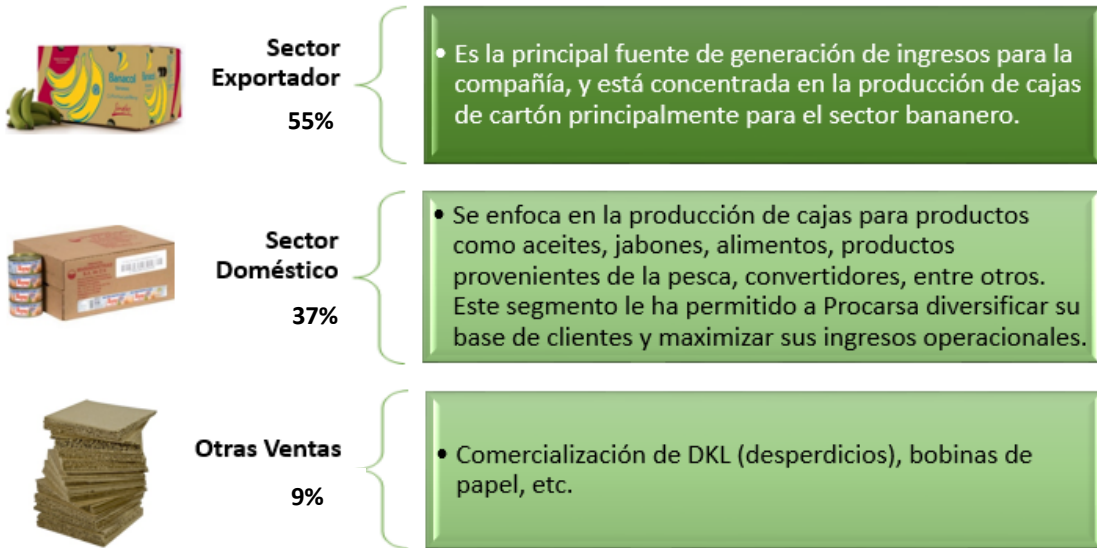
- **Laboratorio de Tintas:** permite la formulación de distintos tipos de tintas con el fin de que cada cliente pueda reproducir el color exacto de su producto, con lo cual Productora Cartonera S.A. se convierte en la primera cartonera del Ecuador en tener capacidad para elaborar su propia tinta.
- **Laboratorio de calidad:** este proceso asegura la confiabilidad del producto mediante pruebas específicas. Los resultados obtenidos son registrados y documentados con el fin de mantener una base necesaria para el mantenimiento de los certificados de calidad con los que cuenta la empresa.

**Líneas de Productos:**

Productora Cartonera S.A. produce cajas de cartón corrugado para la protección y embalaje de productos desde el empaque hasta la venta final. Actualmente, la compañía es líder a nivel nacional en este mercado, cuyos productos están destinados principalmente a los siguientes segmentos:

La siguiente tabla detalla con mayor precisión la composición de cada segmento de venta durante los últimos tres años de gestión:

## Líneas de Negocio

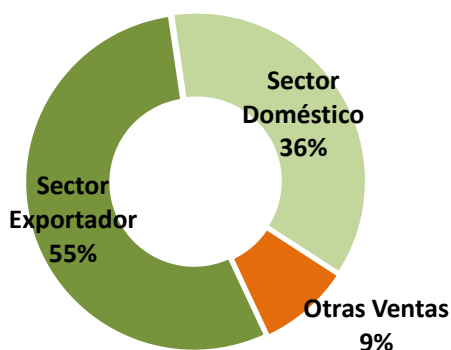




		2014		2015		2016		May. 2017	
		Miles US\$	%	Miles US\$	%	Miles US\$	%	Miles US\$	%
<b>Sector Exportador</b>	Banadero	26,330	21%	16,110	14%	10,487	10%	7,151	15%
	Dole	40,742	32%	44,419	38%	44,474	43%	18,820	40%
	<b>Subtotal</b>	<b>67,072</b>	<b>53%</b>	<b>60,529</b>	<b>51%</b>	<b>54,960</b>	<b>53%</b>	<b>25,971</b>	<b>55%</b>
<b>Sector Doméstico</b>	Aceites/Jabones	8,695	7%	8,343	7%	6,634	6%	2,350	5%
	Alimentos	6,201	5%	6,098	5%	6,158	6%	3,085	6%
	Atun/Pesca/Camarón	10,074	8%	8,421	7%	8,155	8%	3,848	8%
	Convertidores	6,520	5%	7,048	6%	4,167	4%	2,452	5%
	Floricultor	3,717	3%	3,920	3%	3,814	4%	1,710	4%
	Varios	8,141	6%	9,120	8%	10,162	10%	3,911	8%
<b>Subtotal</b>	<b>43,348</b>	<b>34%</b>	<b>42,949</b>	<b>36%</b>	<b>39,091</b>	<b>38%</b>	<b>17,356</b>	<b>37%</b>	
<b>Otras ventas</b>	Planchas/láminas	16,714	13%	14,934	13%	9,023	9%	4,220	9%
	<b>Subtotal</b>	<b>16,714</b>	<b>13%</b>	<b>14,934</b>	<b>13%</b>	<b>9,023</b>	<b>9%</b>	<b>4,220</b>	<b>9%</b>
<b>Total Ventas</b>		<b>127,134</b>	<b>100%</b>	<b>118,412</b>	<b>100%</b>	<b>103,074</b>	<b>100%</b>	<b>47,547</b>	<b>100%</b>

A mayo de 2017 el aporte de cada línea sobre el mix de ventas se refleja en el siguiente gráfico:

### Ventas por segmento Mayo 2017



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores

#### Certificaciones y gestión de calidad:

Productora Cartonera S.A. es una de las primeras empresas del país que ha desarrollado y aplicado sistemas de gestión de calidad; ejemplo de ello es la recertificación en normas ISO 9001:2008 que le ha sido otorgada en el año 2011 por medio de la SGS International Certification Services.



Adicionalmente, la compañía cuenta con la certificación BASC (Business Alliance for Secure Commerce) lo que garantiza que la empresa se encuentra alineada con los sistemas modernos de administración y comercio empresarial.

Por otra parte, y en miras de mantener procesos de mejora continua, la compañía se encuentra trabajando activamente para obtener las siguientes certificaciones:

- TMP (Total Productive Maintenance)
- Planeación estratégica
- BPM (Buenas Prácticas de Manufactura)

El fuerte compromiso de Productora Cartonera S.A. con el Gobierno Corporativo, hace que la compañía sea reconocida como una de las empresas con mejores prácticas en este ámbito. La Junta Directiva constituye una fortaleza para la gobernabilidad en la medida que se han definido reglas claras y políticas que orientan a un funcionamiento eficiente de sus procesos productivos y administrativos.

### Sistema de comercialización:

Productora Cartonera S.A. cuenta con una flota corporativa que se encarga del 70% de las entregas. El 30% restante está a cargo de empresas tercerizadas que cuentan con varios años de relación con la empresa.

Cuando el producto está listo, las entregas se realizan de forma inmediata. A las empresas que se encuentren en el radio de la ciudad de Guayaquil las entregas son realizadas en un plazo máximo de un día, mientras que las entregas fuera de ésta área, se efectúan en dos días.

Productora Cartonera S.A. no cuenta con sub distribuidores ni intermediarios.

## Políticas comerciales, principales competidores, clientes y proveedores:

- **Políticas comerciales**

Productora Cartonera S.A. mantiene una clara política comercial a sus principales clientes, la cual otorga un plazo de cobro promedio de 90 días.

Del mismo modo, la política de pago a sus principales proveedores contempla plazos de entre 80 y 130 días, lo cual le permite manejar de forma adecuada el ciclo de conversión del efectivo y mitigar cualquier riesgo derivado de descalces en los plazos de cobro vs los plazos de pago.

La siguiente tabla revela la evolución de los ratios de rotación tanto de las cuentas por cobrar comerciales como de las cuentas por pagar a proveedores:

	2014	2015	2016	may-17
Días de CxC	70 días	88 días	70 días	65 días
Días de CxP	97 días	126 días	100 días	72 días

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores

- **Principales clientes**

En cuanto a sus principales clientes, figuran las más grandes empresas del país.



Es importante resaltar a su principal cliente, la corporación Dole Food Company, la cual es una firma de renombre mundial, productora y comercializadora de productos de origen agrícola a nivel mundial.

A partir del año 2008, con la venta del paquete accionario propiedad de Dole a favor de los actuales accionistas de Productora Cartonera S.A., entró en vigencia un contrato de proveeduría exclusiva de las cajas de cartón para exportación de banano realizado por Dole Ecuador, el cual tiene una duración de 10 años que expira en el 2019. Sin embargo, tiene una cláusula de renovación opcional por un período adicional de 5 años.

El portafolio de clientes de Productora Cartonera S.A. es altamente diversificado (más de 130 compañías industriales); a continuación citamos los más importantes:



### 3.3 Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento, de los últimos tres años o desde su constitución, si su antigüedad fuere menor:

#### Políticas de Inversión:

La Administración de Productora Cartonera S.A. ha centrado sus políticas de inversión en el mejoramiento continuo de los procesos que intervienen en la planta industrial, de tal manera que la compañía cuenta con un plan de inversión anual, el cual se encuentra sustentado en los siguientes aspectos:

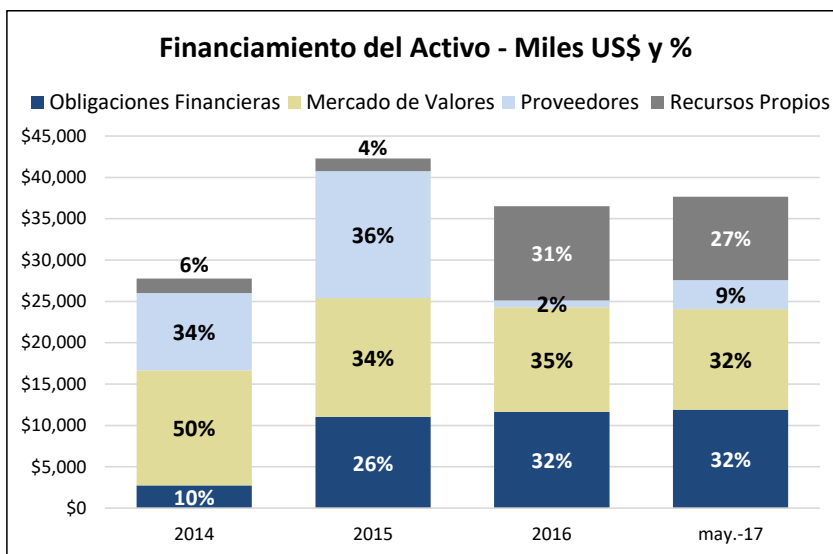
- Reestructuración del proceso productivo de todas sus líneas de productos, reducción de tiempos, mejoramiento continuo de las capacidades y programación de producción, lo que le ha permitido no solamente incrementar su producción sino atender a mayor número de clientes.
- Enfoque de productos de valor agregado con mayores márgenes de rentabilidad, mejorando calidad y servicio.
- Investigaciones de mercado enfocadas en nichos comerciales en donde la compañía podría incurrir.

Para los próximos años, la política de inversión de la compañía Productora Cartonera S.A. estará alineada a su estrategia de negocios que tendrá como objetivo potenciar el nivel de ventas de los productos existentes, aumentar la capacidad de producción con el fin de atender la gran demanda de sus productos e impulsar el desarrollo de su línea de negocio Industrial o doméstica.

Un resumen de las adquisiciones de Propiedad, Planta y Equipo, se presenta más adelante en el punto 5 del presente prospecto.

### Políticas de Financiamiento:

Como se puede apreciar el gráfico que se presenta a continuación, las obligaciones financieras de corto y largo plazo constituyen las cuentas más representativas dentro de los Pasivos Corrientes y los No Corrientes respectivamente, mismas que conjuntamente con los saldos por pagar a proveedores, constituyen la estructura de financiamiento de la compañía.



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

En el año 2013 las obligaciones financieras (de corto y largo plazo) muestran el saldo más alto del período en concordancia con la necesidad de financiamiento de la creciente actividad operativa acorde al ritmo de ventas dirigidas al sector exportador (bananero). En dicho año la compañía incurre en el mercado de valores mediante su tercer programa de emisión de obligaciones de largo plazo por un monto de US\$ 10 millones.

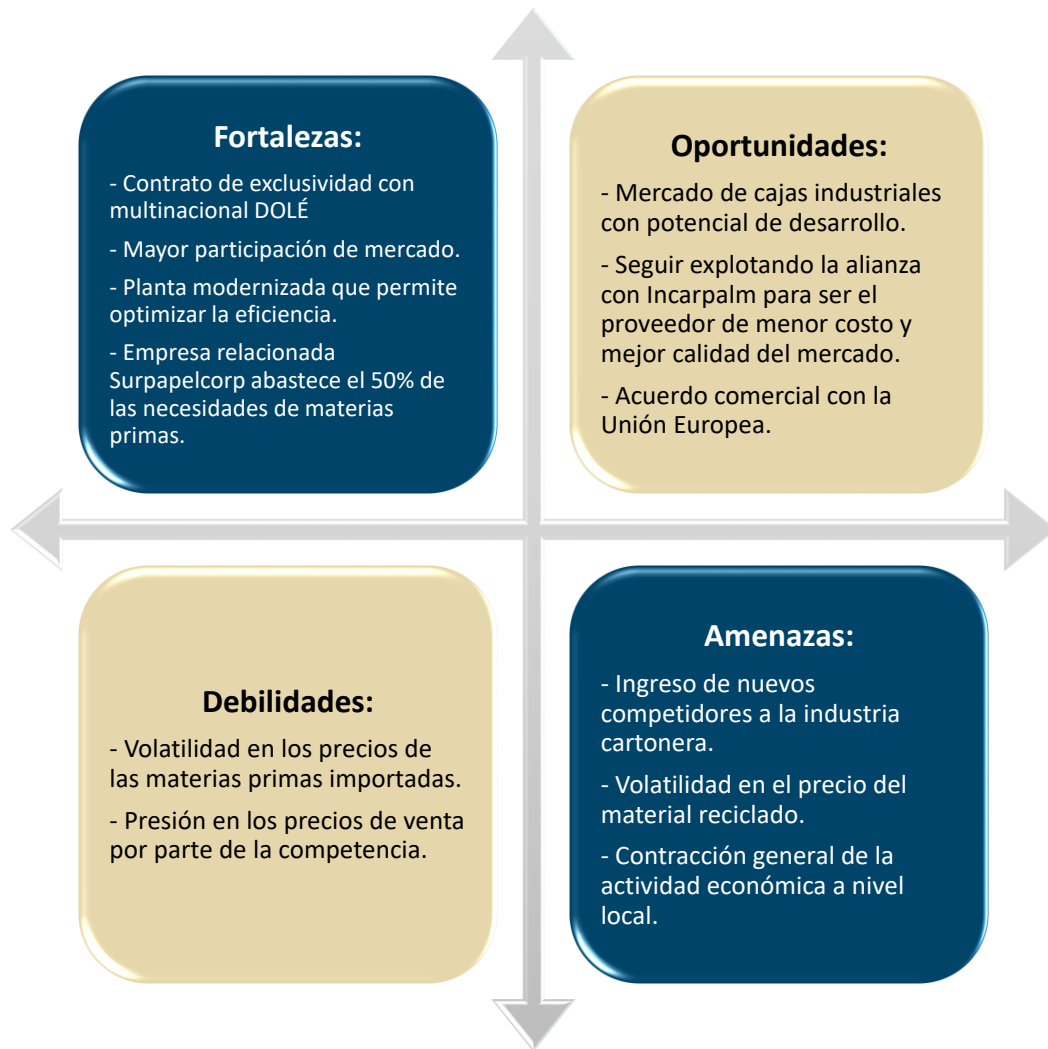
La estructura de deuda financiera cambia para el año 2014, en donde el pasivo financiero de largo plazo tiene una mayor representatividad y el financiamiento vía proveedores y deuda de corto plazo (Papel Comercial por US\$ 10 millones) financian el capital de trabajo operativo.

El stock de deuda financiera se mantiene cayendo a tal punto que en el 2015 alcanzó US\$ 32 millones (-25%) producto de las amortizaciones periódicas de sus emisiones vigentes. La operación en el último año ha estado apalancada por recursos pagaderos en el corto plazo.

El financiamiento a través de proveedores va adquiriendo cada vez mayor importancia en concordancia con el incremento de los plazos de cobro de la cartera comercial. Productora Cartonera S.A. cuenta con una gran reputación que le ha permitido contar con la confianza del sistema financiero y de sus principales proveedores. La política en cuanto al plazo de pago a proveedores comerciales es de 120 días en promedio.

**3.4 Factores de riesgo asociados con la compañía, con el negocio y con la oferta pública que incluyan: desarrollo de la competencia, pérdidas operativas, tendencia de la industria, regulaciones gubernamentales y procedimientos legales.**

**3.4.1 Análisis FODA**



**3.4.2 Desarrollo de la Competencia y Tendencias de la Industria**

En el mercado ecuatoriano de cartoneras y papeleras hay bastante competencia para Grupo Surpapel. Existen ocho empresas que captan prácticamente el 100% del mercado. En la siguiente tabla se ven las empresas y sus porcentajes de participación de mercado tanto en productos de exportación como en productos de uso doméstico:

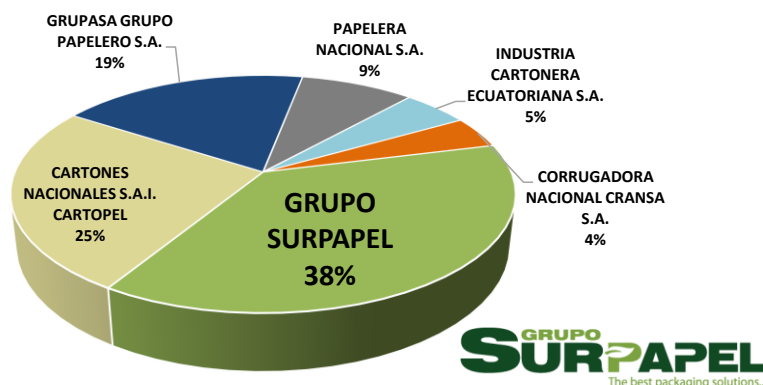
CARTONERAS	Exportación	% Part. Exportación	Doméstico	% Part. Doméstico	Total (Exp. + Dom.)	% Part. Total
GRUPO SURPAPEL	179,20	44%	31,00	19%	210,20	37%
CARTONES NACIONALES S.A.I. CARTOPEL	88,60	22%	52,50	32%	141,10	25%
GRUPASA GRUPO PAPELERO S.A.	75,50	18%	30,10	19%	105,60	18%
PAPELERA NACIONAL S.A.	33,60	8%	14,80	9%	48,40	8%
INDUSTRIA CARTONERA ECUATORIANA S.A.	24,50	6%	3,80	2%	28,30	5%
CORRUGADORA NACIONAL CRANSA S.A.	6,80	2%	17,40	11%	24,20	4%
CARTORAMA C.A.	3,70	1%	9,50	6%	13,20	2%
INCASA	0,00	0%	3,40	2%	3,40	1%
<b>TOTAL</b>	<b>411,90</b>	<b>100%</b>	<b>162,50</b>	<b>100%</b>	<b>574,40</b>	<b>100%</b>

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores

La tabla precedente revela que dentro de la categoría de productos de exportación, el Grupo Surpapel cuenta con un 44% de participación de mercado (a diciembre 2016), siendo así la empresa con mayor porción de mercado en esta categoría. En cuanto a la categoría de productos domésticos, el Grupo Surpapel se encuentra en el segundo lugar con un 19% de participación de mercado. En ambas categorías, su principal competencia son las empresas Cartopel y Grupasa.

Tomando en cuenta el total tanto de productos de exportación como de productos domésticos, el Grupo Surpapel es la empresa líder del mercado ya que cuenta con un 38% de participación del mercado. En el segundo lugar se encuentra Cartopel con el 25% de participación de mercado. En tercer lugar se ubica Grupasa con el 19% de participación, siendo éstas las firmas cartoneras más relevantes del país.

**Ecuador: Principales compañías cartoneras  
% de Mercado – 2016**



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores

### 3.4.3 Pérdidas operativas

En el año 2013, la compañía registró una pérdida de US\$ 575 mil. Si bien Productora Cartonera S.A. logra un nivel de utilidad operacional de US\$ 7,1 millones (6% de las ventas), la compañía tuvo que registrar dentro de sus egresos un gasto no deducible no presupuestado producto de la implementación de normas NIIF por un valor de US\$ 1,47 millones lo cual afectó al resultado neto del período. Dicho monto

corresponde a la depreciación de ciertos activos fijos que se reclasificaron de la cuenta “Activos Disponibles para la venta” a la cuenta de “Propiedad, Planta y Equipo”, ya que no se cumplió con el objetivo de vender dichos activos. Por lo tanto, de acuerdo a las normas NIIF, debieron ser restituidos al activo fijo, y registrarse su depreciación, misma que al corresponder a años anteriores, se lo cargó al gasto.

