

Información General del Emisor:

Fecha de constitución:	19 de marzo de 1965	(52 años de existencia)	Principales productos	Cartón corrugado	
RUC:	0990012202001	N° Empl. 484	Zona de Influencia	Procarsa	
CIU Oper. principal:	C1702	FABRICACIÓN DE PAPEL Y CARTÓN ONDULADO Y DE ENVASES DE PAPEL Y CARTÓN.	Competencia principal	Cartopel, Grupasa, Industria Cartonera, Cartorama, otros	
Objeto Social:	ACTIVIDADES INDUSTRIALES EN EL RAMO DE ELABORACIÓN DE LÁMINAS DE CARTONES PARA LA VENTA, O PARA CON ELLOS FABRICAR CAJAS QUE PODRÁN SER EMPLEADAS EN LA MOVILIZACIÓN DE PRODUCTOS Y MERCADERÍA EN GENERAL.			Principal Mercado	Dolé, Ubesa, Nestlé, La Fabril, Unilever, Yambal, otros.
			Capacidad de producción	180.000 T.M al año	
			Market Share	37% (Grupo Surpapel)	

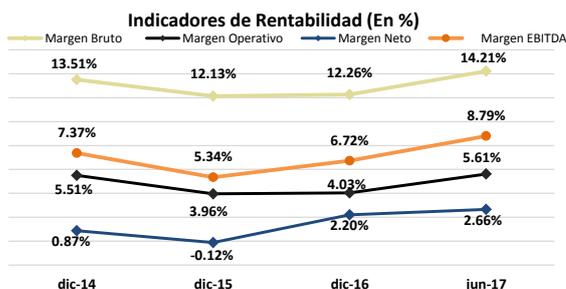
Características de la Emisión

Emisor	PRODUCTORA CARTONERA S.A.			Objeto de la emisión:	100% Capital de Trabajo
Monto Emisión (miles US\$)	10,000.00 (A)			Calificadora / Calificación:	CLASS / AA
Plazo de la Emisión:	180 días			F. Comité:	30/06/16
Cupón de Interés:	Cero Cupón			Calificación vigente:	AA
Amortización de Capital:	Al Vencimiento			Fecha de Revisión:	30/05/17
Pago de intereses:	Al Vencimiento			Estructurador/Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A.
Tipo de Emisión:	III Papel Comercial			Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandiz & Asociados S.A.
Resguardos adicionales:	1) Pasivo Financiero / Patrimonio <= 2. 2) Pasivo Total / Patrimonio <= 3. 3) Cuentas por cobrar relacionadas / Patrimonio < 20%			Garantía:	General
				Agente Pagador:	DCV - BCE

Información Financiera

Balance General	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Miles de US\$	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
Efectivo y equivalentes	\$1,499	\$1,200	\$749	\$383
CxC Comerciales	\$24,782	\$29,035	\$20,144	\$20,168
CxC Relacionadas	\$8,519	\$3,408	\$7,132	\$4,092
Inventarios	\$30,874	\$36,948	\$19,357	\$14,776
Gastos anticipados	\$2,699	\$3,066	\$6,154	\$3,488
Otros activos corrientes	\$8,552	\$11,546	\$5,180	\$9,080
Activo Corriente	\$76,925	\$85,203	\$58,716	\$51,987
Activo fijo	\$38,818	\$36,561	\$74,104	\$78,436
Propiedades de Inversión	\$0	\$0	\$0	\$0
Inversiones en acciones	\$1,300	\$1,300	\$1,300	\$1,300
Intangibles	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras CxC largo plazo	\$732	\$176	\$355	\$232
Activo Largo Plazo	\$40,850	\$38,037	\$75,759	\$79,968
Total Activos	\$117,775	\$123,240	\$134,475	\$131,956
Préstamos	\$9,836	\$10,408	\$10,576	\$12,356
Emisiones propias CP y PC	\$6,818	\$14,981	\$12,628	\$12,167
Proveedores	\$29,730	\$36,434	\$25,046	\$23,429
Proveedores Relacionados	\$9,359	\$15,371	\$835	\$1,017
Otras CxP	\$3,158	\$3,436	\$8,822	\$2,622
Pasivo Corriente	\$58,900	\$80,630	\$57,906	\$51,592
Oblig. Financieras	\$8,409	\$2,860	\$4,215	\$4,215
Emisiones propias LP	\$17,815	\$3,781	\$1,200	\$7,283
Otras CxP largo plazo	\$1,597	\$5,053	\$30,870	\$27,069
Pasivo no corriente	\$27,821	\$11,694	\$36,285	\$38,567
Total Pasivos	\$86,721	\$92,324	\$94,191	\$90,159
Capital Social	\$27,559	\$27,559	\$27,559	\$27,559
Resultados Acumulados	\$1,752	\$1,521	\$9,932	\$10,860
Reservas, aportes y otros	\$1,743	\$1,836	\$2,792	\$3,378
Total Patrimonio	\$31,054	\$30,916	\$40,284	\$41,797