Como se puede concluir, el resultado del año 2013 corresponde netamente al ajuste contable indicado.

Los resultados del ejercicio 2015 arrojan también un saldo desfavorable (pérdida de US\$ 138 mil), lo cual es atribuible a la reducción de sus ventas en un 7% a causa de los siguientes aspectos:

- Encarecimiento de los productos exportables como consecuencia de la apreciación del dólar y consecuentemente, pérdida de competitividad respecto a países vecinos exportadores de banano.
- Reducción de la producción (-39%) acorde a la contracción de la actividad bananera.
- Reducción del precio promedio de venta a su principal cliente Dolé.

A pesar de ello, los esfuerzos de la compañía por revertir estas cifras, están generando los resultados deseados, a tal punto que a diciembre de 2016, se evidencia una utilidad neta de US\$ 2.2 millones (es decir un margen neto de 2,2%).

#### **3.4.4 Regulaciones Gubernamentales y procedimientos legales**

##### **Normas y Leyes**

La compañía emisora es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, legalmente constituida y debidamente inscrita en el Registro Mercantil.

Al ser una persona jurídica del sector privado dedicada a actividades comerciales, está sujeta principalmente a las disposiciones generales establecidas en las normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales y de seguridad social.

##### **Organismos de Control**

- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
- Servicio de Rentas Internas
- Ministerio de Relaciones Laborales
- Ministerio del Medio Ambiente
- Municipio de Guayaquil
- INEN- Instituto Ecuatoriano de Normalización



### **3.5 Descripción sucinta de la estrategia de desarrollo del emisor en los últimos tres años, incluyendo actividades de investigación y desarrollo de los productos nuevos o mejoramiento de los ya existentes.**

En los últimos 3 años Productora Cartonera S.A. ha desarrollado una serie de actividades encaminadas al mejoramiento de los procesos productivos con la finalidad de potenciar sus líneas de negocio. A continuación un resumen de las principales estrategias implementadas:

- Implementación de un sistema de procesamiento de fotopolímeros digitales marca ESKO, para fabricar cyreles para impresión preprint y postprint, con un costo aproximado de US\$ 1,47 millones.
- Implementación del software de administración empresarial SAP Business One, el cual permite optimizar las operaciones de manera integral y obtener información en tiempo real para la toma acertada de decisiones; el costo de esta inversión fue de US\$ 306 mil.
- En los próximos años, se dará más enfoque al sector doméstico, el plan de negocio 2017/2018 es duplicar las toneladas actuales destinadas a esta línea de negocio y poder alcanzar las 150 mil TM proyectadas (70 mil para el sector banano y 80 mil al doméstico).
- Productora Cartonera S.A. este año ha establecido un plan de inversiones, con la finalidad de implementar en el 2017 dos nuevas imprentas (Ward y JS1224) de procedencia EEUU y China, las cuales junto con la mejora de las máquinas actuales por Capex, permitirán alcanzar una capacidad instalada de conversión de 187,329 TM; ésta nueva capacidad permitirá cumplir con el plan de ventas.
- Adicionalmente se adquirirá un sistema inteligente de abastecimiento de corrugadora, el cual permitirá desplazar y organizar las láminas que produce el corrugador hacia las imprentas. El costo total de estas nuevas inversiones y capex será de aproximadamente \$5.8 millones, financiado en un 32% por la compañía y el 68% a través de la banca y financiamiento directo otorgado por los proveedores internacionales.

#### Gobierno Corporativo:

La compañía tiene sus directrices provenientes de la Junta General de Accionistas y un Directorio. Así mismo, ha implementado comités gerenciales y operativos por área, que fortalecen la planificación ordenada y la continuidad del negocio frente a eventos adversos que pudieran ocurrir en el medio o internamente.

Actualmente, la compañía cuenta con manuales de políticas y procesos, los mismos que son observados y puestos en práctica, entre ellos, el Manual de Seguridad Industrial, el Reglamento Interno de Seguridad y Salud (aprobado por el Ministerio de Relaciones Laborales), el Código de Ética, la Política de Prevención del Medio Ambiente, la Política de Proyectos Sociales (si bien la empresa no cuenta con un programa estructurado de Responsabilidad Social Empresarial, sus acciones no pierden de vista el cumplimiento de los principios básicos de ética empresarial con los trabajadores, la comunidad y las respectivas leyes).

#### 4 CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN:

##### 4.1 Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que haya resuelto la emisión:

11 de abril de 2017

##### 4.2 Monto y plazo de la emisión:

Clase	Monto	Plazo
A	USD 500.000	390 días
B	USD 1'000.000	720 días
C	USD 3'000.000	1080 días
D	USD 2'500.000	1440 días

##### 4.3 Unidad monetaria en que se representa la emisión:

Dólares de los Estados Unidos de América

##### 4.4 Número y valor nominal de las obligaciones que comprenden cada clase:

La presente emisión será desmaterializada, por lo cual podrán emitirse títulos por cualquier valor nominal siempre que sean múltiplos de USD 1,00.

##### 4.5 Obligaciones con la indicación respectiva de ser a la orden o al portador:

Las obligaciones a emitirse serán desmaterializadas.

##### 4.6 Tasa de interés o rendimiento y forma de reajuste, de ser el caso:

Clase	Monto	Tasa
A	USD 500.000	7.50% fija anual
B	USD 1'000.000	7.80% fija anual
C	USD 3'000.000	8.00% fija anual
D	USD 2'500.000	8.50% fija anual

##### 4.7 Forma de cálculo:

Treinta sobre trescientos sesenta (Base 30/360), es decir, se considerará años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes. En caso de que la fecha de pago ocurra en un día no hábil, los intereses serán calculados hasta la fecha de vencimiento, y el pago será efectuado el primer día hábil siguiente.

##### 4.8 Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses.

Los intereses de las obligaciones de la Clase A serán pagados cada 30 días contados a partir de la fecha de la emisión y se calcularán sobre saldos de capital. Los intereses de las obligaciones de las Clases B, C y D serán pagados cada 90 días contados a partir de la fecha de la emisión y se calcularán sobre saldos

de capital. La fecha de emisión de las obligaciones será la fecha en que se realice la primera colocación de cada Clase de la emisión.

**4.9 Indicación de la presencia o no de cupones para el pago de intereses, su valor nominal o la forma de determinarlo; los plazos tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses y el número de serie:**

Las obligaciones emitidas bajo las Clases A, B, C y D representan valores de 390, 720, 1080 y 1440 días respectivamente. Los intereses de las obligaciones de la Clase A serán pagados cada 30 días contados a partir de la fecha de emisión de dicha clase y se calcularán sobre saldos de capital, es decir, existirán 13 pagos desmaterializados para el pago de los intereses de la Clase A. Los intereses de las obligaciones de las Clases B, C y D serán pagados cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión de dichas clases y se calcularán sobre saldos de capital, es decir, existirán 8 pagos desmaterializados para el pago de los intereses de la clase B, 12 pagos desmaterializados para el pago de los intereses de la clase C y 16 pagos desmaterializados para el pago de los intereses de la clase D.

Los valores emitidos dentro de todas las clases serán desmaterializados, por lo cual podrán emitirse por cualquier valor nominal siempre que sea múltiplo de US\$1,00.

La fecha de vencimiento del papel se mantendrá en el día que corresponda, sea este día hábil, no hábil, de fiesta, fin de semana o feriado, sin embargo, la fecha de pago será el primer día hábil siguiente.

**4.10 Forma de amortización y plazos, tanto para el pago de capital de la obligación como para el de sus intereses:**

Tabla de Amortización (en Miles US\$)			
EMISION	CLASE A	390 días	
Mes	Interés	Capital	Saldo
	7.50%		\$500
1	\$3.13		\$500
2	\$3.13		\$500
3	\$3.13		\$500
4	\$3.13		\$500
5	\$3.13		\$500
6	\$3.13		\$500
7	\$3.13		\$500
8	\$3.13		\$500
9	\$3.13		\$500
10	\$3.13		\$500
11	\$3.13		\$500
12	\$3.13		\$500
13	\$3.13	\$500	\$0
<b>TOTALES</b>	<b>\$40.63</b>	<b>\$500</b>	

Tabla de Amortización (en Miles US\$)			
EMISION	CLASE B	720 días	
Trim.	Interés	Capital	Saldo
	7.80%		\$1,000
1	\$19.50	\$125	\$875
2	\$17.06	\$125	\$750
3	\$14.63	\$125	\$625
4	\$12.19	\$125	\$500
5	\$9.75	\$125	\$375
6	\$7.31	\$125	\$250
7	\$4.88	\$125	\$125
8	\$2.44	\$125	\$0
<b>TOTALES</b>	<b>\$87.75</b>	<b>\$1,000</b>	

EMISION	CLASE C	1080 días	
Trim.	Interés	Capital	Saldo
	8.00%		\$3,000
1	\$60.00	\$250	\$2,750
2	\$55.00	\$250	\$2,500
3	\$50.00	\$250	\$2,250
4	\$45.00	\$250	\$2,000
5	\$40.00	\$250	\$1,750
6	\$35.00	\$250	\$1,500
7	\$30.00	\$250	\$1,250
8	\$25.00	\$250	\$1,000
9	\$20.00	\$250	\$750
10	\$15.00	\$250	\$500
11	\$10.00	\$250	\$250
12	\$5.00	\$250	\$0
<b>TOTALES</b>	<b>\$390.00</b>	<b>\$3,000</b>	

EMISION	CLASE D	1440 días	
Trim.	Interés	Capital	Saldo
	8.50%		\$2,500
1	\$53.13		\$2,500
2	\$53.13		\$2,500
3	\$53.13		\$2,500
4	\$53.13		\$2,500
5	\$53.13	\$208	\$2,292
6	\$48.70	\$208	\$2,083
7	\$44.27	\$208	\$1,875
8	\$39.84	\$208	\$1,667
9	\$35.42	\$208	\$1,458
10	\$30.99	\$208	\$1,250
11	\$26.56	\$208	\$1,042
12	\$22.14	\$208	\$833
13	\$17.71	\$208	\$625
14	\$13.28	\$208	\$417
15	\$8.85	\$208	\$208
16	\$4.43	\$208	\$0
<b>TOTALES</b>	<b>\$557.81</b>	<b>\$2,500</b>	

#### 4.11 Razón social del agente pagador, dirección en la que se realizará el pago e indicación de la modalidad de pago:

Actuará como agente pagador el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE) con quien el EMISOR ha suscrito, para el efecto, el correspondiente contrato de servicio. Las oficinas del agente pagador se encuentran ubicadas en:

- Guayaquil: Avenida nueve de Octubre (9 de Octubre) número doscientos (No.200) entre Pichincha y Pedro Carbo.
- Quito: Avenida diez de Agosto (10 de Agosto) NII cinco tres nueve (NII-539) y Briceño, frente a la plaza Bolívar.

El pago a los obligacionistas se realizará en la forma que estos instruyan al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE) pudiendo ser transferencia a cuenta bancaria nacional o internacional o emisión de cheque.

#### 4.12 Detalle de los activos libres de todo gravamen y descripción del tipo de garantía:

Las obligaciones que se emitan, contarán con GARANTÍA GENERAL del EMISOR, conforme lo dispone el artículo ciento sesenta y dos de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero). Los Activos Libres de Gravamen de Productora Cartonera S.A. con corte al 31 de mayo de 2017 son los siguientes:

Detalle de Activos Libres de Gravamen			
31-may-17			
( En USD )			
	Activo Total	Activos Gravados	Activos Libres de Gravamen
<b>ACTIVOS</b>			
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$457,463		\$ 457,463
Cuentas por Cobrar Comerciales	\$20,497,712		\$ 20,497,712
Cuentas por Cobrar Relacionadas	\$8,671,728		\$ 8,671,728
Otras Cuentas por Cobrar	\$7,856,691		\$ 7,856,691
Documentos por cobrar	\$1,040,549		\$ 1,040,549
Activos por impuestos corrientes	\$4,609,795		\$ 4,609,795
Inventarios	\$17,978,582	\$ 8,075,662	\$ 9,902,920
Seguros pagados por anticipado	\$205,385		\$ 205,385
Activos disponibles para la venta	\$0		\$ -
<b>Activos Corrientes</b>	<b>\$61,317,904</b>	<b>\$ 8,075,661.90</b>	<b>\$ 53,242,242</b>
Propiedad Planta y Equipo, neto	\$74,115,205	\$ 33,426,182	\$ 40,689,023
Documentos por cobrar largo plazo	\$0		\$ -
Inversiones en subsidiarias	\$1,300,000		\$ 1,300,000
Otros Activos	\$284,977		\$ 284,977
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>\$75,700,183</b>	<b>\$ 33,426,182</b>	<b>\$ 42,274,000</b>
<b>Total (A)</b>	<b>\$137,018,087</b>	<b>\$ 41,501,844</b>	<b>\$ 95,516,243</b>

Cecilia Sierra Morán  
Vicepresidente

Andrés Roldán Zuluaga  
Gerente General

Susana Quingaluiza  
Contadora General

#### 4.13 Emisiones no convertibles en acciones:

La presente emisión de obligaciones no es convertible en acciones.

#### 4.14 Denominación o razón social del representante de los obligacionistas, dirección domiciliaria y casilla postal, número de teléfono, número de fax, página web y dirección de correo electrónico, si lo hubiere:

**Representante de Obligacionistas:**

Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.  
Víctor Manuel Rendón 401 y General Córdova  
Rep. Legal Radmila Miryana Pandzic Arapov  
Telef.: 593-4-230-5941 / Fax: 593-4-230-3535  
Email: [rpandzic@pandzic.ec](mailto:rpandzic@pandzic.ec) / Guayaquil – Ecuador

**4.15 Resumen del convenio de representación de los Obligacionistas:**

Con fecha veinte y dos (22) de mayo del año 2017, se suscribió el Convenio de Representación de Obligacionistas entre la compañía PRODUCTORA CARTONERA S.A. como EMISOR y la compañía ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A. como Representante de Obligacionistas.

1. El Convenio contempla los derechos y obligaciones de las partes conforme la normativa del Mercado de Valores y las demás normas pertinentes.
2. Adicionalmente el Convenio recoge las normas relativas a la convocatoria, instalación y resoluciones de la Asamblea de los Obligacionistas.

**OBLIGACIONES DEL REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS**

- a) Verificar el cumplimiento por parte de EL EMISOR, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- b) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte de EL EMISOR a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros con la periodicidad que ésta señale;
- c) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por EL EMISOR, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
- d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas;
- e) Acordar con EL EMISOR las reformas específicas al contrato de emisión de que hubiera autorizado la Asamblea de Obligacionistas;
- f) Elaborar el informe de gestión para ponerlo en consideración de la Asamblea de Obligacionistas;
- g) Actuar por el bien y defensa de los obligacionistas;
- h) Solicitar la conformación de un fondo de amortización;
- i) Demandar al EMISOR por incumplimiento de las condiciones acordadas para la emisión, en defensa de los intereses comunes de los obligacionistas;
- j) Convocar a la Asamblea de Obligacionistas;
- k) Levantar o sustituir las garantías otorgadas, cumpliendo para ello con lo estipulado en el Art. 168 penúltimo inciso de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero);

l) Solicitar información contable y financiera a la compañía emisora, con el propósito de verificar el cumplimiento de todas las obligaciones adquiridas por ésta, en el contrato de emisión;

m) El cumplimiento de las demás funciones establecidas en la escritura de la emisión.

#### **OBLIGACIONES DEL EMISOR:**

**1)** Entregar al REPRESENTANTE, dentro de los cinco días hábiles siguientes al envío a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros su balance semestral condensado, y anual revisado por un Auditor Externo, con la calificación de riesgo, así como la misma información financiera que debe remitir al Registro de Mercado de Valores para mantener vigente su inscripción en dicho registro, de conformidad con lo previsto en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores; así como también, permitir al Representante de los Obligacionistas, inspeccionar, en la medida que sea necesario para el mismo fin, sus libros, documentos y demás bienes, guardado en Representante de los Obligacionistas, reserva sobre dicha información en cuanto no fuere estrictamente necesario para el resguardo de los intereses de los tenedores de las obligaciones;

**2)** Presentar al REPRESENTANTE una declaración jurada semestral, de activos gravados, que le permita verificar la suficiencia de la garantía con relación al monto de las obligaciones en circulación no redimidas, de conformidad con el porcentaje establecido en la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, cuando la emisión esté respaldada con garantía general;

**3)** El EMISOR reconoce y acepta expresamente que cualesquiera de los tenedores de las obligaciones, podrá exigir el pago íntegro y anticipado del capital no amortizado y de los intereses devengados, como si se tratara de una obligación de plazo vencido, si ocurre uno cualesquiera de los siguientes eventos:

**3.1** Si el EMISOR incurriere en mora en el pago de cualquier cuota de capital o intereses de las obligaciones, sin perjuicio de los intereses de mora a que hubiere lugar, calculados de conformidad con lo establecido en la escritura pública de emisión de obligaciones;

**3.2** Si el EMISOR incurriere en situación de quiebra;

**3.3** Si el EMISOR se convirtiere en deudor o garante de obligaciones dinerarias respecto de entidades que tuvieren jurisdicción coactiva y mantuviere dichas obligaciones en mora;

**3.4** Si el EMISOR suspendiere el trabajo a que se dedica actualmente y que constituye el giro de sus negocios y dicha suspensión demorase 30 días o más;

**3.5** Si entre el EMISOR y sus trabajadores se produjere un conflicto laboral que pueda poner en riesgo la normal actividad de la misma;

**3.6** Si el EMISOR dejare de cumplir cualquier obligación patronal para con sus trabajadores y/o el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social;

**3.7.** En el evento de que el EMISOR infringiere una cualesquiera de las estipulaciones de este contrato o de la escritura pública de emisión de obligaciones o de leyes y reglamentos que fueren pertinentes;

**3.8** Cuando la emisión se realice con garantía general y el EMISOR vendiere, enajenare o gravare los bienes que forman parte de la garantía general, incumpliendo el porcentaje establecido en el artículo 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

**4)** Informar oportunamente al REPRESENTANTE sobre cualquier hecho o información relevante que pudiera afectar de alguna manera el pago de las obligaciones emitidas o la garantía de la emisión.

**5)** Las demás establecidas en la Ley y este contrato.

**4.16 Declaración juramentada del representante de los obligacionistas:**

La declaración juramentada del Representante de Obligacionistas consta en el **Anexo No 1**.

**4.17 Descripción del sistema de colocación, con indicación del responsable y del asesor de la emisión:**

- El sistema de colocación será Bursátil.
- El colocador y estructurador financiero y legal de la emisión es Mercapital Casa de Valores S.A.

**4.18 Resumen del contrato de underwriting de existir:**

“...CLÁUSULA SEGUNDA.- OBJETO.- El objeto de la celebración del presente instrumento es la contratación de MERCAPITAL, por parte del EMISOR, a fin de que dicha casa de valores se desempeñe como intermediaria en la colocación de los valores descritos en este contrato, bajo la modalidad del mejor esfuerzo, durante el plazo de vigencia de la oferta pública de los referidos valores.

Las características de los valores objeto del presente contrato son:

Clase	A	B	C	D
<b>Monto</b>	USD 500.000	USD 1'000.000	USD 3'000.000	USD 1'000.000
<b>Plazo</b>	390 días	720 días	1080 días	1440 días
<b>Tasa de interés</b>	Tasa fija nominal anual 7.50%	Tasa fija nominal anual 7.80%	Tasa fija nominal anual 8.00%	Tasa fija nominal anual 8.50%
<b>Pago Interés</b>	Mensual / cada 30 días	Trimestral / cada 90 días	Trimestral / cada 90 días	Trimestral / cada 90 días
<b>Pago Capital</b>	Al vencimiento	Trimestral / cada 90 días	Trimestral / cada 90 días	Trimestral / cada 90 días con un año de gracia

Las condiciones de la colocación son las siguientes:

- Precio de los valores:

De acuerdo a condiciones de mercado previamente aceptadas por escrito por EL EMISOR a recomendación de MERCAPITAL.

- Comisiones por Colocación:



El EMISOR pagará la comisión bursátil de colocación del 1.00% sobre el valor nominal de cada colocación más la comisión del 0.09% sobre el valor efectivo que las Bolsas de Valores cobran por las transacciones bursátiles. Estos valores se deducirán del valor efectivo de cada colocación y se detallarán en cada liquidación bursátil de colocación.

- . El EMISOR pagará como mínimo una comisión de USD\$ 200.00 en la colocación de valores inferiores
- . En el costo señalado se encuentran incluidos todos los impuestos o retenciones que fueren aplicables.

- Formas y plazo de pago al emisor:

El valor neto proveniente de cada colocación deberá ser entregado al EMISOR en la fecha de colocación de la obligación, mediante transferencia vía Banco Central del Ecuador o con cheque certificado, a elección de éste.

- Sector del mercado al que va dirigida la colocación:

Público en general a través del mercado bursátil.

#### **4.19 Procedimiento de rescates anticipados:**

No se establece un sistema de sorteos y rescates anticipados al respecto de la presente emisión. Sin embargo, las obligaciones podrán ser rescatadas anticipadamente mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los tenedores de las obligaciones, conforme lo resuelvan en forma unánime los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y ocho (168) de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).

#### **4.20 Destino detallado y descriptivo del uso de los recursos provenientes de la colocación de la emisión de obligaciones.**

La Junta General de Accionistas determina que los recursos captados en virtud del proceso de emisión de obligaciones de largo plazo, se destinen en su totalidad a sustitución de pasivos de la compañía en general, siempre y cuando se trate de instituciones y/o empresas no relacionadas con la compañía.

#### **4.21 Informe completo de la calificación de riesgo:**

El Informe completo de la calificación de riesgos consta en el **Anexo No. 7**

#### **4.22 Opinión emitida por la compañía auditora externa con respecto a la presentación, revelación y bases de reconocimiento como activos en los estados financieros de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.**

El presente pronunciamiento consta a continuación de los estados financieros auditados del ejercicio 2016 dentro del informe suplementario emitido por la firma auditora externa. **(Anexo N° 4)**.

#### **4.23 Resguardos, limitaciones de endeudamiento y compromisos adicionales:**

## **RESGUARDOS:**

La Junta General de Accionistas de la compañía emisora ha resuelto, entre otros puntos, en sesión realizada el 11 de abril de 2017, la constitución de los siguientes resguardos:

1) Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,

b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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 del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2 del capítulo IV del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, correspondiente a la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

Estos resguardos podrán ser fortalecidos al solo criterio del Gerente General y Vicepresidente de la Compañía o de quienes los reemplacen en virtud de las disposiciones estatutarias.

Por otro lado, la Junta General expresamente delega al Gerente General y al Vicepresidente de la Compañía o a quienes lo reemplace en virtud de las disposiciones estatutarias, la fijación de limitaciones de endeudamiento y compromisos adicionales que no deberán ser considerados en forma alguna como resguardos en los términos antes señalados y que podrán consistir entre otros, en mantenimiento de determinados índices financieros, compromisos financieros en general, obligaciones formales de remisión de información, etcétera, así mismo el Gerente General y el Vicepresidente de la Compañía o quienes los reemplacen en virtud de las disposiciones estatutarias, podrán constituir gravámenes de todo tipo, sobre cualquier bien de propiedad de la Compañía, tales como prendas, hipotecas o cualquier otro y en general podrá constituir cualquier tipo de garantía específica adicional a la garantía general que respalda el proceso de emisión referido, así como constituir negocios fiduciarios de cualquier tipo relacionados con el proceso referido.

## **LIMITACIONES DE ENDEUDAMIENTO**

El Gerente General y el Vicepresidente, fijan las siguientes limitaciones de endeudamiento y en tal virtud, la Compañía se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros:

1. Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 2.0 veces
2. Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 3.0 veces
3. Mantener un nivel de cuentas por cobrar a compañías relacionadas (de corto y largo plazo) / Patrimonio menor al 10%.

La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados.

Para la base de la verificación se tomarán los estados financieros semestrales correspondientes a junio treinta y diciembre treinta y uno de cada año. El seguimiento a los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez los títulos estén en circulación. Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Pasado este tiempo y en caso de persistir dicho desfase, el Representante de los Obligacionistas convocará a Asamblea para que sea este órgano quien resuelva respecto de las medidas a tomar, pudiendo dicha resolución ser el rescate anticipado conforme lo señala el numeral ocho de la presente cláusula.-

### **COMPROMISOS ADICIONALES**

En virtud de la delegación conferida por la Junta General de Accionistas, el Gerente General y el Vicepresidente, determinan como medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades de la Compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas, la toma de todas aquellas decisiones y todas aquellas gestiones que permitan que la Compañía pueda mantener su situación financiera actual, sin que dichas decisiones y/o gestiones puedan ser enumeradas pues conlleva la participación conjunta de las distintas áreas de la compañía actuando conforme a la evolución del mercado en un momento determinado. Sin embargo se aclara que todas aquellas medidas permitirán que la compañía mantenga o incremente las operaciones propias de su giro ordinario, sin disminuir las mismas, a continuación se detallan las principales:

- Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica
- Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores
- Mantener una relación entre el endeudamiento financiero y la generación de flujo propio que le permita continuidad y crecimiento al negocio.

## 5 INFORMACIÓN ECONÓMICO - FINANCIERA DEL EMISOR:

### 5.1 Los estados financieros auditados con las notas:

Los estados financieros auditados con sus respectivas notas de los años 2014 al 2016 constan en el **Anexo No. 4**, mientras que los estados financieros internos con corte al 31 de mayo de 2017 (firmados por el Representante Legal y el Contador de la compañía), constan en el **Anexo No.5**

### 5.2 Análisis horizontal y vertical de los estados financieros señalados anteriormente

La información utilizada para el presente análisis corresponde a los estados financieros auditados de los años 2014 al 2016 y los estados financieros internos no auditados cortados al 31 de mayo de 2017.

#### Estado de Resultados Integral

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Estado de Resultados Integral (US\$ Miles)	2014	% V	2015	% V	% H	may-16	% V	2016	% V	% H	may-17	% V	% H
	NIIF		NIIF			Interno		NIIF			Interno		
<b>Ventas Netas</b>	<b>\$127,134</b>	100.0%	<b>\$118,412</b>	100.0%	-7%	<b>\$46,031</b>	100.0%	<b>\$103,074</b>	100.0%	-13%	<b>\$47,547</b>	100.0%	3%
<b>Costo de Ventas</b>	<b>\$109,953</b>	86.5%	<b>\$104,048</b>	87.9%	-5%	<b>\$39,395</b>	85.6%	<b>\$90,437</b>	87.7%	-13%	<b>\$40,981</b>	86.2%	4%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$17,182</b>	<b>13.5%</b>	<b>\$14,364</b>	<b>12.1%</b>	<b>-16.4%</b>	<b>\$6,636</b>	<b>14.4%</b>	<b>\$12,637</b>	<b>12.3%</b>	<b>-12.0%</b>	<b>\$6,566</b>	<b>13.8%</b>	<b>-1.1%</b>
<i>Margen Bruto</i>	<i>13.5%</i>		<i>12.1%</i>			<i>14.4%</i>		<i>12.3%</i>			<i>13.8%</i>		
Gastos Administrativos	\$5,644	4.4%	\$5,181	4.4%	-8%	\$1,636	3.6%	\$3,881	3.8%	-25%	\$1,505	3.2%	-8%
Gastos de Venta	\$4,533	3.6%	\$4,493	3.8%	-1%	\$2,112	4.6%	\$4,598	4.5%	2%	\$2,398	5.0%	14%
Otros Ingresos / Egresos Operacionales neto	-\$802	-0.6%	-\$503	-0.4%	-37%	\$0	0.0%	\$2,514	2.4%	-600%	\$0	0.0%	0%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>\$6,202</b>	<b>4.9%</b>	<b>\$4,187</b>	<b>3.5%</b>	<b>-32%</b>	<b>\$2,888</b>	<b>6.3%</b>	<b>\$6,673</b>	<b>6.5%</b>	<b>59%</b>	<b>\$2,662</b>	<b>5.6%</b>	<b>-8%</b>
<i>Margen Operacional</i>	<i>4.9%</i>		<i>3.5%</i>			<i>6.3%</i>		<i>6.5%</i>			<i>5.6%</i>		
Costos Financieros netos	\$4,145	3.3%	\$3,007	2.5%	-27%	\$1,119	2.4%	\$2,700	2.6%	-10%	\$1,528	3.2%	37%
Otros Ingresos / Gastos (Neto)		0.0%				-\$399					\$126	0.3%	-132%
<b>Utilidad antes de Impuestos y Tributos</b>	<b>\$2,057</b>	<b>1.6%</b>	<b>\$1,180</b>	<b>1.0%</b>	<b>-43%</b>	<b>\$1,370</b>	<b>3.0%</b>	<b>\$3,973</b>	<b>3.9%</b>	<b>237%</b>	<b>\$1,260</b>	<b>2.7%</b>	<b>-8%</b>
<i>Margen antes de Intereses e Impuestos</i>	<i>1.6%</i>		<i>1.6%</i>			<i>3.0%</i>		<i>3.9%</i>			<i>2.7%</i>		
Participación empleados *		0.0%		0.0%	0%		0.0%	-\$594	-0.6%	0%		0.0%	0%
Pérdida/Ganancia actuarial en Jubilación Patr.	\$182	0.1%	-\$113	-0.1%	-162%		0.0%		0.0%	-100%		0.0%	0%
Impuesto a la Renta	-\$1,130	-0.9%	-\$1,205	-1.0%	7%		0.0%	-\$1,107	-1.1%	-8%		0.0%	0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$1,109</b>	<b>0.9%</b>	<b>-\$138</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-112%</b>	<b>\$1,370</b>	<b>3.0%</b>	<b>\$2,272</b>	<b>2.2%</b>	<b>-1747%</b>	<b>\$1,260</b>	<b>2.7%</b>	<b>-8%</b>
<i>Margen Neto</i>	<i>0.9%</i>		<i>-0.1%</i>			<i>3.0%</i>		<i>2.2%</i>			<i>2.7%</i>		

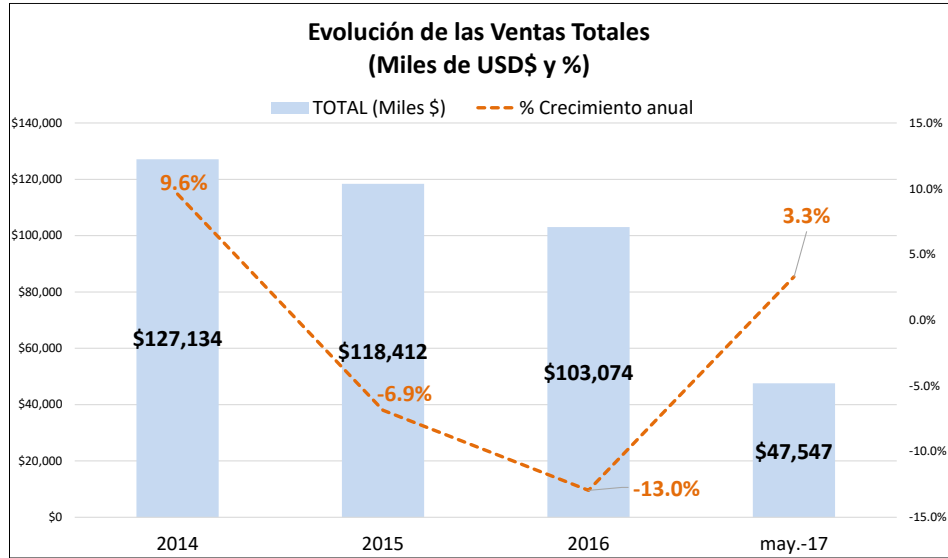
\*Nota: en los informes de auditoría de los años 2014 y 2015, la participación laboral está siendo cargada al gasto operativo

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaborado por: Mercapital Casa de Valores S.A

## Análisis del Estado de Resultados Integral

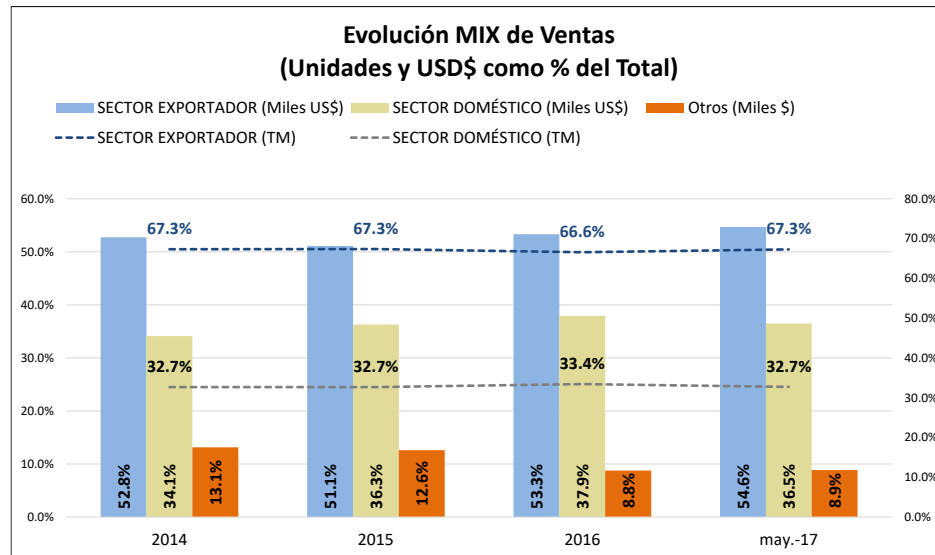
### Ingresos por actividades ordinarias:

El siguiente gráfico refleja la evolución de las ventas durante los últimos tres años de gestión:



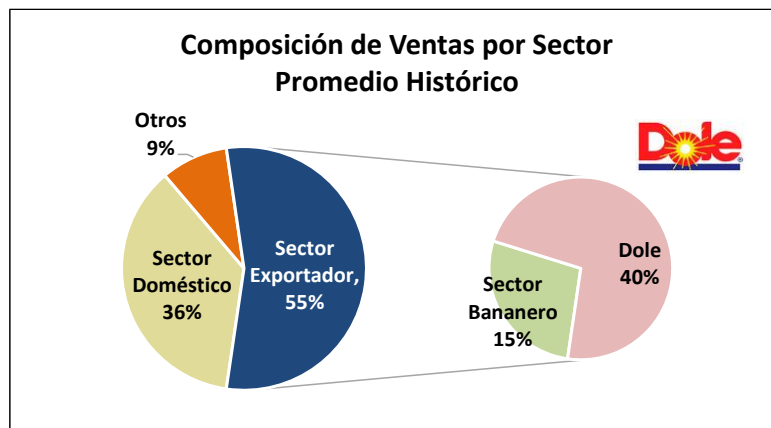
Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

En cuanto al aporte de cada división productiva al total de ingresos de la compañía, se puede constatar una clara estabilidad (tanto en volumen como en términos monetarios), siendo la línea Exportador la de mayor importancia dentro del margen de contribución:



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Es importante mencionar que el sector exportador lo componen las ventas de cajas de cartón y empaques destinados a la comercialización de banano, de los cuales la multinacional Dole es el cliente más importante en razón del contrato de proveeduría exclusiva de las cajas de cartón para exportación de banano realizado por Dole Ecuador.



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

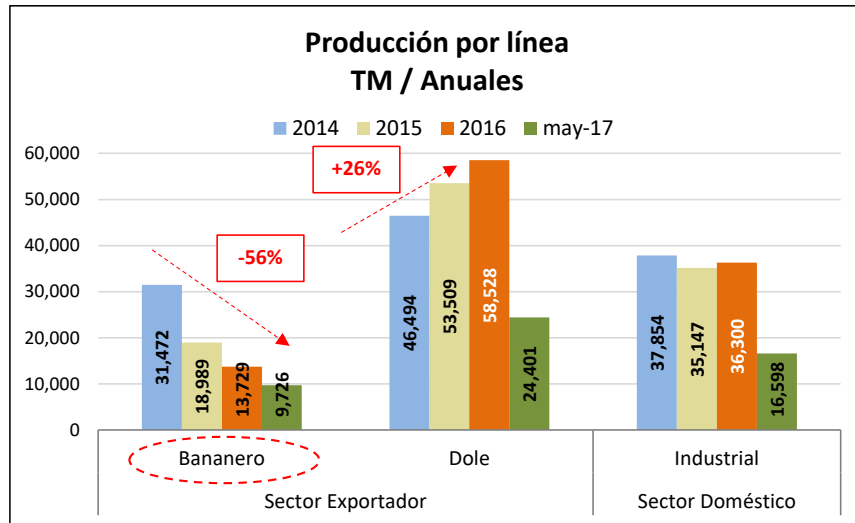
Bajo este contexto, se concluye que la actividad comercial de Productora Cartonera S.A. guarda estrecha relación con el desempeño del sector exportador bananero del país, por lo que bajo esta consideración, se puede realizar un análisis de las fluctuaciones de las ventas.

El ritmo de crecimiento del año 2014 se atribuye a una recuperación del sector bananero que si bien tuvo su impacto en mayor medida en el año 2013, influyó de manera importante en los resultados del 2014, alcanzando en términos nominales, las ventas más altas del período (US\$ 127 millones).

La realidad cambia para el año 2015, en donde la compañía experimentó una reducción de sus ventas en un 7% a causa de los siguientes aspectos:

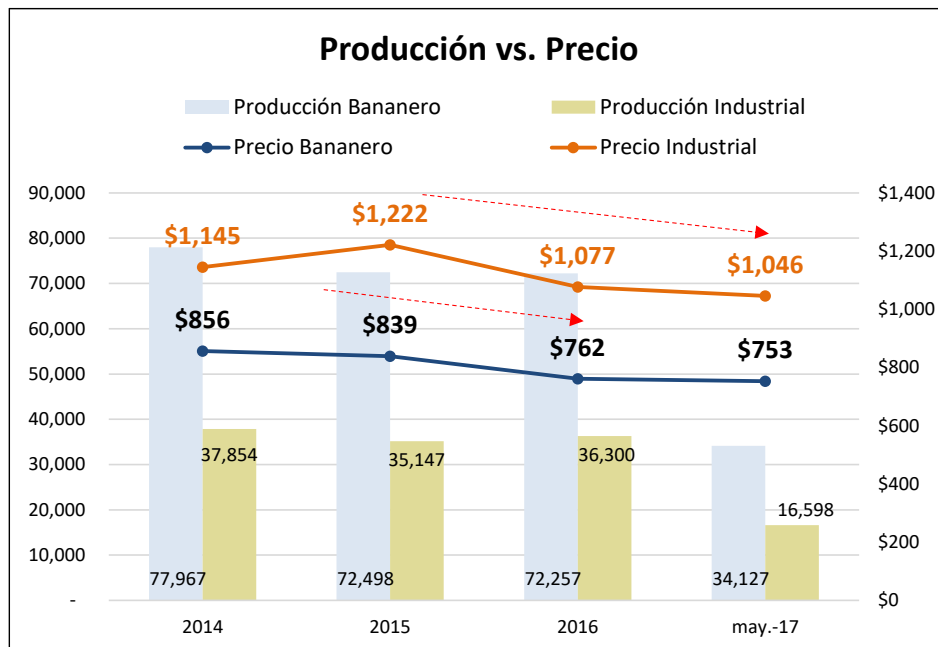
- Encarecimiento de los productos exportables como consecuencia de la apreciación del dólar y consecuentemente, pérdida de competitividad respecto a países vecinos exportadores de banano.
- Reducción de la producción acorde a la contracción de la actividad bananera.
- Reducción del precio promedio de venta a su principal cliente Dole.