Miles de US\$	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Pérdidas y Ganancias	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
Ventas	\$127,134	\$118,412	\$103,074	\$56,948
Costo de Ventas	\$109,953	\$104,048	\$90,437	\$48,855
% sobre Ventas	86.49%	87.87%	87.74%	85.79%
Utilidad Bruta	\$17,181	\$14,364	\$12,637	\$8,093
Margen Bruto	13.51%	12.13%	12.26%	14.21%
Gastos de Venta	\$0	\$0	\$4,598	\$2,940
Gasto Administrativo	\$10,178	\$9,674	\$3,881	\$1,957
Gastos Operativos	\$10,178	\$9,674	\$8,478	\$4,897
% de Ventas	8.01%	8.17%	8.23%	8.60%
Utilidad Operativa	\$7,003	\$4,690	\$4,159	\$3,196
Margen Operativo	5.51%	3.96%	4.03%	5.61%
Gastos Financieros	(\$4,145)	(\$3,007)	(\$2,700)	(\$1,816)
% de Ventas	-3.26%	-2.54%	-2.62%	-3.19%
Otros Gastos / Ingresos	(\$620)	(\$616)	\$2,514	\$133
IR y Part. Trabajadores	\$1,130	\$1,205	\$1,701	\$0
Utilidad Neta	\$1,108	(\$138)	\$2,272	\$1,513
Margen Neto	0.87%	-0.12%	2.20%	2.66%
EBITDA (Anualizado)	\$9,367	\$6,327	\$6,931	\$10,013
Margen EBITDA	7.37%	5.34%	6.72%	8.79%



Fortalezas:

- Contrato de exclusividad con multinacional DOLE.
- Alianza estratégica con Incarpalm, logran obtener 45% de participación, se disminuye costos de producción y permite lograr un servicio de atención más personalizado a clientes.
- Planta modernizada que permite optimizar la eficiencia, reducir costos y

Oportunidades:

- Seguir explotando la alianza con Incarpalm para ser el proveedor con más bajo costo del mercado y la mejor calidad.
- Empresa relacionada Surpapelcorp permite reducir nivel de importaciones con materia prima reciclada y disminuir así los costos.

Debilidades:

- Volatilidad en los precios de la materia prima
- Presión en los precios de venta del producto final por parte de la competencia, hace que sea más sensible a esta tendencia del mercado.
- Demoras en la desaduanización de

Amenazas:

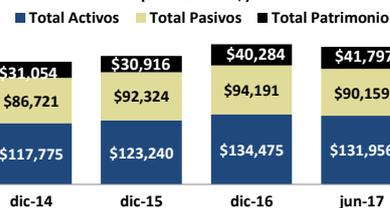
- Ingreso de nuevos competidores a la industria cartonera.
- Volatilidad en el precio del material reciclado.
- Contracción general económica a nivel local.
- Desarrollo económico de los sectores productivos del país (producción principales clientes).