Estos hechos son visibles en el siguiente esquema:



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Esta tendencia se ha mantenido en el 2016, de tal manera que la reducción de las ventas se da en un 13% respecto al 2015. Adicional a ello, el último año estuvo caracterizado por una fuerte presión comercial a los precios de los empaques comercializados por Productora Cartonera S.A., y no solamente a la división Bananera, sino también la línea Industrial. El siguiente gráfico revela de manera clara esta afirmación:

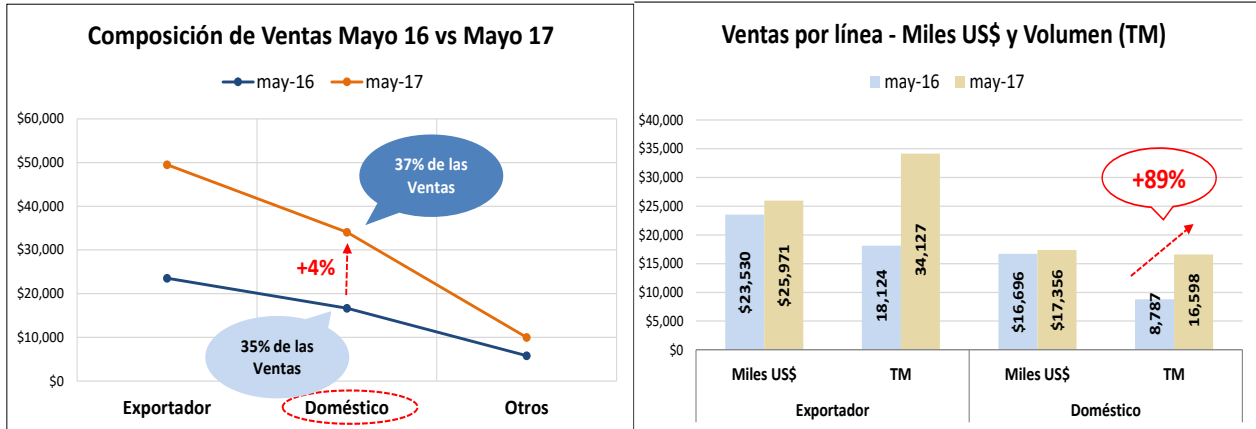


Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Se concluye entonces, que las ventas del 2016 sufrieron un efecto doble: volumen y precio.

La nueva administración de Procarisa, con miras a mitigar el riesgo exógeno asociado con la volatilidad en el precio de comercialización de empaques hacia el sector bananero, ha planteado estrategias que permitan potencializar la línea Doméstica o Industrial.

Las medidas adoptadas están dando los resultados esperados, de tal forma que al comparar las ventas netas de esta línea a mayo/2017 respecto a mayo/2016, se evidencia que éstas han crecido un 4%, incrementando su participación en el mix de ventas a un 37% de los ingresos acumulados en los cinco primeros meses del año (35% hace un año).



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Como se puede apreciar, este repunte en las ventas de la línea Doméstica viene dado por un crecimiento importante de la producción (89% respecto a similar período del 2016) lo que pone de manifiesto la intención de la compañía por incrementar su participación de mercado en éste segmento.

Estas estrategias hacen posible que las ventas totales se vean incrementadas a mayo del presente año, en un 3%, respecto a mayo del 2016.

### Costos y Gastos:

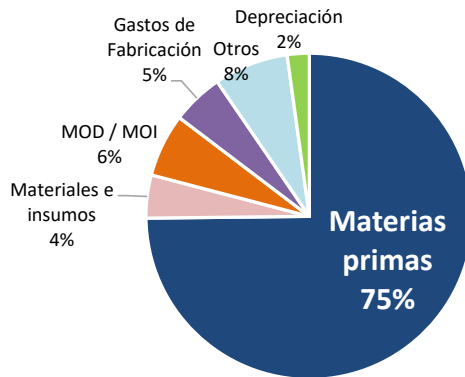
#### **Costo de Ventas:**

El principal rubro en el costo de ventas de la compañía es el costo de la materia prima (75%), en donde se incluye el costo de adquisición de pulpas de papel y sus derivados que son el insumo principal en la elaboración del cartón corrugado.

La estabilidad en el precio internacional de estos commodities y la integración comercial con el molino de Surpapelcorp (empresa relacionada parte del Holding) le permiten a la compañía mantener un costo de ventas estable que oscila entre el 86% y 88% de las ventas anuales.

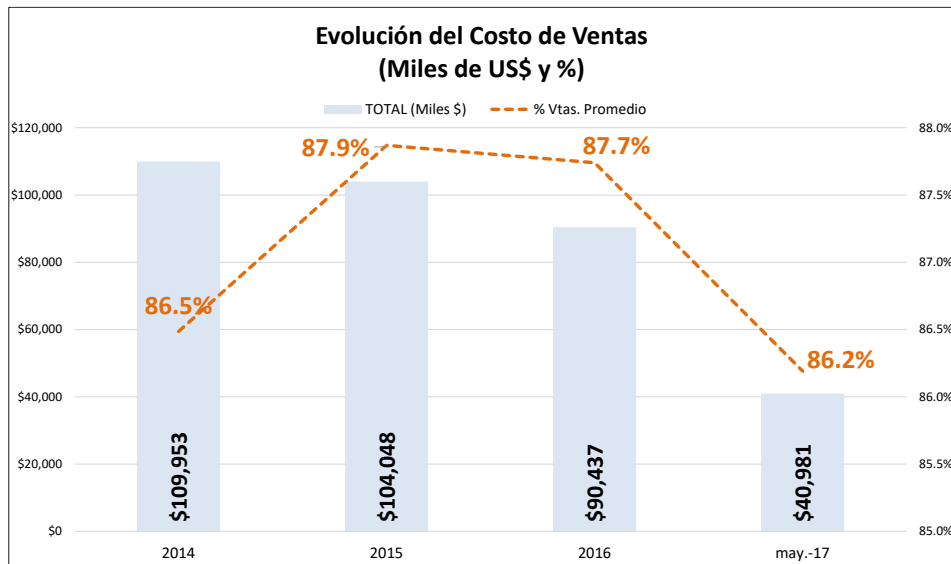


### Composición del Costo de Ventas



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

El comportamiento del costo de ventas de la compañía se puede apreciar en el siguiente gráfico:

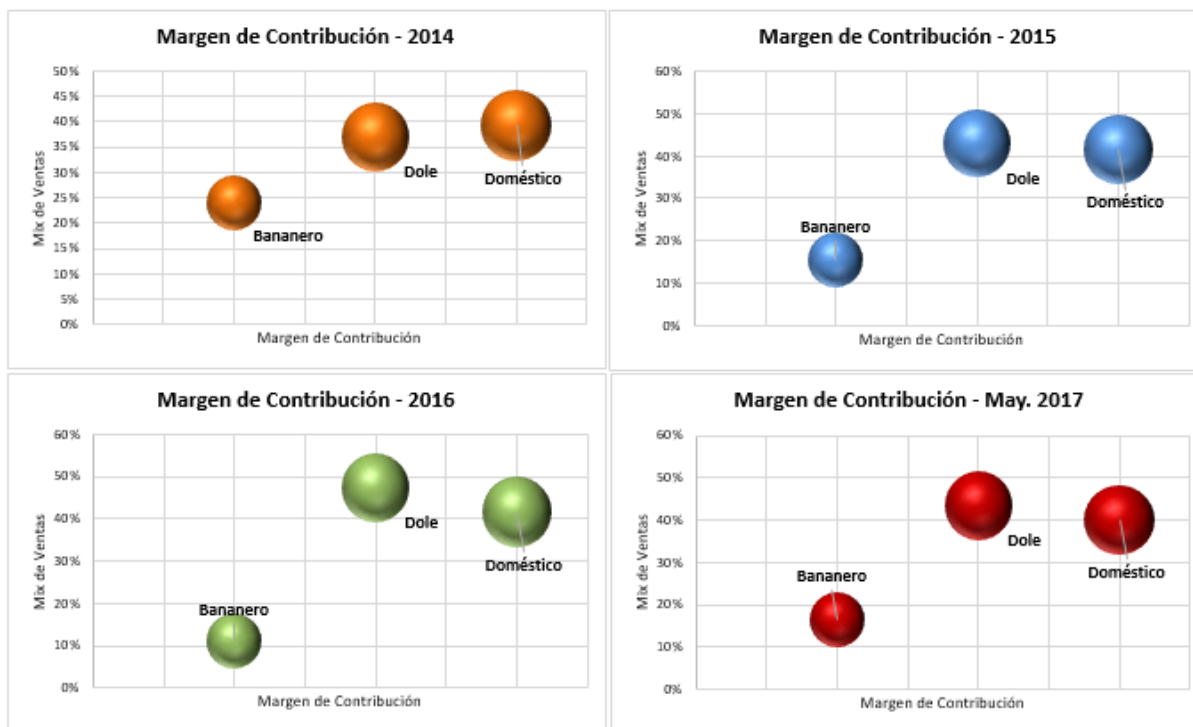


Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

El comportamiento de las ventas del año 2015 explicado previamente, hace que el porcentaje del costo muestre un crecimiento en dicho año, sin embargo, nominalmente, la compañía pudo reducir el costo en aproximadamente US\$ 5 millones respecto al 2014.

Para el año 2016 el costo de ventas se mantiene casi inalterable, como consecuencia directa del costo de adquisición de materias primas, que como se presentó en el análisis de mercado, se ha mantenido en niveles estables a lo largo del año.

Al analizar el margen de contribución por línea de negocio, se observa claramente que la variable que se ha modificado a lo largo de los últimos tres años, es el aporte de cada línea sobre el mix de ventas total, no así el costo de ventas, el cual se mantiene prácticamente estable.



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

### Gastos Operativos y Financieros:

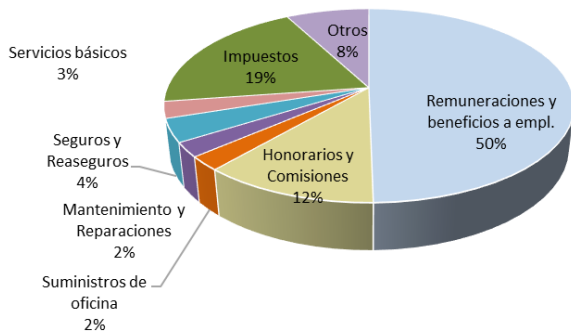
El total de gastos operativos de la compañía se resume en el siguiente esquema:

	2014	2015	2016	may-17
Gastos administrativos (Miles US\$)	\$5,644	\$5,181	\$3,881	\$1,505
% de Ventas	4.44%	4.38%	3.76%	3.17%
Gastos de ventas (Miles US\$)	\$4,533	\$4,493	\$4,598	\$2,398
% de Ventas	3.57%	3.79%	4.46%	5.04%
<b>Total Gastos Operativos</b>	<b>\$10,178</b>	<b>\$9,674</b>	<b>\$8,478</b>	<b>\$3,904</b>
% de Ventas	8.01%	8.17%	8.23%	8.21%

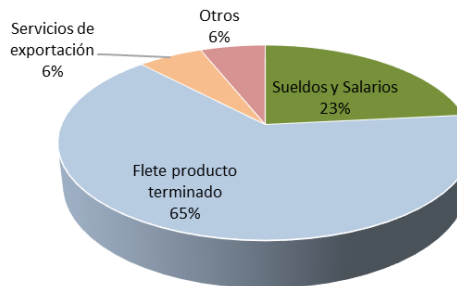
Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Como se puede apreciar, el total de gastos operativos muestra una poca variabilidad producto de que tanto los gastos administrativos como de ventas, representan en promedio, el 4,2% y 3,8% de las ventas respectivamente. La composición de estos rubros al cierre del 2016 consta a continuación:

### Composición del Gasto Administrativo Diciembre 2016



### Composición del Gasto de Ventas Diciembre 2016



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

La proporción del gasto financiero sobre las ventas se ha mantenido en niveles muy conservadores de alrededor del 3% en promedio como consecuencia de un stock de deuda financiera poco volátil:

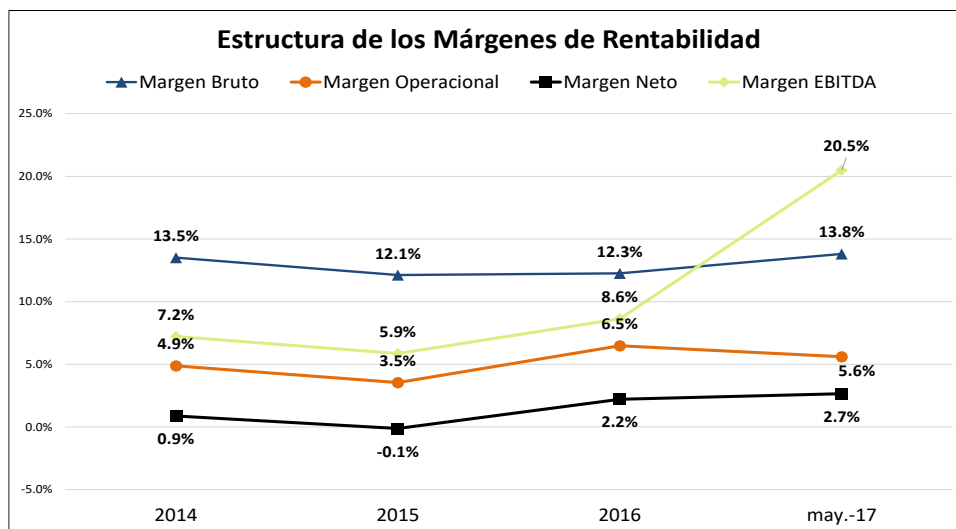
	2014	2015	2016	may-17
Gastos financieros (Miles US\$)	\$4,145	\$3,007	\$2,700	\$1,528
% de Ventas	3.26%	2.54%	2.62%	3.21%

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Más adelante, en el análisis de las cuentas del pasivo, se presenta más información relacionada con la estructura de financiamiento de la compañía.

### Estructura de márgenes:

El siguiente grafico permite apreciar la evolución de los márgenes de rentabilidad de la compañía:



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

## Estado de Situación Financiera:

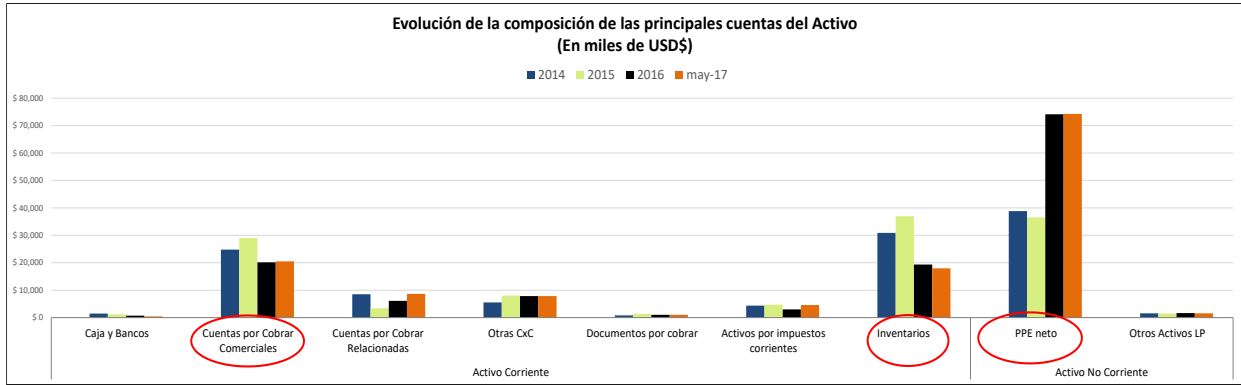
Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Estado de Situación Financiera (US\$ Miles)	2014		2015			may-16		2016			may-17		
	NIIF	% V	NIIF	% V	% H	Interno	% V	NIIF	% V	% H	Interno	% V	% H
<b>ACTIVOS</b>													
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$1,499	1%	\$1,200	1%	-20%	\$2,056	2%	\$749	1%	-38%	\$457	0%	-78%
<b>Cuentas por Cobrar Comerciales</b>	<b>\$24,782</b>	<b>21%</b>	<b>\$29,035</b>	<b>24%</b>	<b>17%</b>	<b>\$23,112</b>	<b>20%</b>	<b>\$20,144</b>	<b>15%</b>	<b>-31%</b>	<b>\$20,498</b>	<b>15%</b>	<b>-11%</b>
Cuentas por Cobrar Relacionadas	\$8,519	7%	\$3,408	3%	-60%	\$5,225	5%	\$6,125	5%	80%	\$8,672	6%	66%
Otras Cuentas por Cobrar	\$5,555	5%	\$8,032	7%	45%	\$6,627	6%	\$7,845	6%	-2%	\$7,857	6%	18%
Documentos por cobrar	\$821	1%	\$1,371	1%	67%	\$1,371	1%	\$1,041	1%	-24%	\$1,041	1%	-24%
Activos por impuestos corrientes	\$4,384	4%	\$4,750	4%	8%	\$3,554	3%	\$3,008	2%	-37%	\$4,610	3%	30%
Inventarios	\$30,874	26%	\$36,948	30%	20%	\$31,895	28%	\$19,357	14%	-48%	\$17,979	13%	-44%
Seguros pagados por anticipado	\$491	0%	\$459	0%	-7%	\$226	0%	\$448	0%	-2%	\$205	0%	-9%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>\$76,925</b>	<b>65%</b>	<b>\$85,203</b>	<b>69%</b>	<b>11%</b>	<b>\$74,067</b>	<b>64%</b>	<b>\$58,716</b>	<b>44%</b>	<b>-31%</b>	<b>\$61,318</b>	<b>45%</b>	<b>-17%</b>
<b>Propiedad Planta y Equipo, neto</b>	<b>\$38,818</b>	<b>33%</b>	<b>\$36,561</b>	<b>30%</b>	<b>-6%</b>	<b>\$39,769</b>	<b>34%</b>	<b>\$74,104</b>	<b>55%</b>	<b>103%</b>	<b>\$74,234</b>	<b>54%</b>	<b>87%</b>
Inversiones en subsidiarias	\$1,300	1%	\$1,300	1%	0%	\$1,300	1%	\$1,300	1%	0%	\$1,300	1%	0%
Otros Activos	\$259	0%	\$176	0%	-32%	\$281	0%	\$355	0%	102%	\$292	0%	4%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>\$40,850</b>	<b>35%</b>	<b>\$38,037</b>	<b>31%</b>	<b>-7%</b>	<b>\$41,351</b>	<b>36%</b>	<b>\$75,759</b>	<b>56%</b>	<b>99%</b>	<b>\$75,826</b>	<b>55%</b>	<b>83%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>\$117,775</b>	<b>100%</b>	<b>\$123,240</b>	<b>100%</b>	<b>5%</b>	<b>\$115,417</b>	<b>100%</b>	<b>\$134,475</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>	<b>\$137,144</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>
<b>PASIVOS</b>													
Pasivos Bancarios Corto Plazo	\$2,753	2%	\$11,025	9%	300%	\$3,479	3%	\$11,662	9%	6%	\$11,892	9%	242%
Pasivo Mercado de Valores Corto Plazo (PC)		0%	\$8,482	7%	0%	\$9,227	8%	\$10,000	7%	18%	\$10,000	7%	8%
Porción Corriente de Pasivo Mercado de Valores	\$13,900	12%	\$5,882	5%	-58%	\$3,515	3%	\$2,628	2%	-55%	\$2,167	2%	-38%
Cuentas por Pagar Comerciales	\$29,730	25%	\$36,434	30%	23%	\$32,487	28%	\$25,046	19%	-31%	\$19,599	14%	-40%
Cuentas por Pagar Relacionadas	\$9,359	8%	\$15,371	12%	64%	\$17,021	15%	\$835	1%	-95%	\$3,525	3%	-79%
Otras cuentas por pagar	\$865	1%	\$1,065	1%	23%	\$3,753	3%	\$5,273	4%	395%	\$4,527	3%	21%
Pasivos por impuesto corriente	\$1,412	1%	\$1,548	1%	10%	\$475	0%	\$1,366	1%	-12%	\$1,759	1%	271%
Obligaciones acumuladas	\$881	1%	\$823	1%	-7%	\$949	1%	\$1,098	1%	33%	\$701	1%	-26%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>\$58,900</b>	<b>50%</b>	<b>\$80,630</b>	<b>65%</b>	<b>37%</b>	<b>\$70,905</b>	<b>61%</b>	<b>\$57,906</b>	<b>43%</b>	<b>-28%</b>	<b>\$54,170</b>	<b>39%</b>	<b>-24%</b>
Pasivos Bancarios Largo Plazo	\$15,141	13%	\$2,107	2%	-86%	\$6,984	6%	\$4,215	3%	100%	\$4,215	3%	-40%
Pasivo Mercado de Valores	\$11,083	9%	\$4,534	4%	-59%	\$3,781	3%	\$1,200	1%	-74%	\$7,283	5%	93%
Obligaciones por beneficios definidos	\$1,350	1%	\$1,745	1%	29%	\$1,461	1%	\$2,297	2%	32%	\$2,318	2%	59%
Anticipos de clientes	\$247	0%	\$3,308	3%	1239%		0%	\$0	0%	-100%	\$0	0%	0%
CxP Relacionadas LP								\$12,333	9%	0%	\$12,462	9%	0%
Cuentas y Documentos por pagar LP								\$9,803	7%	0%	\$8,934	7%	0%
Impuestos diferidos		0%		0%	0%		0%	\$6,437	5%	0%	\$6,218	5%	0%
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	<b>\$27,821</b>	<b>24%</b>	<b>\$11,694</b>	<b>9%</b>	<b>-58%</b>	<b>\$12,227</b>	<b>11%</b>	<b>\$36,285</b>	<b>27%</b>	<b>210%</b>	<b>\$41,430</b>	<b>30%</b>	<b>239%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$86,721</b>	<b>74%</b>	<b>\$92,324</b>	<b>75%</b>	<b>6%</b>	<b>\$83,132</b>	<b>72%</b>	<b>\$94,191</b>	<b>70%</b>	<b>2%</b>	<b>\$95,600</b>	<b>70%</b>	<b>15%</b>
<b>PATRIMONIO</b>													
Capital Social	\$27,559	23%	\$27,559	22%	0%	\$27,559	24%	\$27,559	20%	0%	\$27,559	20%	0%
Reserva Legal	\$1,743	1%	\$1,836	1%	5%	\$1,835	2%	\$2,063	2%	12%	\$2,063	2%	12%
Otros Resultados Integrales (NIIF)		0%		0%	0%	\$1,864	2%	-\$730	-1%	0%	\$1,852	1%	-1%
Resultados Acumulados	\$1,752	1%	\$1,521	1%	-13%	\$1,027	1%	\$11,392	8%	649%	\$10,071	7%	880%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$31,054</b>	<b>26%</b>	<b>\$30,916</b>	<b>25%</b>	<b>0%</b>	<b>\$32,285</b>	<b>28%</b>	<b>\$40,284</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>\$41,544</b>	<b>30%</b>	<b>29%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$117,775</b>	<b>100%</b>	<b>\$123,240</b>	<b>100%</b>	<b>5%</b>	<b>\$115,417</b>	<b>100%</b>	<b>\$134,475</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>	<b>\$137,143</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaborado por: Mercapital Casa de Valores S.A.

## Análisis del Estado de Situación Financiera

### Composición del Activo:

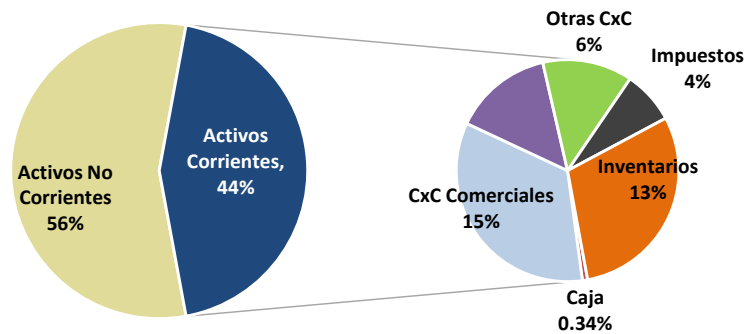
El siguiente esquema resume la composición del activo durante el período de análisis:



**Fuente:** Productora Cartonera S.A. / **Elaboración:** Mercapital Casa de Valores S.A.

Históricamente, los Activos Corrientes han tenido un mayor peso dentro del total de activos, siendo en promedio el 66%. De ellos, las cuentas por cobrar comerciales y el inventario representan las cuentas de mayor importancia en el período analizado; a continuación un breve análisis de las mismas:

### **Estructura del Activo Mayo 2017**



**Fuente:** Productora Cartonera S.A. / **Elaboración:** Mercapital Casa de Valores S.A.

- Cuentas por cobrar comerciales:

Los saldos de cartera comercial muestran poca dispersión respecto a la media, a pesar de que en el último año se evidencia un crecimiento de 17%. En promedio, la compañía efectiviza su cartera cada 90 días,

	2014	2015	2016	may-17
<b>Rotación de Cartera Comercial</b>	70 días	88 días	70 días	65 días

- Inventario:

El crecimiento de su rotación va de la mano con la desaceleración de las ventas y consecuentemente con una menor utilización de las materias primas en el proceso productivo. Sin embargo, a mayo del presente año, la dinámica de las ventas refleja una aceleración en la rotación del inventario

	2014	2015	2016	may-17
<b>Rotación de Inventarios</b>	101 días	128 días	77 días	66 días

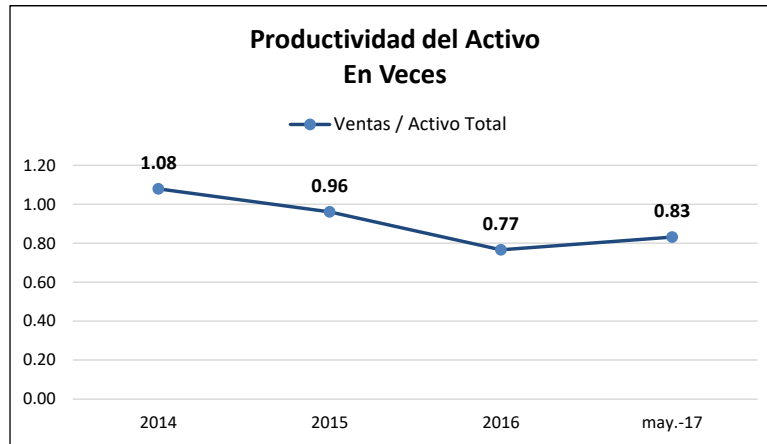
La participación por tipo de existencias se refleja en la siguiente tabla:

En Miles US\$	2014	2015	2016	may-17
Materias Primas	47%	62%	45%	30%
Producto terminado	20%	20%	6%	6%
Importaciones en tránsito	20%	3%	1%	7%
Materiales, Suministros y Repuestos	13%	15%	49%	56%
Producto en proceso	0%	1%	1%	1%
Provisión por deterioro	0%	-1%	-2%	0%
<b>Inventarios</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Por el lado de los Activos No Corrientes, la Propiedad, Planta y Equipo de la compañía alcanza los US\$ 75.9 millones a diciembre de 2016, creciendo en un 103% respecto al 2015. Productora Cartonera S.A. no ha realizado inversiones de importancia en este tipo de activos durante el período analizado, considerando que su capacidad de producción anual se encuentra en un 67% de utilización, por lo que el crecimiento del activo fijo se da en respuesta a una revalorización de bienes, movimiento contable que no representó flujo de efectivo para la compañía.

En términos de productividad, se observa que el presente año la compañía da muestras de una clara mejoría en sus procesos y en la utilización de sus activos. A mayo, la compañía US\$0.83 por cada US\$ 1 de sus activos, ratio que es mayor al del cierre del año 2016.

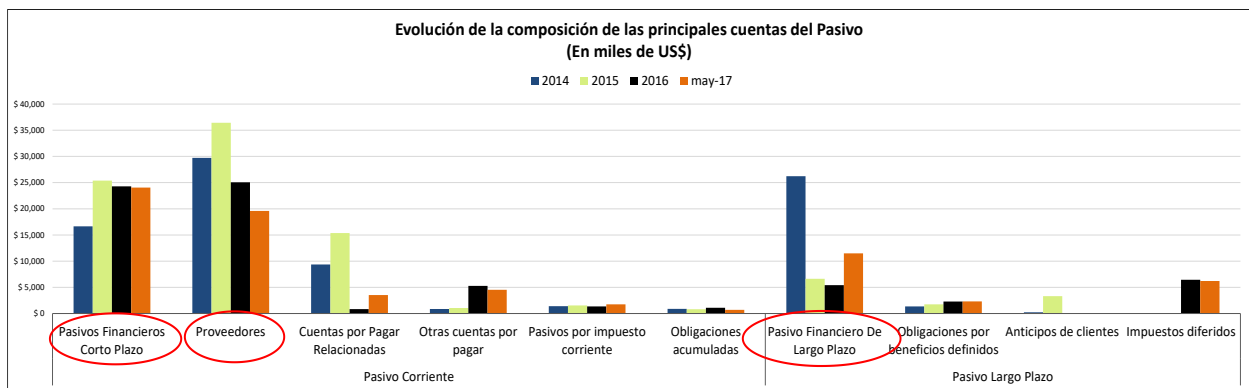


Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Las demás cuentas que conforman los Activos No Corrientes corresponden a inversiones de la compañía en firmas relacionadas, que en conjunto son el 1% del total de activos y cuyos saldos se han mantenido relativamente constantes.

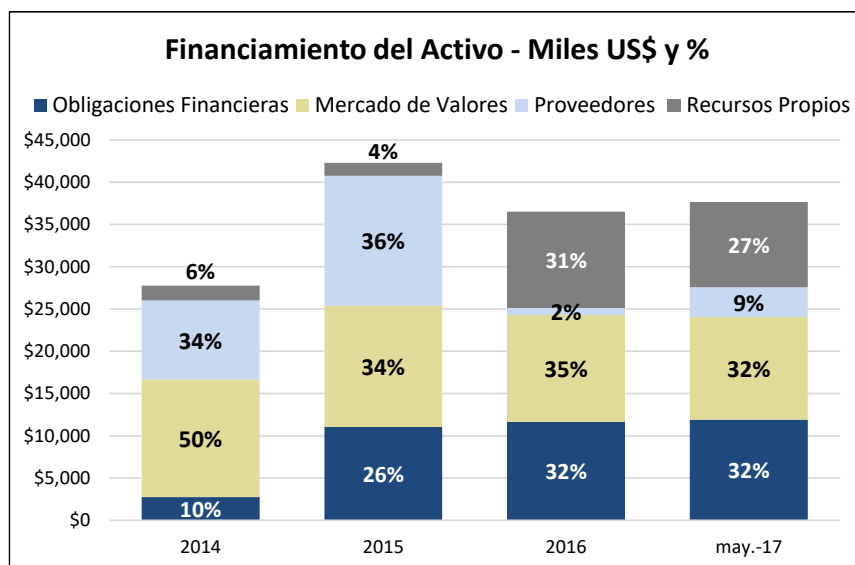
### Composición del Pasivo:

El cuadro que consta a continuación resume la composición del pasivo de la compañía en el período analizado:



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Como se puede apreciar, las obligaciones financieras de corto y largo plazo constituyen las cuentas más representativas dentro de los Pasivos Corrientes y los No Corrientes respectivamente; a continuación un análisis más detallado de cada una de ellas, mismas que conjuntamente con los saldos por pagar a proveedores, componen la estructura de financiamiento de la compañía.



**Fuente:** Productora Cartonera S.A. / **Elaboración:** Mercapital Casa de Valores S.A.

En el año 2013 las obligaciones financieras (de corto y largo plazo) muestran el saldo más alto del período en concordancia con la necesidad de financiamiento de la creciente actividad operativa acorde al ritmo de ventas dirigidas al sector exportador (bananero). En dicho año la compañía incurre en el mercado de valores mediante su tercer programa de emisión de obligaciones de largo plazo por un monto de US\$ 10 millones.

La estructura de deuda financiera cambia para el año 2014, en donde el pasivo financiero de largo plazo tiene una mayor representatividad y el financiamiento vía proveedores y deuda de corto plazo (Papel Comercial por US\$ 10 millones) financian el capital de trabajo operativo.

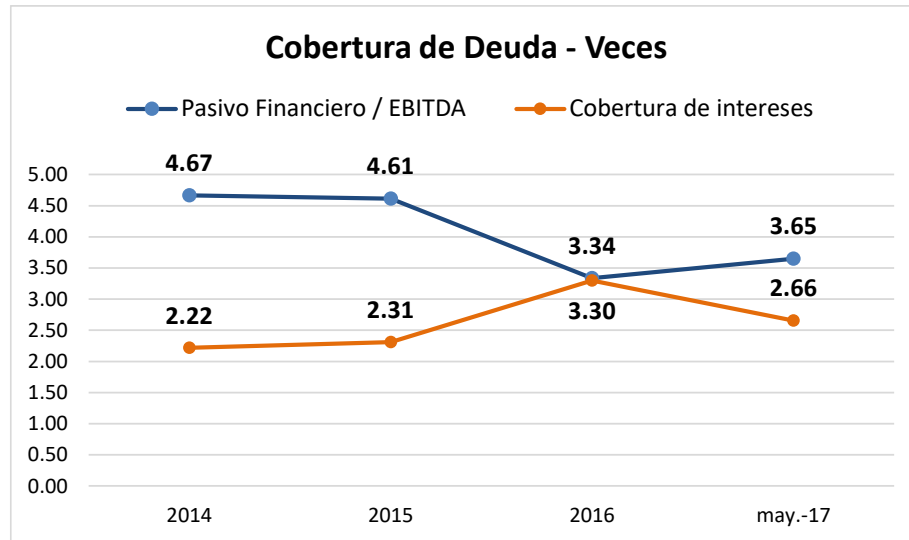
El stock de deuda financiera se mantiene cayendo a tal punto que en el 2015 alcanzó US\$ 32 millones (-25%) producto de las amortizaciones periódicas de sus emisiones vigentes. La operación en el último año ha estado apalancada por recursos pagaderos en el corto plazo.

El financiamiento a través de proveedores va adquiriendo cada vez mayor importancia en concordancia con el incremento de los plazos de cobro de la cartera comercial. Productora Cartonera S.A. cuenta con una gran reputación que le ha permitido contar con la confianza del sistema financiero y de sus principales proveedores.

	2014	2015	2016	May-17
<b>Rotación de CxP Proveedores</b>	97 días	126 días	100 días	72 días

Considerando el ritmo que ha tenido la actividad operativa de la compañía, su estructura de financiamiento ha hecho posible que la cobertura de deuda, medida en términos del EBITDA generado vs el stock de deuda financiera, se mantenga en niveles aceptables.

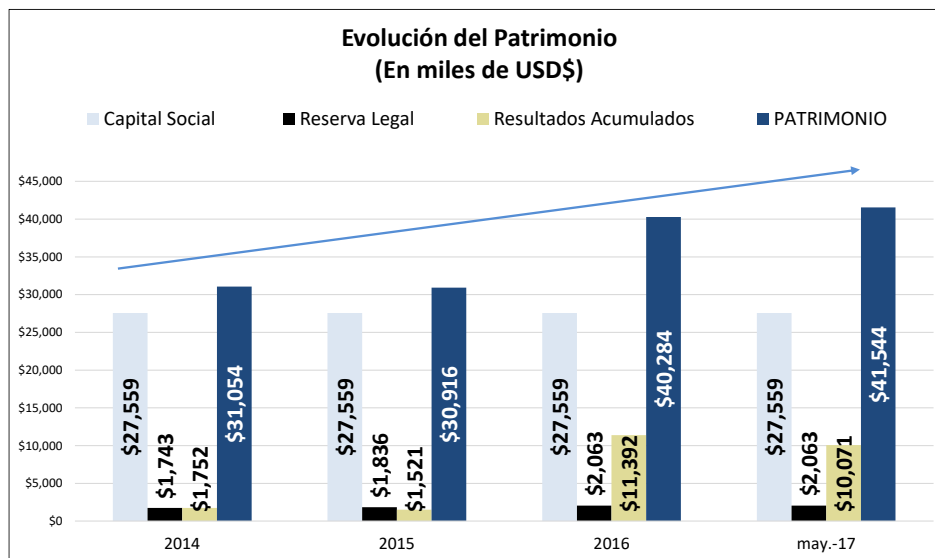




Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Composición del Patrimonio:

El patrimonio de los accionistas ha tenido la siguiente evolución histórica durante el período analizado:



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

Cambio en la posición del flujo de efectivo:

La contracción de la actividad del año 2015 y el abastecimiento de inventarios tuvo un efecto importante en el flujo operativo de dicho año, mismo que fue compensado con la cobranza de deuda a relacionadas y financiamiento a través de proveedores, lo cual le permitió a la compañía manejar un flujo operativo de US\$ 10 millones a pesar de un claro deterioro en las ventas.

La compañía pudo cubrir sus obligaciones financieras de largo plazo (emisiones de obligaciones y deuda bancaria) por un total de US\$ 19 millones, sin que la caja final se vea mermada en gran magnitud.

Para el 2016, la compañía no ha visto la necesidad de reponer inventario y su cartera no se ha ampliado más allá de lo evidenciado al cierre del año 2015, lo cual en conjunto con el importante resultado obtenido durante el año, le permiten alcanzar un flujo operativo cercano a los US\$ 34 millones. Las amortizaciones propias de la deuda de corto plazo (casi US\$ 20 millones) reducen la caja final no obstante este efecto es compensado con la captación de recursos provenientes del mercado de valores.

A pesar de que en el 2016 la compañía genera un EBITDA inferior al presupuestado (ventas al 97% de cumplimiento), logra cerrar el año con un flujo de efectivo operativo en una mejor posición, como consecuencia de:

- Menor rotación en la conversión del inventario
- Saneamiento de las CxC a relacionadas

El estado de Flujo de Efectivo para el período analizado, consta a continuación:

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA		NIIF	NIIF	Interno
Flujo de Efectivo Del Período (US\$ Miles)		2015	2016	may-17
<b>Utilidad Neta</b>		<b>-138</b>	<b>2,272</b>	<b>1,260</b>
Depreciación		2,548	3,670	-1,313
Provisión por Obsolescencia		420	0	-420
Provisión por Jubilación Patronal		395	552	21
<b>Actividades que no afectan Flujo de EFECTIVO</b>		<b>3,182</b>	<b>10,749</b>	<b>-452</b>
<b>USOS (-) y FUENTES (+)</b>				
Cuentas por cobrar clientes		-4,210	4,637	-354
Cuentas por Cobrar a compañías relacionadas		5,111	-2,717	-2,547
Otras cuentas por cobrar		-2,477	187	-12
Documentos por cobrar		-550	330	0
Inventarios		-6,494	17,591	1,799
Gastos Pagados x Anticipado		32	11	242
Impuestos por cobrar		-366	1,742	-1,602
Otros Activos		83	-179	63
<b>Aumento o disminución en cuentas del Activo</b>		<b>-8,398</b>	<b>21,602</b>	<b>-2,410</b>
Proveedores		6,704	-11,388	-5,447
Cuentas por Pagar compañías relacionadas		6,012	-14,536	2,691
Otras cuentas por pagar		200	4,208	-746
Pasivos por impuesto corriente		136	-182	393
Obligaciones acumuladas		-58	275	-397
CxP Relacionadas LP		0	12,333	129
Cuentas y Documentos por pagar LP		0	9,803	-869
Impuestos diferidos		0	6,437	-219
<b>Aumento o disminución en cuentas del Pasivo</b>		<b>16,055</b>	<b>3,641</b>	<b>-4,465</b>
<b>Flujo neto utilizado por actividades de operación</b>		<b>10,839</b>	<b>35,992</b>	<b>-7,327</b>
Propiedad, Planta y Equipo, Neto		-291	-41,213	1,183
<b>Flujo neto originado por actividades de inversión</b>		<b>-291</b>	<b>-41,213</b>	<b>1,183</b>
Obligaciones Financieras de Corto plazo		8,736	-1,100	-10,231
Obligaciones Financieras de Largo Plazo		-19,583	-1,226	6,083
III Programa de Papel Comercial		0	0	10,000
<b>Movimientos Financieros</b>		<b>-10,847</b>	<b>-2,325</b>	<b>5,853</b>
Cambios en Revalorización (NIIF)		0	-730	2,582
Reclasificación Resultados (y/o Dividendos)		-93	7,599	-2,582
<b>Movimientos Patrimoniales</b>		<b>-0</b>	<b>7,095</b>	<b>-0</b>
<b>Flujo neto originado por actividades de financiamiento</b>		<b>-10,847</b>	<b>4,770</b>	<b>5,853</b>
<b>Movimiento Neto de Caja</b>		<b>-299</b>	<b>-451</b>	<b>-292</b>
Caja Inicial		1,499	1,200	749
<b>Caja Final Calculada</b>		<b>1,200</b>	<b>749</b>	<b>457</b>