Indicadores Financieros	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
TACC Ventas			-3.60%	
TACC Costo de Ventas			-3.86%	
Razón Corriente	1.31	1.06	1.01	1.01
Prueba Ácida	0.78	0.60	0.68	0.72
Pasivo/Activo	0.74	0.75	0.70	0.68
Pasivo/Patrimonio	2.79	2.99	2.34	2.16
EBITDA/Pasivo Finan.	0.22	0.20	0.24	0.28
ROE (Anualizado)	3.6%	-0.4%	5.6%	7.2%
ROA (Anualizado)	0.9%	-0.1%	1.7%	2.3%
Días de cartera	70	88	70	64
Días Cartera Relacion.	24	10	25	13
Días de Inventario	101	128	77	54
Días de Proveedores	97	126	100	86
Días Proveedores Rel.	31	53	3	4
Variación en el flujo	-\$2,405	-\$299	-\$462	-\$366
Flujo Final de Caja	\$1,499	\$1,200	\$749	\$383

Principales Productos y Marcas



Evolución Balance General (En Miles US\$)



Fecha del reporte: 1 de agosto de 2017

Gráfico 1: Evolución Ventas Reales
En Miles US\$

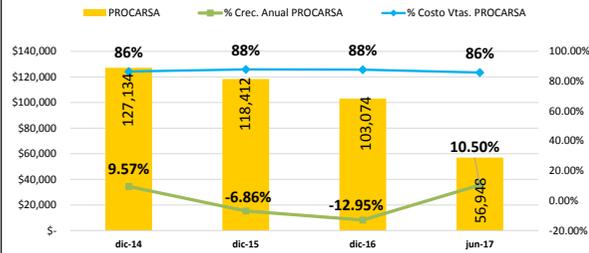


Gráfico 2: Ventas Proyectadas