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

### 5.3 Indicadores Financieros:

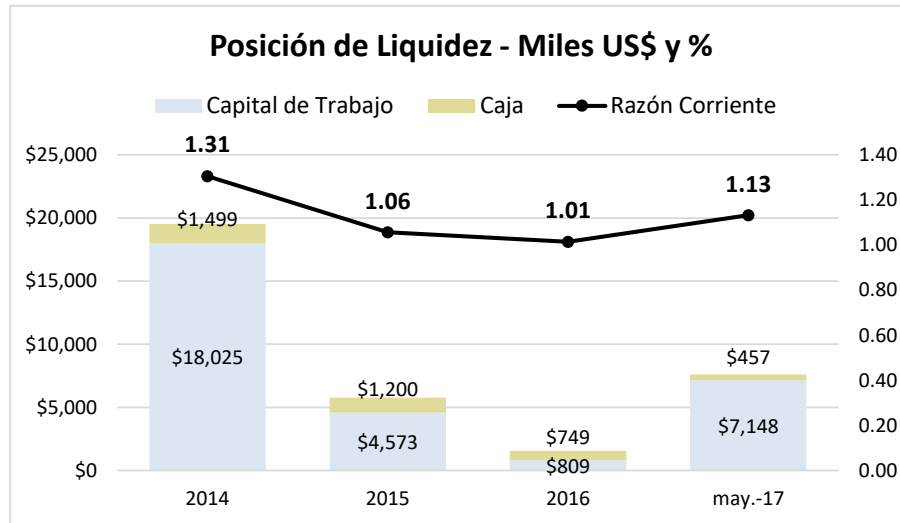
Productora Cartonera S.A. - PROCARSA					
Indicadores Financieros	2014	2015	may-16	2016	may-17
<b>Indicadores de Liquidez</b>					
Caja y equivalentes	\$ 1,499	\$ 1,200	\$ 2,056	\$ 749	\$ 457
Capital de Trabajo (Miles US\$)	\$ 18,025	\$ 4,573	\$ 3,161	\$ 809	\$ 7,148
Razón Corriente	1.31	1.06	1.04	1.01	1.13
Prueba Ácida ((AC - INV) / PC)	0.78	0.60	0.59	0.68	0.80
<b>Indicadores de Eficiencia</b>					
Días de Cuentas x Cobrar	70	88	75	70	65
Días de Cuentas x Cobrar Relacionadas	24	10	17	21	27
Días de Inventarios	101	128	121	77	66
Días de Cuentas x Pagar	97	126	124	100	72
Días de Cuentas x Pagar Relacionadas	31	53	65	3	13
<b>Indicadores de Endeudamiento</b>					
Pasivo Total / Activo Total	0.74	0.75	0.72	0.70	0.70
Pasivo Total / Patrimonio Total	2.79	2.99	2.57	2.34	2.30
Pasivo Financiero / Patrimonio Total	1.38	1.04	0.84	0.74	0.86
Pasivo Financiero / EBITDA (*)	4.67	4.61	3.89	3.34	3.65
Pasivo Total / EBITDA (*)	9.44	13.30	11.99	10.58	9.81
EBITDA / Pasivo Financiero (en meses)(*)	0.21	0.22	0.26	0.30	0.27
Pasivo Total / Ventas (*)	0.68	0.78	0.75	0.91	0.84
Cobertura de Intereses (EBITDA/Egresos Finan.)	2.22	2.31	2.58	3.30	2.66
Activo Total / Pasivo Total	1.36	1.33	1.39	1.43	1.43
Activo Real /Pasivo Exigible	2.38	1.89	2.14	2.36	2.71
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>					
Margen Bruto (Utilidad Bruta / Ventas)	13.51%	12.13%	14.42%	12.26%	13.81%
Margen Operacional (Util Oper / Ventas)	4.88%	3.54%	6.27%	6.47%	5.60%
Margen de EBITDA (EBITDA / Ventas)	7.23%	5.86%	15.06%	8.64%	20.50%
Margen Neto (Utilidad Neta / Ventas)	0.87%	-0.12%	2.98%	2.20%	2.65%
ROA (Utilidad Neta / Activo Total)	0.94%	-0.11%	2.85%	1.69%	2.21%
ROE (Utilidad Neta / Patrimonio Total)	3.57%	-0.45%	10.18%	5.64%	7.28%
Número de Acciones (en miles)	27,559	27,559	27,559	27,559	27,559
Utilidad Neta por Acción	\$0.040	-\$0.005	\$0.050	\$0.082	\$0.046

(\*) En veces

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

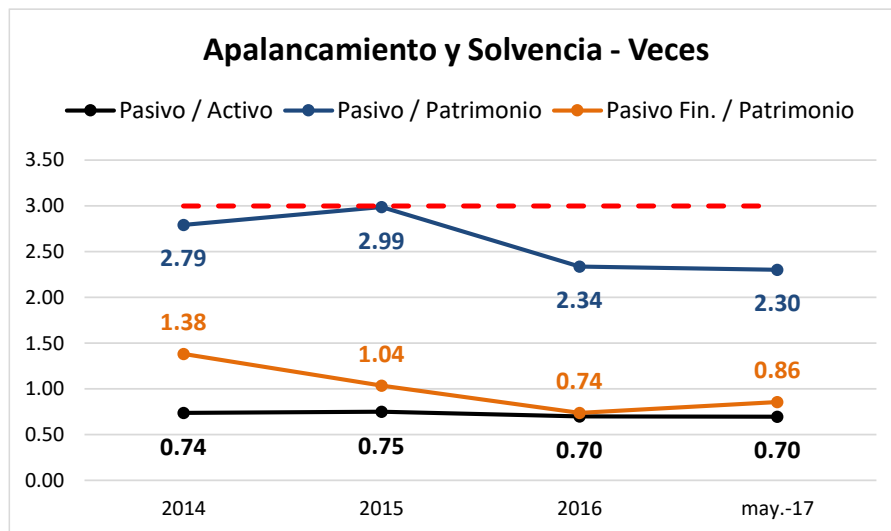
- **Liquidez**

En cuanto a los ratios de liquidez, éstos reflejan que Productora Cartonera S.A. cuenta con niveles eficientes de cobertura de sus obligaciones exigibles. Si bien el capital de trabajo se reduce de manera importante en el último ejercicio producto del peso de la deuda financiera de corto plazo en la estructura de financiamiento, el desempeño operativo evidenciado en los primeros cinco meses del 2017, permiten que el capital de trabajo a mayo, se recupera de manera importante y alcance los US\$ 7 millones.



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

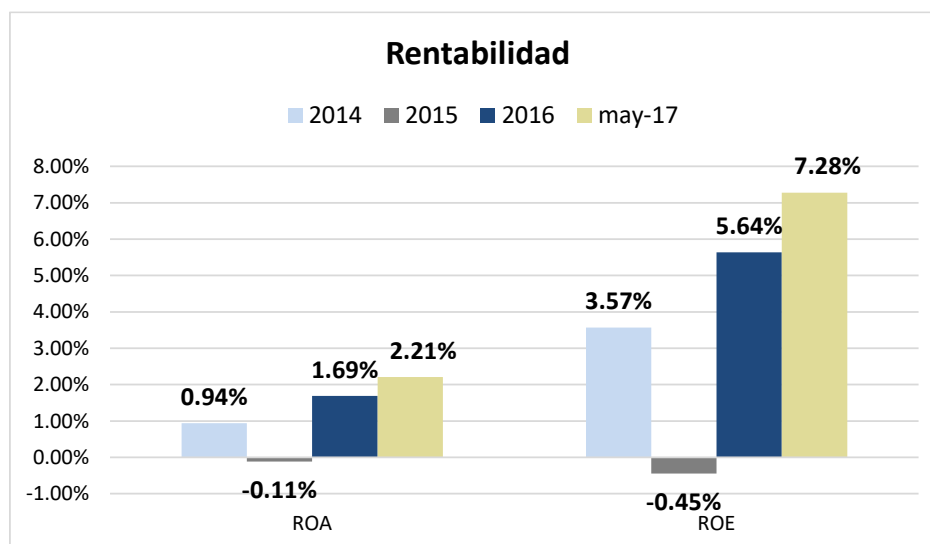
- **Apalancamiento**



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

En cuanto a las ratios de endeudamiento, éstos se mantienen en rangos adecuados y mantienen una tendencia decreciente conforme la deuda financiera se ha ido reduciendo paulatinamente.

- Rentabilidad



Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

La apropiada capacidad de generación de resultados positivos implica contar con indicadores de retorno positivos en términos del Activo y el Patrimonio. Las perspectivas para el presente año, prometen resultados por sobre el promedio histórico, de tal forma que es altamente probable que los ratios de retorno al cierre del año, superen ampliamente las expectativas de los accionistas.

#### 5.4 Volumen de ventas en unidades físicas y monetarias:

		2014		2015		2016		May. 2017	
		Miles US\$	TM	Miles US\$	TM	Miles US\$	TM	Miles US\$	TM
<b>Sector Exportador</b>	Banadero	26,330	31,472	16,110	19,140	10,487	13,729	7,151	9,726
	Dole	40,742	46,494	44,419	53,509	44,474	58,528	18,820	24,401
	<b>Subtotal</b>	<b>67,072</b>	<b>77,967</b>	<b>60,529</b>	<b>72,648</b>	<b>54,960</b>	<b>72,257</b>	<b>25,971</b>	<b>34,127</b>
<b>Sector Doméstico</b>	Aceites/Jabones	8,695	7,561	8,343	7,252	6,634	6,015	2,350	2,324
	Alimentos	6,201	5,967	6,098	5,766	6,158	6,269	3,085	3,209
	Atun/Pesca/Camarón	10,074	8,335	8,421	7,247	8,155	7,344	3,848	3,474
	Convertidores	6,520	6,548	7,048	8,407	4,167	4,566	2,452	2,691
	Floricultor	3,717	2,961	3,920	3,164	3,814	3,176	1,710	1,465
	Varios	8,141	6,481	9,120	8,008	10,162	8,930	3,911	3,435
<b>Subtotal</b>	<b>43,348</b>	<b>37,854</b>	<b>42,949</b>	<b>39,844</b>	<b>39,091</b>	<b>36,300</b>	<b>17,356</b>	<b>16,598</b>	
<b>Otras ventas</b>	Planchas/láminas	16,714	0	14,934	0	9,023	0	4,220	0
	<b>Subtotal</b>	<b>16,714</b>	<b>0</b>	<b>14,934</b>	<b>0</b>	<b>9,023</b>	<b>0</b>	<b>4,220</b>	<b>0</b>
<b>Total Ventas</b>		<b>127,134</b>	<b>115,820</b>	<b>118,412</b>	<b>112,492</b>	<b>103,074</b>	<b>108,557</b>	<b>47,547</b>	<b>50,725</b>

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

## 5.5 Costos fijos y variables:

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Detalle de Costos (En Miles US\$)	2014		2015		2016		may-17	
	Gastos Fijos	Gastos Variables	Gastos Fijos	Gastos Variables	Gastos Fijos	Gastos Variables	Gastos Fijos	Gastos Variables
Remuneraciones y beneficios a empl.	\$ 2,073		\$ 1,900		\$ 1,515		\$ 621	
Honorarios y Comisiones		\$ 722		\$ 689		\$ 518		\$ 153
Notarios Regitrador de la Propiedad		\$ 10		\$ 29		\$ 93		\$ 2
Suministros de oficina		\$ 78		\$ 146	\$ 114			\$ 25
Mantenimiento y Reparaciones		\$ 127		\$ 56		\$ 123		\$ 30
Gastos de viaje		\$ 90		\$ 66		\$ 56		\$ 36
Seguros y Reaseguros	\$ 252		\$ 191		\$ 179		\$ 40	
Gastos de Gestión		\$ 20		\$ 27		\$ 7		\$ 7
Servicios básicos	\$ 133		\$ 146				\$ 38	
Servicios de exportación		\$ 146						\$ 5
Impuestos	\$ 820		\$ 582		\$ 591		\$ 225	
IVA al gasto		\$ 196		\$ 536		\$ 29		\$ 67
Otros		\$ 300		\$ 318		\$ 402		\$ 161
Participación Trabajadores		\$ 363		\$ 208				
Depreciaciones Activos Fijos	\$ 315		\$ 288		\$ 253		\$ 95	
<b>Total Gastos de Administración</b>	<b>\$ 3,593</b>	<b>\$ 2,051</b>	<b>\$ 3,107</b>	<b>\$ 2,074</b>	<b>\$ 2,652</b>	<b>\$ 1,229</b>	<b>\$ 1,019</b>	<b>\$ 486</b>
Sueldos y Salarios	\$ 1,045		\$ 941		\$ 960		\$ 469	
Flete producto terminado		\$ 3,255		\$ 3,214		\$ 2,896		\$ 1,299
Servicios de exportación				\$ 160		\$ 129		\$ 86
Otros		\$ 194		\$ 148	\$ 192		\$ 293	\$ 247
Depreciaciones Activos Fijos	\$ 38		\$ 30		\$ 7	\$ 414	\$ 4	
<b>Total Gastos de Ventas</b>	<b>\$ 1,084</b>	<b>\$ 3,449</b>	<b>\$ 971</b>	<b>\$ 3,521</b>	<b>\$ 1,159</b>	<b>\$ 3,439</b>	<b>\$ 767</b>	<b>\$ 1,631</b>
<b>Total Gastos Operativos</b>	<b>\$ 4,677</b>	<b>\$ 5,501</b>	<b>\$ 4,079</b>	<b>\$ 5,595</b>	<b>\$ 3,810</b>	<b>\$ 4,668</b>	<b>\$ 1,786</b>	<b>\$ 2,117</b>

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

**5.6 Detalle de las Inversiones, adquisiciones y enajenaciones de importancia:**

**Detalle de Adquisiciones y Enajenaciones de Activos  
(En Miles US\$)**

Activos	Saldo al 31 Dic. 2013	Al 31 de diciembre del 2014		Saldo al 31 de Dic. 2014	Al 31 de diciembre del 2015		Saldo al 31 de Dic. 2015	Al 31 de diciembre del 2016		Saldo al 31 de Dic. 2016
		Adiciones (+) / Ventas (-)	Transf. / Reclasif.		Adiciones (+) / Ventas (-)	Transf. / Reclasif.		Adiciones (+) / Ventas (-)	Transf. / Reclasif.	
Terreno	2,586			2,586			2,586	-	8,869	11,455
Edificios	9,192			9,192	104	(102)	9,194	25	12,987	22,206
Instalaciones	101	27		128			128	35		163
Maquinaria y Equipos	27,434	296	1,498	29,228	120	(89)	29,259	1,338	15,835	46,431
Muebles y Enseres	244			244		192	436	8	148	592
Equipos de Computación/Oficina	1,022	31		1,053			1,053	39		1,092
Vehiculos	313			313	11	(47)	277	25	60	362
Construcciones en proceso	5,159		(1,133)	4,026		102	4,128	3,546	(1,924)	5,751
<b>Total PPE</b>	<b>46,051</b>	<b>354</b>	<b>365</b>	<b>46,770</b>	<b>235</b>	<b>56</b>	<b>47,061</b>	<b>5,017</b>	<b>35,975</b>	<b>88,052</b>
Terreno	-			-			-			-
Edificios	642	321		963	321		1,284	320		1,604
Instalaciones	11	3		14	3		17	4		21
Maquinaria y Equipos	3,802	2,359		6,161	1,746		7,907	3,066		10,973
Muebles y Enseres	60	32		92	202		294	35		329
Equipos de Computación/Oficina	278	192		470	214		684	215		899
Vehiculos	173	79		252	62		314	29		343
Construcciones en proceso	-			-			-			-
<b>Total Depreciación y Deterioro</b>	<b>4,966</b>	<b>2,986</b>	<b>-</b>	<b>7,952</b>	<b>2,548</b>	<b>-</b>	<b>10,500</b>	<b>3,670</b>	<b>-</b>	<b>14,170</b>
<b>Total PPE Neto</b>	<b>41,085</b>	<b>(2,632)</b>	<b>365</b>	<b>38,818</b>	<b>(2,313)</b>	<b>56</b>	<b>36,561</b>	<b>1,346</b>	<b>35,975</b>	<b>73,882</b>

Fuente: Productora Cartonera S.A. / Elaboración: Mercapital Casa de Valores S.A.

**5.7 Detalle de las contingencias en las cuales el emisor sea garante o fiador de obligaciones de terceros, con la indicación del deudor y el tipo de vinculación, de ser el caso.**

DEUDOR	TIPO DE CONTINGENCIA	TIPO DE OBLIGACIÓN	MONTO ORIGINAL	SALDO MAY-2017	TIPO DE VINCULACIÓN
Surpapelcorp S.A.	Codeudor	Credito de L.P. Banco Pacífico	\$ 20,444,703.04	\$ 7,043,304.94	Relacionada
Surpapelcorp S.A.	Codeudor	Credito de C.P. Banco Pichincha	\$ 3,108,125.00	\$ 2,715,000.00	Relacionada
Surpapelcorp S.A.	Codeudor	Credito de L.P. CFN	\$ 32,000,000.00	\$ 14,349,500.00	Relacionada

**5.8 Estado de flujo de efectivo, estado de resultados, y de flujo de caja trimestrales proyectados, al menos, para el plazo de la vigencia de la emisión:**



## Estado de Flujo de Efectivo Proyectado Trimestral para los períodos comprendidos entre 2017 y 2021

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Flujo de Efectivo Del Período (US\$ Miles)	Acumulado				Trimestres				Acumulado				Trimestres				Acumulado		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021			
	jun-17	sep-17	dic-17	2017	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	2018	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19	2019	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20	2020
<b>Utilidad Neta</b>	<b>642</b>	<b>702</b>	<b>-156</b>	<b>1,762</b>	<b>605</b>	<b>722</b>	<b>735</b>	<b>-158</b>	<b>1,904</b>	<b>715</b>	<b>812</b>	<b>796</b>	<b>-210</b>	<b>2,113</b>					
Depreciación	922	911	939	3,634	923	987	975	1,005	3,889	939	1,004	992	1,023	3,958					
Provisión por Obsolescencia	-107	-105	-109	-420	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
Provisión por Jubilación Patronal	51	50	52	200	47	51	50	52	200	47	51	50	52	200					
<b>Actividades que no afectan Flujo de EFECTIVO</b>	<b>1,508</b>	<b>1,558</b>	<b>726</b>	<b>5,176</b>	<b>1,576</b>	<b>1,759</b>	<b>1,760</b>	<b>898</b>	<b>5,993</b>	<b>1,702</b>	<b>1,867</b>	<b>1,838</b>	<b>865</b>	<b>6,272</b>					
<b>USOS (-) y FUENTES (+)</b>																			
Cuentas por cobrar clientes	-457	-451	-465	-1,800	-291	-311	-308	-317	-1,228	-285	-305	-301	-310	-1,201					
Cuentas por Cobrar a compañías relacionadas	563	556	573	2,219	-42	-45	-44	-46	-177	-41	-44	-44	-45	-174					
Otras cuentas por cobrar	-99	-97	-100	-388	-89	-95	-94	-97	-374	-87	-93	-92	-94	-366					
Documentos por cobrar	264	261	269	1,041	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
Inventarios	-297	-293	-302	-1,169	105	112	111	114	442	-196	-210	-208	-214	-828					
Gastos Pagados x Anticipado	-6	-6	-6	-22	-5	-5	-5	-6	-21	-5	-5	-5	-5	-21					
Impuestos por cobrar	-38	-37	-38	-149	-34	-36	-36	-37	-143	-33	-36	-35	-36	-140					
Otros Activos	16	16	16	63	-3	2	1	0	0	-3	2	1	0	0					
<b>Aumento o disminución en cuentas del Activo</b>	<b>-52</b>	<b>-52</b>	<b>-53</b>	<b>-206</b>	<b>-359</b>	<b>-379</b>	<b>-376</b>	<b>-388</b>	<b>-1,502</b>	<b>-651</b>	<b>-690</b>	<b>-684</b>	<b>-705</b>	<b>-2,729</b>					
Proveedores	-376	-371	-383	-1,481	1,220	1,304	1,289	1,328	5,142	275	294	291	299	1,159					
Cuentas por Pagar compañías relacionadas	-12	-12	-13	-49	8	9	9	9	35	8	8	8	9	33					
Otras cuentas por pagar	-1,078	-1,066	-1,098	-4,252	11	12	11	12	45	10	11	11	11	44					
Pasivos por impuesto corriente	15	14	15	58	15	16	16	16	63	14	15	15	16	60					
Obligaciones acumuladas	-95	-94	-97	-376	5	5	5	6	22	4	4	4	4	15					
CxP Relacionadas LP	-472	-466	-480	-1,859	110	117	116	119	463	105	112	111	114	441					
Cuentas y Documentos por pagar LP	-387	-382	-394	-1,524	-488	-521	-515	-531	-2,055	-488	-521	-515	-531	-2,055					
Impuestos diferidos	-133	-132	-136	-526	-115	-122	-121	-125	-483	-105	-112	-111	-115	-443					
<b>Aumento o disminución en cuentas del Pasivo</b>	<b>-2,539</b>	<b>-2,509</b>	<b>-2,586</b>	<b>-10,009</b>	<b>767</b>	<b>820</b>	<b>810</b>	<b>835</b>	<b>3,231</b>	<b>-177</b>	<b>-189</b>	<b>-187</b>	<b>-193</b>	<b>-747</b>					
<b>Flujo neto utilizado por actividades de operación</b>	<b>-1,083</b>	<b>-1,003</b>	<b>-1,912</b>	<b>-5,039</b>	<b>1,983</b>	<b>2,200</b>	<b>2,194</b>	<b>1,345</b>	<b>7,722</b>	<b>874</b>	<b>987</b>	<b>968</b>	<b>-33</b>	<b>2,796</b>					
Propiedad, Planta y Equipo, Neto	-1,294	-1,278	-1,318	-5,100	-285	-304	-301	-310	-1,200	-285	-304	-301	-310	-1,200					
<b>Flujo neto originado por actividades de inversión</b>	<b>-1,294</b>	<b>-1,278</b>	<b>-1,318</b>	<b>-5,100</b>	<b>-285</b>	<b>-304</b>	<b>-301</b>	<b>-310</b>	<b>-1,200</b>	<b>-285</b>	<b>-304</b>	<b>-301</b>	<b>-310</b>	<b>-1,200</b>					
Obligaciones Financieras de Corto plazo	-3,125	-3,089	-3,183	-12,321	2,806	-1,490	10,908	-1,655	10,569	2,815	-83	96	-1,084	1,744					
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	22	21	22	85	-375	125	125	125	0	0	0	0	0	0					
III Programa de Papel Comercial	0	0	0	10,000	0	0	-10,000	0	-10,000	0	0	0	0	0					
IV Emisión de Obligaciones	0	-917	0	6,083	-2,417	0	-2,417	0	-4,833	-917	0	-167	0	-1,083					
<b>V Emisión de Obligaciones</b>	<b>0</b>	<b>7,000</b>	<b>-375</b>	<b>6,625</b>	<b>-375</b>	<b>-375</b>	<b>-375</b>	<b>-1,083</b>	<b>-2,208</b>	<b>-583</b>	<b>-583</b>	<b>-583</b>	<b>-458</b>	<b>-2,208</b>					
<b>Movimientos Financieros</b>	<b>-3,104</b>	<b>3,016</b>	<b>-3,536</b>	<b>10,472</b>	<b>-361</b>	<b>-1,740</b>	<b>-1,759</b>	<b>-2,613</b>	<b>-6,473</b>	<b>1,315</b>	<b>-666</b>	<b>-654</b>	<b>-1,542</b>	<b>-1,548</b>					
Cambios en Revalorización (NIIF)	0	0	2,582	2,582	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
Reclasificación Resultados (y/o Dividendos)	0	0	-2,582	-2,582	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
<b>Movimientos Patrimoniales</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>Flujo neto originado por actividades de financiamiento</b>	<b>-3,104</b>	<b>3,016</b>	<b>-3,536</b>	<b>10,472</b>	<b>-361</b>	<b>-1,740</b>	<b>-1,759</b>	<b>-2,613</b>	<b>-6,473</b>	<b>1,315</b>	<b>-666</b>	<b>-654</b>	<b>-1,542</b>	<b>-1,548</b>					
<b>Movimiento Neto de Caja</b>	<b>-5,480</b>	<b>735</b>	<b>-6,766</b>	<b>333</b>	<b>1,337</b>	<b>155</b>	<b>135</b>	<b>-1,578</b>	<b>49</b>	<b>1,904</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>-1,885</b>	<b>48</b>					
Caja Inicial	12,593	7,113	7,848	749	1,082	2,419	2,574	2,709	1,082	1,131	3,034	3,051	3,064	1,131					
<b>Caja Final Calculada</b>	<b>7,113</b>	<b>7,848</b>	<b>1,082</b>	<b>1,082</b>	<b>2,419</b>	<b>2,574</b>	<b>2,709</b>	<b>1,131</b>	<b>1,131</b>	<b>3,034</b>	<b>3,051</b>	<b>3,064</b>	<b>1,179</b>	<b>1,179</b>					

**Nota:** Las columnas con los años completos corresponde al flujo acumulado del período

**Continuación:**

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Flujo de Efectivo Del Período (US\$ Miles)	Trimestres				Acumulado 2020	Trimestres				Acumulado 2021
	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20		mar-21	jun-21	sep-21	dic-21	
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,460</b>	<b>679</b>	<b>824</b>	<b>-680</b>	<b>2,283</b>	<b>1,531</b>	<b>701</b>	<b>858</b>	<b>-713</b>	<b>2,377</b>
Depreciación	956	1,022	1,010	1,040	4,027	972	1,039	1,027	1,058	4,096
Provisión por Obsolescencia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por Jubilación Patronal	47	51	50	52	200	47	51	50	52	200
<b>Actividades que no afectan Flujo de EFECTIVO</b>	<b>2,463</b>	<b>1,751</b>	<b>1,883</b>	<b>412</b>	<b>6,510</b>	<b>2,551</b>	<b>1,791</b>	<b>1,935</b>	<b>396</b>	<b>6,673</b>
<b>USOS (-) y FUENTES (+)</b>										
Cuentas por cobrar clientes	-287	-307	-303	-312	-1,209	-305	-326	-322	-332	-1,283
Cuentas por Cobrar a compañías relacionadas	-41	-44	-44	-45	-175	-44	-47	-46	-48	-185
Otras cuentas por cobrar	-87	-93	-92	-95	-368	-93	-99	-98	-101	-391
Documentos por cobrar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inventarios	-205	-219	-216	-223	-862	-229	-244	-242	-249	-964
Gastos Pagados x Anticipado	-5	-5	-5	-5	-21	-5	-6	-6	-6	-22
Impuestos por cobrar	-34	-36	-35	-36	-141	-36	-38	-38	-39	-150
Otros Activos	-3	2	1	0	0	-3	2	1	0	0
<b>Aumento o disminución en cuentas del Activo</b>	<b>-662</b>	<b>-702</b>	<b>-695</b>	<b>-717</b>	<b>-2,777</b>	<b>-714</b>	<b>-758</b>	<b>-750</b>	<b>-773</b>	<b>-2,995</b>
Proveedores	286	306	303	312	1,207	320	342	338	349	1,349
Cuentas por Pagar compañías relacionadas	8	9	9	9	34	9	10	10	10	39
Otras cuentas por pagar	11	11	11	12	45	12	13	12	13	50
Pasivos por impuesto corriente	15	16	16	16	63	17	18	18	18	70
Obligaciones acumuladas	4	4	4	4	15	4	4	4	4	15
CxP Relacionadas LP	109	117	115	119	460	122	130	129	133	514
Cuentas y Documentos por pagar LP	-488	-521	-515	-531	-2,055	-155	-166	-164	-169	-655
Impuestos diferidos	-97	-103	-102	-105	-407	-89	-95	-94	-97	-374
<b>Aumento o disminución en cuentas del Pasivo</b>	<b>-151</b>	<b>-162</b>	<b>-160</b>	<b>-165</b>	<b>-638</b>	<b>239</b>	<b>256</b>	<b>253</b>	<b>260</b>	<b>1,008</b>
<b>Flujo neto utilizado por actividades de operación</b>	<b>1,650</b>	<b>887</b>	<b>1,028</b>	<b>-470</b>	<b>3,095</b>	<b>2,076</b>	<b>1,288</b>	<b>1,438</b>	<b>-117</b>	<b>4,686</b>
Propiedad, Planta y Equipo, Neto	-285	-304	-301	-310	-1,200	-759	-812	-802	-827	-3,200
<b>Flujo neto originado por actividades de inversión</b>	<b>-285</b>	<b>-304</b>	<b>-301</b>	<b>-310</b>	<b>-1,200</b>	<b>-759</b>	<b>-812</b>	<b>-802</b>	<b>-827</b>	<b>-3,200</b>
Obligaciones Financieras de Corto plazo	999	18	-128	-985	-97	791	-122	-281	-1,197	-810
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III Programa de Papel Comercial	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV Emisión de Obligaciones	-167	0	0	0	-167	0	0	0	0	0
<b>V Emisión de Obligaciones</b>	<b>-458</b>	<b>-458</b>	<b>-458</b>	<b>-208</b>	<b>-1,583</b>	<b>-208</b>	<b>-208</b>	<b>-208</b>	<b>0</b>	<b>-625</b>
<b>Movimientos Financieros</b>	<b>374</b>	<b>-441</b>	<b>-586</b>	<b>-1,194</b>	<b>-1,847</b>	<b>583</b>	<b>-331</b>	<b>-489</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,435</b>
Cambios en Revalorización (NIIF)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reclasificación Resultados (y/o Dividendos)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Movimientos Patrimoniales</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Flujo neto originado por actividades de financiamiento</b>	<b>374</b>	<b>-441</b>	<b>-586</b>	<b>-1,194</b>	<b>-1,847</b>	<b>583</b>	<b>-331</b>	<b>-489</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,435</b>
<b>Movimiento Neto de Caja</b>	<b>1,739</b>	<b>142</b>	<b>141</b>	<b>-1,973</b>	<b>48</b>	<b>1,900</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	<b>-2,141</b>	<b>51</b>
Caja Inicial	1,179	2,918	3,060	3,201	1,179	1,227	3,127	3,273	3,419	1,227
<b>Caja Final Calculada</b>	<b>2,918</b>	<b>3,060</b>	<b>3,201</b>	<b>1,227</b>	<b>1,227</b>	<b>3,127</b>	<b>3,273</b>	<b>3,419</b>	<b>1,279</b>	<b>1,279</b>

**Nota:** Las columnas con los años completos corresponde al flujo acumulado del período

## Estado de Resultados proyectado trimestral para los períodos comprendidos entre 2017 y 2021

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Estado de Resultados Integral (US\$ Miles)	Proyecciones													
	jun-17	sep-17	dic-17	2017 dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	2018 dic-18	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19	2019 dic-19
<b>Total Ventas</b>	53,113	80,231	108,176	108,176	26,838	55,524	83,874	113,088	113,088	27,979	57,884	87,438	117,894	117,894
<b>Crecimiento</b>				5.0%					4.5%					4.2%
<b>Costo de Ventas</b>	46,280	69,909	94,260	94,260	23,358	48,324	72,997	98,422	98,422	24,301	50,275	75,943	102,396	102,396
<b>% de Ventas</b>	87.1%	87.1%	87.1%	87.1%	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%	86.9%	86.9%	86.9%	86.9%	86.9%
<b>Utilidad Bruta</b>	6,833	10,321	13,917	13,917	3,480	7,201	10,877	14,666	14,666	3,678	7,609	11,494	15,498	15,498
<b>Margen Bruto</b>	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
<b>Otros Ing./Egr. Operacionales</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>% de Ventas</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Gastos Operacionales</b>	4,336	6,550	8,831	8,831	2,188	4,527	6,839	9,221	9,221	2,293	4,744	7,166	9,661	9,661
<b>% de Ventas</b>	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
<b>Utilidad Operacional</b>	2,497	3,772	5,085	5,085	1,292	2,673	4,038	5,445	5,445	1,385	2,866	4,329	5,836	5,836
<b>Margen Operacional</b>	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>Gastos Financieros Totales</b>	1,282	1,855	2,430	2,430	687	1,346	1,976	2,575	2,575	670	1,339	2,006	2,651	2,651
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	1,215	1,917	2,655	2,655	605	1,327	2,062	2,870	2,870	715	1,527	2,323	3,185	3,185
<b>Margen Antes de Impuestos</b>	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
Participación empleados			-397	-397				-429	-429				-476	-476
Ganancias / Pérdidas actuariales														
Impuesto a la Renta			-497	-497				-537	-537				-596	-596
<b>Utilidad Neta</b>	1,215	1,917	1,762	1,762	605	1,327	2,062	1,904	1,904	715	1,527	2,323	2,113	2,113
<b>Margen Neto</b>	2.3%	2.4%	1.6%	1.6%	2.3%	2.4%	2.5%	1.7%	1.7%	2.6%	2.6%	2.7%	1.8%	1.8%

**Continuación:**

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Estado de Resultados Integral (US\$ Miles)	Proyecciones									
	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20	2020 dic-20	mar-21	jun-21	sep-21	dic-21	2021 dic-21
<b>Total Ventas</b>	29,896	60,806	91,531	122,731	122,731	31,161	63,359	95,369	127,865	127,865
<b>Crecimiento</b>					4.1%					4.2%
<b>Costo de Ventas</b>	25,305	52,322	79,027	106,534	106,534	26,404	54,594	82,459	111,160	111,160
<b>% de Ventas</b>	84.6%	86.0%	86.3%	86.8%	86.8%	84.7%	86.2%	86.5%	86.9%	86.9%
<b>Utilidad Bruta</b>	4,591	8,484	12,504	16,197	16,197	4,757	8,765	12,910	16,705	16,705
<b>Margen Bruto</b>	15.4%	14.0%	13.7%	13.2%	13.2%	15.3%	13.8%	13.5%	13.1%	13.1%
<b>Otros Ing./Egr. Operacionales</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>% de Ventas</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Gastos Operacionales</b>	2,436	4,955	7,458	10,001	10,001	2,537	5,158	7,764	10,409	10,409
<b>% de Ventas</b>	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
<b>Utilidad Operacional</b>	2,155	3,529	5,046	6,196	6,196	2,220	3,607	5,147	6,296	6,296
<b>Margen Operacional</b>	7.2%	5.8%	5.5%	5.0%	5.0%	7.1%	5.7%	5.4%	4.9%	4.9%
<b>Gastos Financieros Totales</b>	695	1,390	2,083	2,756	2,756	689	1,375	2,056	2,713	2,713
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	1,460	2,139	2,963	3,440	3,440	1,531	2,232	3,090	3,583	3,583
<b>Margen Antes de Impuestos</b>	4.9%	3.5%	3.2%	2.8%	2.8%	4.9%	3.5%	3.2%	2.8%	2.8%
Participación empleados				-514	-514				-535	-535
Ganancias / Pérdidas actuariales										
Impuesto a la Renta				-644	-644				-670	-670
<b>Utilidad Neta</b>	1,460	2,139	2,963	2,283	2,283	1,531	2,232	3,090	2,377	2,377
<b>Margen Neto</b>	4.9%	3.5%	3.2%	1.9%	1.9%	4.9%	3.5%	3.2%	1.9%	1.9%

## Estado de Flujo de Caja proyectado trimestral para los períodos comprendidos entre 2017 y 2021

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA		2017				2018				2019					
Flujo de Caja Proyectado (US\$ Miles)		jun-17	sep-17	dic-17	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18	dic-18	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19	dic-19
<b>Caja Inicial</b>		<b>12,593</b>	<b>7,113</b>	<b>7,848</b>	<b>749</b>	<b>1,082</b>	<b>2,419</b>	<b>2,574</b>	<b>2,709</b>	<b>1,082</b>	<b>1,131</b>	<b>3,034</b>	<b>3,051</b>	<b>3,064</b>	<b>1,131</b>
<b>INGRESOS</b>															
Ventas de Contado		20,686	20,443	21,067	81,551	19,795	21,158	20,910	21,548	83,411	20,658	22,080	21,821	22,487	87,045
Recuperación de Cartera / Ventas a Crédito		6,860	6,779	6,986	27,044	6,710	7,172	7,087	7,304	28,272	6,995	7,476	7,388	7,614	29,473
Ajustes No Efectivos		866	856	882	3,414	970	1,037	1,025	1,056	4,089	987	1,055	1,042	1,074	4,158
Obligaciones Financieras de Corto plazo		0	0	0	0	2,806	0	10,908	0	13,714	2,815	0	96	0	2,911
Obligaciones Financieras de Largo Plazo		22	21	22	85	0	125	125	125	375	0	0	0	0	0
III Programa de Papel Comercial		0	0	0	10,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV Emisión de Obligaciones		0	0	0	7,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>V Emisión de Obligaciones</b>		<b>0</b>	<b>7,000</b>	<b>0</b>	<b>7,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Cambios en Revalorización (NIIF)		0	0	2,582	2,582	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Ingresos</b>		<b>28,434</b>	<b>35,100</b>	<b>31,539</b>	<b>138,676</b>	<b>30,281</b>	<b>29,492</b>	<b>40,055</b>	<b>30,033</b>	<b>129,861</b>	<b>31,454</b>	<b>30,611</b>	<b>30,348</b>	<b>31,175</b>	<b>123,588</b>
<b>EGRESOS</b>															
Costo de Ventas		24,789	24,497	25,245	97,723	22,108	23,630	23,353	24,065	93,156	24,298	25,970	25,665	26,449	102,382
Gasto Administrativo		1,908	1,886	1,943	7,521	1,046	1,113	1,102	1,135	4,397	1,020	1,085	1,073	1,107	4,285
Gasto de Ventas		1,136	1,123	1,157	4,480	1,139	1,218	1,203	1,240	4,800	1,271	1,358	1,342	1,383	5,354
Gasto Financiero		648	573	576	2,430	687	659	630	599	2,575	670	669	667	645	2,651
Impuestos y Otros Egresos		1,015	1,003	1,927	4,894	512	547	540	1,523	3,122	507	542	536	1,624	3,209
Propiedad, Planta y Equipo, Neto		1,294	1,278	1,318	5,100	285	304	301	310	1,200	285	304	301	310	1,200
Obligaciones Financieras de Corto plazo		3,125	3,089	3,183	12,321	0	1,490	0	1,655	3,145	0	83	0	1,084	1,167
Obligaciones Financieras de Largo Plazo		0	0	0	0	375	0	0	0	375	0	0	0	0	0
III Programa de Papel Comercial		0	0	0	0	0	0	10,000	0	10,000	0	0	0	0	0
IV Emisión de Obligaciones		0	917	0	917	2,417	0	2,417	0	4,833	917	0	167	0	1,083
<b>V Emisión de Obligaciones</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>375</b>	<b>375</b>	<b>375</b>	<b>375</b>	<b>375</b>	<b>1,083</b>	<b>2,208</b>	<b>583</b>	<b>583</b>	<b>583</b>	<b>458</b>	<b>2,208</b>
Aportes Patrimoniales (Cap y Cash)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reclasificación Resultados (y/o Dividendos)		0	0	2,582	2,582	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Egresos</b>		<b>33,914</b>	<b>34,365</b>	<b>38,305</b>	<b>138,343</b>	<b>28,944</b>	<b>29,337</b>	<b>39,920</b>	<b>31,611</b>	<b>129,812</b>	<b>29,550</b>	<b>30,594</b>	<b>30,335</b>	<b>33,060</b>	<b>123,540</b>
<b>Movimiento de caja (neto)</b>		<b>-5,480</b>	<b>735</b>	<b>-6,766</b>	<b>333</b>	<b>1,337</b>	<b>155</b>	<b>135</b>	<b>-1,578</b>	<b>49</b>	<b>1,904</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>-1,885</b>	<b>48</b>
<b>Caja Final</b>		<b>7,113</b>	<b>7,848</b>	<b>1,082</b>	<b>1,082</b>	<b>2,419</b>	<b>2,574</b>	<b>2,709</b>	<b>1,131</b>	<b>1,131</b>	<b>3,034</b>	<b>3,051</b>	<b>3,064</b>	<b>1,179</b>	<b>1,179</b>

**Nota:** Las columnas con los años completos corresponde al flujo acumulado del período

**Continuación:**

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA					2020				2021					
Flujo de Caja Proyectado (US\$ Miles)					mar-20	jun-20	sep-20	dic-20	dic-20	mar-21	jun-21	sep-21	dic-21	dic-21
<b>Caja Inicial</b>					<b>1,179</b>	<b>2,918</b>	<b>3,060</b>	<b>3,201</b>	<b>1,179</b>	<b>1,227</b>	<b>3,127</b>	<b>3,273</b>	<b>3,419</b>	<b>1,227</b>
<b>INGRESOS</b>														
Ventas de Contado					22,094	22,831	22,697	23,042	90,664	23,022	23,777	23,639	23,992	94,430
Recuperación de Cartera / Ventas a Crédito					7,474	7,728	7,681	7,800	30,683	7,790	8,050	8,002	8,124	31,966
Ajustes No Efectivos					1,003	1,072	1,060	1,092	4,227	1,020	1,090	1,077	1,110	4,296
Obligaciones Financieras de Corto plazo					999	18	0	0	1,017	791	0	0	0	791
Obligaciones Financieras de Largo Plazo					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III Programa de Papel Comercial					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV Emisión de Obligaciones					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>V Emisión de Obligaciones</b>					<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Cambios en Revalorización (NIIF)					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Ingresos</b>					<b>31,570</b>	<b>31,649</b>	<b>31,438</b>	<b>31,934</b>	<b>126,591</b>	<b>32,623</b>	<b>32,916</b>	<b>32,718</b>	<b>33,226</b>	<b>131,483</b>
<b>EGRESOS</b>														
Costo de Ventas					25,299	27,011	26,698	27,500	106,508	26,392	28,178	27,852	28,689	111,111
Gasto Administrativo					1,047	1,077	1,072	1,089	4,284	1,058	1,088	1,083	1,099	4,328
Gasto de Ventas					1,387	1,434	1,425	1,447	5,692	1,475	1,525	1,516	1,539	6,054
Gasto Financiero					695	695	693	673	2,756	689	686	681	657	2,713
Impuestos y Otros Egresos					494	528	522	1,695	3,239	141	151	149	1,359	1,801
Propiedad, Planta y Equipo, Neto					285	304	301	310	1,200	759	812	802	827	3,200
Obligaciones Financieras de Corto plazo					0	0	128	985	1,113	0	122	281	1,197	1,601
Obligaciones Financieras de Largo Plazo					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III Programa de Papel Comercial					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV Emisión de Obligaciones					167	0	0	0	167	0	0	0	0	0
<b>V Emisión de Obligaciones</b>					<b>458</b>	<b>458</b>	<b>458</b>	<b>208</b>	<b>1,583</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>0</b>	<b>625</b>
Aportes Patrimoniales (Cap y Cash)					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reclasificación Resultados (y/o Dividendos)					0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Egresos</b>					<b>29,831</b>	<b>31,507</b>	<b>31,297</b>	<b>33,908</b>	<b>126,543</b>	<b>30,723</b>	<b>32,770</b>	<b>32,572</b>	<b>35,367</b>	<b>131,432</b>
<b>Movimiento de caja (neto)</b>					<b>1,739</b>	<b>142</b>	<b>141</b>	<b>-1,973</b>	<b>48</b>	<b>1,900</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	<b>-2,141</b>	<b>51</b>
<b>Caja Final</b>					<b>2,918</b>	<b>3,060</b>	<b>3,201</b>	<b>1,227</b>	<b>1,227</b>	<b>3,127</b>	<b>3,273</b>	<b>3,419</b>	<b>1,279</b>	<b>1,279</b>