En Miles US\$

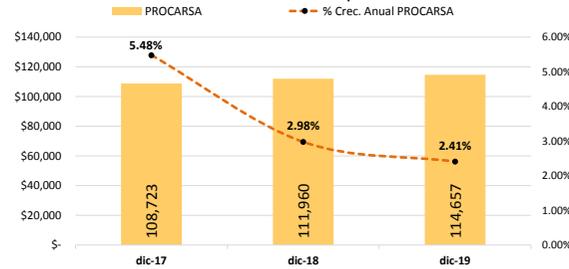


Gráfico 3: Escenari de Estrés
Flujo en Miles de US\$ y % Crec. Ventas

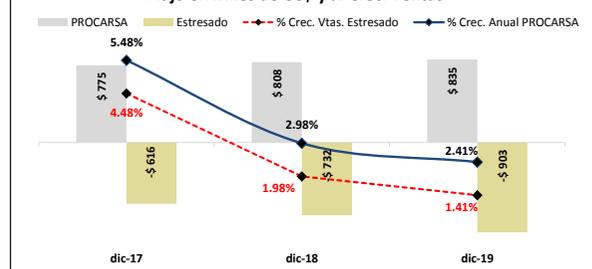


Gráfico 4: Estructura del Balance
En miles de US\$

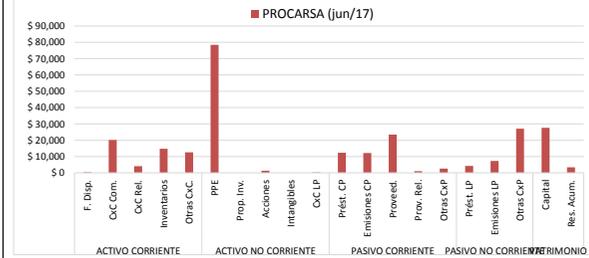


Gráfico 5: Indicadores de rotación

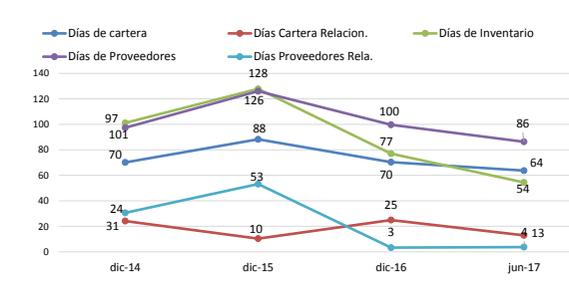
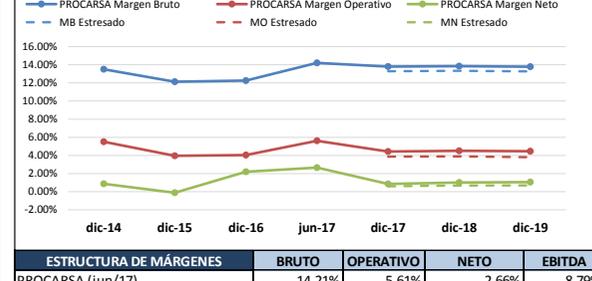


Gráfico 6: Indicadores de Rentabilidad



ESTRUCTURA DE MÁRGENES	BRUTO	OPERATIVO	NETO	EBITDA
PROCARSA (jun/17)	14.21%	5.61%	2.66%	8.79%

Gráfico 7: Flujo de Caja Libre (Miles US\$)
y Ratios (veces)

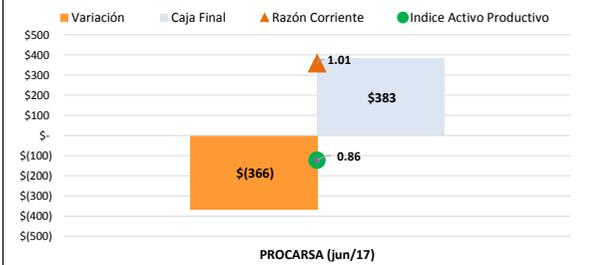


Gráfico 8: Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio)
En veces

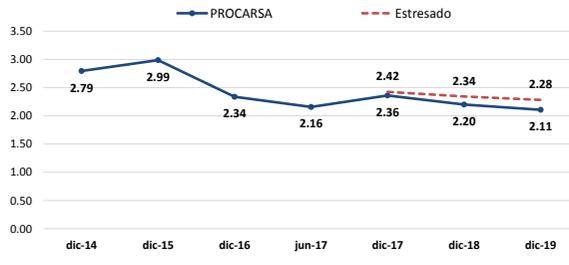
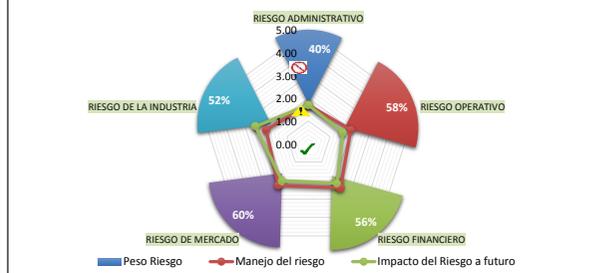


Gráfico 9: Nuestra percepción de riesgo respecto al negocio PRODUCTORA CARTONERA S.A.