**Nota:** Las columnas con los años completos corresponde al flujo acumulado del período

## Balance General Proyectado para los periodos comprendidos entre el 2017 al 2021

Productora Cartonera S.A. - PROCARSA Balance General (US\$ Miles)	Proyecciones				
	2017	2018	2019	2020	2021
	Total	Total	Total	Total	Total
<b>ACTIVOS</b>					
Caja e Inversiones	1,082	1,131	1,179	1,227	1,279
Cuentas por Cobrar Comerciales	21,944	23,172	24,373	25,582	26,866
Cuentas por Cobrar Relacionadas	3,906	4,084	4,257	4,432	4,617
Otras Cuentas por Cobrar	8,233	8,607	8,972	9,341	9,731
Activos por impuestos corrientes	3,157	3,300	3,440	3,582	3,731
Inventarios	20,947	20,505	21,332	22,195	23,158
Seguros pagados por anticipado	470	491	512	533	555
<b>Activos Corrientes</b>	<b>59,738</b>	<b>61,289</b>	<b>64,067</b>	<b>66,892</b>	<b>69,938</b>
Propiedad, Planta y Equipo, Neto	75,570	72,881	70,122	67,295	66,399
Documentos por cobrar largo plazo	0	0	0	0	0
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>77,162</b>	<b>74,473</b>	<b>71,715</b>	<b>68,887</b>	<b>67,991</b>
<b>Total Activos</b>	<b>136,900</b>	<b>135,762</b>	<b>135,781</b>	<b>135,779</b>	<b>137,929</b>
% Crecimiento	1.8%	-0.8%	0.0%	0.0%	1.6%
<b>PASIVOS</b>					
Pasivos Financieros Corto Plazo	29,010	25,829	26,031	24,810	23,375
Proveedores	23,565	28,707	29,865	31,072	32,422
Cuentas por Pagar Relacionadas	785	820	853	888	926
Otras cuentas por pagar	1,021	1,067	1,110	1,156	1,205
Pasivos por impuesto corriente	1,424	1,487	1,547	1,609	1,679
Obligaciones acumuladas	722	743	758	774	789
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>56,528</b>	<b>58,653</b>	<b>60,165</b>	<b>60,308</b>	<b>60,396</b>
% Crecimiento	-2.4%	3.8%	2.6%	0.2%	0.1%
Pasivo Financiero De Largo Plazo	11,167	7,875	6,125	5,500	5,500
Anticipos de clientes	0	0	0	0	0
CxP Relacionadas LP	10,473	10,936	11,377	11,837	12,351
Cuentas y Documentos por pagar LP	8,279	6,224	4,169	2,114	1,459
Impuestos diferidos	5,911	5,428	4,985	4,578	4,204
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>38,327</b>	<b>33,160</b>	<b>29,553</b>	<b>27,126</b>	<b>26,811</b>
% Crecimiento	5.6%	-13.5%	-10.9%	-8.2%	-1.2%
<b>Total Pasivos</b>	<b>94,855</b>	<b>91,813</b>	<b>89,719</b>	<b>87,434</b>	<b>87,207</b>
% Crecimiento	0.7%	-3.2%	-2.3%	-2.5%	-0.3%
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital Social	27,559	27,559	27,559	27,559	27,559
Reserva Legal	2,063	2,063	2,063	2,063	2,063
Otros Resultados Integrales (NIIF)	1,852	1,852	1,852	1,852	1,852
Resultados Acumulados	10,572	12,476	14,589	16,872	19,249
<b>Patrimonio</b>	<b>42,045</b>	<b>43,949</b>	<b>46,062</b>	<b>48,345</b>	<b>50,722</b>
% Crecimiento	4.4%	4.5%	4.8%	5.0%	4.9%
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>136,900</b>	<b>135,762</b>	<b>135,781</b>	<b>135,779</b>	<b>137,929</b>

**5.9 Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las inversiones, adquisiciones y enajenaciones de importancia, realizadas en el último ejercicio económico.**

<b>Productora Cartonera S.A. - PROCARSA</b>			
<b>Detalle de Activos (En Miles US\$) may-17</b>	<b>Productivos</b>	<b>Improductivos</b>	<b>Total</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	457		457
Cuentas por Cobrar Comerciales	20,498		20,498
Cuentas por Cobrar Relacionadas	8,672		8,672
Otras Cuentas por Cobrar	7,857		7,857
Documentos por cobrar	1,041		1,041
Activos por impuestos corrientes	4,610		4,610
Inventarios	17,979		17,979
Seguros pagados por anticipado	205		205
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>61,318</b>	<b>-</b>	<b>61,318</b>
PPE neto	70,429	3,804	74,234
Documentos por cobrar largo plazo			-
Inversiones en subsidiarias	1,300		1,300
Otros Activos	292		292
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>72,022</b>	<b>3,804</b>	<b>75,826</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>133,340</b>	<b>3,804</b>	<b>137,144</b>

**Fuente:** Productora Cartonera S.A. / **Elaboración:** Mercapital Casa de Valores S.A.

**Nota:** El detalle de las inversiones, adquisiciones y enajenaciones de importancia, consta en el punto 5.6 presentado previamente.



- 6 **Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora, en la que conste que la información contenida en el prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa; y que será penal y civilmente responsable, por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.**

Nosotros, Andrés Roldán Zuluaga en calidad de Gerente General, y Cecilia Sierra Morán Vicepresidente, ambos Representantes Legales de la Compañía Productora Cartonera S.A., declaramos bajo juramento que la información contenida en el presente Prospecto de Oferta Pública es fidedigna, real y completa, y que seremos civil y penalmente responsables por cualquier falsedad u omisión contenida en ella, eximiendo tanto a la Autoridad como a los Estructuradores financiero y legal de cualquier responsabilidad en tal sentido.

Andrés Roldán Zuluaga  
**GERENTE GENERAL**

Cecilia Sierra Morán  
**VICEPRESIDENTE**

**PRODUCTORA CARTONERA S.A.**

**7 Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del emisor en la que detalle los activos libres de gravámenes.**

La declaración Juramentada otorgada ante Notario Público por el representante legal del emisor en la que detalle los activos libres de gravámenes se encuentra en el **Anexo No 2**.

## ANEXOS:

**ANEXO 1:**

**Declaración Juramentada del Representante de  
Obligacionistas**

## **ANEXO 2:**

**Declaración bajo juramento otorgada ante  
Notario Público por el representante legal del  
emisor en la que detalle los activos libres de  
gravámenes**

## **ANEXO 3:**

# **Certificación por parte del Representante Legal del monto máximo a emitir**

En nuestras calidades de Representantes Legales de la Compañía Productora Cartonera S.A., certificamos que el monto máximo a emitir, correspondiente al 80% de los activos libres de gravamen con corte al 31 de mayo de 2017 es el siguiente:

<b>Cálculo del monto máximo a emitir</b>			
<b>31-may-17</b>			
<b>( En USD )</b>			
	<b>Activo Total</b>	<b>Activos Gravados</b>	<b>Activos Libres de Gravamen</b>
<b>ACTIVOS</b>			
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$457,463		\$ 457,463
Cuentas por Cobrar Comerciales	\$20,497,712		\$ 20,497,712
Cuentas por Cobrar Relacionadas	\$8,671,728		\$ 8,671,728
Otras Cuentas por Cobrar	\$7,856,691		\$ 7,856,691
Documentos por cobrar	\$1,040,549		\$ 1,040,549
Activos por impuestos corrientes	\$4,609,795		\$ 4,609,795
Inventarios	\$17,978,582	\$ 8,075,662	\$ 9,902,920
Seguros pagados por anticipado	\$205,385		\$ 205,385
Activos disponibles para la venta	\$0		\$ -
<b>Activos Corrientes</b>	<b>\$61,317,904</b>	<b>\$ 8,075,661.90</b>	<b>\$ 53,242,242</b>
Propiedad Planta y Equipo, neto	\$74,115,205	\$ 33,426,182	\$ 40,689,023
Documentos por cobrar largo plazo	\$0		\$ -
Inversiones en subsidiarias	\$1,300,000		\$ 1,300,000
Otros Activos	\$284,977		\$ 284,977
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>\$75,700,183</b>	<b>\$ 33,426,182</b>	<b>\$ 42,274,000</b>
<b>Total (A)</b>	<b>\$137,018,087</b>	<b>\$ 41,501,844</b>	<b>\$ 95,516,243</b>
Total Impuestos Diferidos e Intangibles			\$ -
Total Activos en Litigio			\$ -
Impugnaciones Tributarias			\$ -
Total Saldo de Emisiones en circulación			\$ 19,450,000
Total Derechos Fiduciarios en Fideicomisos en Garantía			\$ -
Documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios			\$ -
Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras			\$ 1,300,000
<b>Total Activos Diferidos y otros (B)</b>			<b>\$ 20,750,000</b>
<b>Total Activos Libres de Gravamen menos deducciones (A)-(B) = (C)</b>			<b>\$ 74,766,243</b>
<b>Monto Máximo de la emisión (C) * 80% = (D):</b>			<b>\$ 59,812,994</b>
<b>Monto de la Emisión (E)</b>			<b>\$ 7,000,000</b>
<b>Nivel de cobertura (C) / (E) = (F)</b>			<b>10.68</b>

Andrés Roldán Zuluaga  
GERENTE GENERAL

Cecilia Sierra Morán  
VICEPRESIDENTE

PRODUCTORA CARTONERA S.A.

## **ANEXO 4:**

# **Estados Financieros Auditados con sus respectivas notas de los años 2014, 2015 y 2016**



## **ANEXO 5**

# **Estados Financieros Internos a Mayo 2017**

**ANEXO 6:**

**Premisas de Proyección de los Estados  
Financieros del año 2017 al 2021**

Los supuestos considerados para la construcción de los estados financieros proyectados para el tiempo de vigencia de la presente emisión se basan en criterios conservadores. Bajo este precedente, se detallan a continuación las principales premisas utilizadas:

Premisas de Proyección	Real	Proyectado				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas (TM)	108,557	115,303	120,993	126,562	132,208	138,215
<i>% Crecimiento</i>	<i>0.8%</i>	<i>6.2%</i>	<i>4.9%</i>	<i>4.6%</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.5%</i>
Ventas (Miles US\$)	\$103,074	\$108,176	\$113,088	\$117,894	\$122,731	\$127,865
<i>% Crecimiento</i>	<i>-13.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.2%</i>	<i>4.1%</i>	<i>4.2%</i>
Costo de Ventas (Miles US\$)	\$90,437	\$94,260	\$98,422	\$102,396	\$106,534	\$111,160
<i>% Costo / Ventas</i>	<i>87.7%</i>	<i>87.1%</i>	<i>87.0%</i>	<i>86.9%</i>	<i>86.8%</i>	<i>86.9%</i>
<i>Margen Bruto</i>	<i>12.3%</i>	<i>12.9%</i>	<i>13.0%</i>	<i>13.1%</i>	<i>13.2%</i>	<i>13.1%</i>
Gastos Operativos (Miles US\$)	\$8,478	\$8,831	\$9,221	\$9,661	\$10,001	\$10,409
<i>% Gastos / Ventas</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.1%</i>	<i>8.1%</i>
EBITDA	\$8,902	\$8,720	\$9,334	\$9,795	\$10,224	\$10,392
<i>Margen EBITDA</i>	<i>8.6%</i>	<i>8.1%</i>	<i>8.3%</i>	<i>8.3%</i>	<i>8.3%</i>	<i>8.1%</i>
<b>Resultado Neto</b>	<b>\$2,272</b>	<b>\$1,762</b>	<b>\$1,904</b>	<b>\$2,113</b>	<b>\$2,283</b>	<b>\$2,377</b>
<i>Margen neto</i>	<i>2.2%</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.9%</i>	<i>1.9%</i>
<b>Estado de Situación Financiera</b>						
Días de Cuentas por Cobrar - Clientes No Relac. Neto	70	90	90	90	90	90
Días de Inventarios (Neto)	77	80	75	75	75	75
Días de Cuentas por Pagar - Proveedores	100	90	105	105	105	105
Inversiones de capital (CAPEX)	\$5,017	\$5,100	\$1,200	\$1,200	\$1,200	\$1,200
Revalorizaciones Activo Fijo (No afectan flujo)	\$36,197	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Stock de deuda financiera total	\$29,705	\$33,552	\$29,287	\$29,948	\$29,685	\$28,875
Saldo CxC Relacionadas (Total)	\$7,165	\$3,906	\$4,084	\$4,257	\$4,432	\$4,617
Saldo CxP Relacionadas (Total)	\$13,167	\$11,259	\$11,756	\$12,231	\$12,725	\$13,277
Flujo de Caja Libre	\$749	\$1,082	\$1,131	\$1,179	\$1,227	\$1,279

- **Ventas**

Año	2017	2018	2019	2020	2021
<b>% Crecimiento Total TM / Año</b>	6.2%	4.9%	4.6%	4.5%	4.5%
<b>% Crecimiento Total US\$</b>	5.0%	4.5%	4.2%	4.1%	4.1%

Como se ha indicado, el principal destino de las ventas de Productora Cartonera S.A., es el sector bananero cuyas expectativas para el presente ejercicio se basan en el establecimiento de acuerdos comerciales con la Unión Europea, que podría representar un escenario favorable para el sector exportador en general.

Por otro lado, la compañía ha podido re negociar los esquemas de precios al sector bananero, de tal forma que a mayo/17 el promedio por TM se ha incrementado un 2% respecto al cierre del 2016. Se

plantea este esquema de precios para los siguientes cuatro años, con lo cual parte del crecimiento de las ventas para este segmento, viene dado por este factor.

Medida		2013	2014	2015	may-16	2016	may-17	2017	2018	2019	2020	2021	
VENTAS (Miles de USD\$)		NIIF	NIIF	NIIF	Interno	NIIF	Interno	Crecim %					
<b>LINEA 1</b>	<b>Bananero</b>	Miles \$	\$25,869	\$26,330	\$16,110	\$6,262	\$10,487	\$7,151	\$8,883	\$7,994	\$7,355	\$6,987	\$6,638
Capacidad Teórica	TM	50,712	30,625	48,912	12,228	48,912	48,912	48,912	48,912	48,912	48,912	48,912	48,912
Producción Propia Real	TM	30,017	30,625	18,989	4,747	13,729	9,726	12,082	10,874	10,004	9,504	9,028	9,028
Producción con Terceros (maquila)	TM	0	847	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Producción Total	TM	30,017	31,472	18,989	4,747	13,729	9,726	12,082	10,874	10,004	9,504	9,028	9,028
% de Utilización de la Línea		59%	103%	39%	39%	28%	20%	25%	22%	20%	19%	18%	18%
% de Crec. en Producción Total anual			4.8%	-39.7%	-27.7%	-27.7%	70.0%	-12.0%	-10.0%	-8.0%	-5.0%	-5.0%	
Ventas Reales / Proyectadas	Miles US\$	\$25,869	\$26,330	\$16,110	\$6,262	\$10,487	\$7,151	8,883	7,994	7,355	6,987	6,638	
Precio promedio	US\$ / TM	\$862	\$837	\$848	\$1,319	\$764	\$735	\$735	\$735	\$735	\$735	\$735	\$735

Por otro lado, la compañía mantendrá la estrategia de potenciar la línea “Doméstica / Industrial”, en parte por la apertura de mercado derivada de los nuevos esquemas comerciales con la Unión Europea, y por otro, por el margen de contribución que esta línea genera.

Para el 2017, las inversiones realizadas por compañía enfocadas en el mejoramiento del proceso operativo de su planta industrial, explican la generación de ingresos de este año, mismos que son más altos que los siguientes períodos.

- Costos y Gastos**

Año	2017	2018	2019	2020	2021
<b>% de Costo de Ventas / Ventas</b>	87.1%	87.0%	86.9%	86.8%	86.9%

La tendencia decreciente del costo de ventas a causa de la estabilización de los precios internacionales de los commodities relacionados con las fibras elaboradas a base de papel y cartón, se ha mantenido por algo más de 2 años. Si bien la dinámica de precios de estos insumos muestra una volatilidad poco predecible, consideramos prudente estresar levemente la variable del costo de ventas para mantener el criterio conservador de proyección.

Mismo criterio se utiliza para la proyección del gasto operativo, en donde si bien la compañía ha alcanzado eficiencias en los procesos productivos (especialmente en la eliminación de tiempos muertos en la demora de transporte de materias primas) logrando así mantener una clara estabilidad en el manejo en este tipo de gastos, se incluyen importantes rubros de provisión que incrementan el nivel de gastos acorde al nivel de cartera para los años 2017 en adelante.

Año	2017	2018	2019	2020	2021
<b>% de Gasto Operativo / Ventas</b>	8.2%	8.2%	8.2%	8.1%	8.1%

En cuanto a los gastos financieros, éstos se mantienen relativamente constantes durante todo el período de proyección. Es importante mencionar que las amortizaciones de las emisiones vigentes

tienen sus vencimientos durante los próximos cuatro años, por lo que en la estructura de deuda se plantea reponer estos vencimientos con la emisión del presente instrumento de largo plazo, y deuda bancaria emergente, con lo cual el stock de deuda (corto y largo plazo) se mantendrá en niveles similares.

Año	2017	2018	2019	2020	2021
<b>% de Gasto Financiero / Ventas</b>	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%
<b>Stock de Deuda (Millones US\$)</b>	US\$ 33.5	US\$ 29.2	US\$ 29.9	US\$ 29.6	US\$28.8

- **Operación y Actividad**

Año	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Rotación de CxC</b>	90 días	90 días	90 días	90 días	90 días
<b>Rotación de CxP</b>	90 días	105 días	105 días	105 días	105 días
<b>Rotación de Inventarios</b>	80 días	75 días	75 días	75 días	75 días

La política de crédito de la compañía le ha permitido manejar días de cobro promedios de 80 días, sin embargo, planteamos ampliar el plazo de realización de la cartera comercial para estresar la capacidad de pago.

La política de pago a proveedores se mantiene en plazos de 105 días. El ejercicio 2017 tiene un indicador más bajo con concordancia con la voluntad de la compañía con anticipar pagos y reducir sus pasivos.

El inventario por su parte, mantiene su estabilidad aunque se evidencia una aceleración del uso de las materias primas a partir del año 2018 como consecuencia de que durante los años previos se realizaron inversiones enfocadas en la eficiencia del proceso productivo.

- **Inversiones en Activos Fijos (En Miles de US\$)**

Activos Fijos	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Inversiones de Capital</b>	US\$ 5.100	US\$ 1.200	US\$ 1.200	US\$ 1.200	US\$ 1.200

Las inversiones de los próximos años forman parte del Capex habitual del negocio, por lo que se presupuesta un plan de inversiones especialmente enfocados en la reposición y mantenimiento de maquinaria y equipos. En cuanto a inversiones de capital, se prevé la adquisición de maquinaria nueva que mejorará la capacidad de producción de la línea doméstica para el ejercicio 2017. Esta inversión ha sido realizada en el primer trimestre del año, misma que es financiada mediante proveedores internacionales con quienes la compañía tiene ya suscrito un convenio de amortización gradual para los siguientes tres años.

## **ANEXO 7:**

# **Informe completo y extracto de la calificación de riesgos**