COMENTARIOS GENERALES

Gráfico 1, Evolución de ventas: PROCARSA muestra un crecimiento en 10,5% hasta junio del 2017, en este periodo de diciembre de 2016 a junio de 2017, se ha registrado decrecimiento de las mismas debido a la caída en ventas de cajas de cartón corrugado dirigidas al mercado bananero y a que los precios son menores a los registrados en el año anterior. Sus costos sobre las ventas disminuyen de diciembre del 2016 a mayo del 2017 en 2%. El 57% de las ventas de PROCARSA se concentran en el sector exportador, principalmente bananero. El 35% se concentra en el sector doméstico, donde se ha podido diversificar su base de clientes en distintos segmentos. En 2013 las ventas crecen un 13% principalmente por el incremento de la actividad productiva del sector bananero después de un fuerte invierno que afectó al sector en el 2012, así mismo, la compañía experimentó una mejora en sus procesos de producción, este fenómeno favoreció a que la compañía creciera en promedio un 10% para el año 2014. Para 2015 se revierte el comportamiento de las ventas y se da un decrecimiento de 6.86% por las siguientes causas: encarecimiento de exportaciones por apreciación del dólar que restan competitividad a los productos exportables frente a países vecinos exportadores de banano, reducción de la producción (39%) como consecuencia de la contracción de la actividad bananera y reducción del precio promedio de venta de su principal cliente DOLE. Las ventas en 2016 también muestran una caída frente al año 2015. La estabilidad en el precio internacional de las materias primas (papel y derivados) y la integración comercial con el molino de SURPAPEL (empresa relacionada parte del Holding SURPAPEL) le permiten a la compañía mantener un costo de ventas estable que oscila entre el 85% y 88% de las ventas anuales.

Gráfico 2, Ventas proyectadas: Para los años siguientes, si bien aún se prevé que el mercado bananero no alcance los niveles obtenidos en los años previos (especialmente 2013-2014), siendo uno de sus principales clientes DOLE, se presupuesta que la “guerra de precios” tuvo su mayor impacto en el 2016, por lo que a partir del 2017 el crecimiento en términos nominales va más de la mano con el comportamiento de la producción, además, el cartón corrugado se presenta como el material del futuro en lo que a embalaje se refiere, dejando de lado a otros materiales. Los bajos costos del cartón combinados con su capacidad de reciclaje, peso ligero y fácil manejo, son los componentes que le permiten tener una buena expectativa al mercado. Para el 2018, la compañía realizará inversiones de gran relevancia enfocadas en el mejoramiento del proceso operativo de su planta industrial, con lo cual la generación de ingresos de este año es la más alta de los siguientes tres años.

Gráfico 3, Escenario estrés y flujos proyectados: Los flujos proyectados sufren ligeras variaciones y se mantendrán estables entre 2017 y 2019 con ligeros incrementos. Para 2017 y 2018 existen pequeñas adquisiciones no representativas y amortización de pasivos financieros que se financian con las actividades operativas. Las proyecciones fueron hechas bajo un escenario estresado, sin embargo, para medir el nivel de tolerancia de la compañía, se estresó un punto menos de crecimiento en ventas y 0.5 puntos porcentuales más de costo de ventas sobre ventas y los días de rotación tanto de inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar se deterioró en un día. Bajo este nuevo esquema, se deberá buscar financiamiento a partir de este año 2017 para contrarrestar un escenario negativo todos los años, aunque se considera un escenario poco probable.

Gráfico 4, Estructura del balance: Las cuentas más representativas del activo corriente son cuentas por cobrar e inventarios. Las cuentas por cobrar a relacionadas fueron importantes hasta el 2013 pero se han ido pagando progresivamente. La cartera comercial para el mes de junio del año 2017 aumenta en USD 25 miles desde el mes de diciembre del año 2016, no obstante, el año 2016 mostró una disminución en USD 8,9 millones con respecto a 2015, en respuesta al decrecimiento en ventas y además con días de cobro más bajos, resultado de economía ecuatoriana. Históricamente el inventario tiene una tendencia decreciente a razón de la disminución progresiva de ventas, y además desde octubre de 2016 se presenta una disminución importante en el inventario por un ajuste de cuentas de inventario físico de cajas de cartón y bobinas que estaban registradas como diferencia. En activo no corriente la cuenta más importante es Propiedad, Planta y Equipo, la cual incrementa en 2016 por nuevas inversiones para mejorar la eficiencia de la planta y adicionalmente en noviembre se realiza una revalorización de PPE. El pasivo se encuentra compuesto principalmente por pasivos financieros de corto y largo plazo y proveedores. La composición a corto y largo plazo ha variado conforme a las necesidades de la empresa, en este periodo se ha concentrado en deuda de corto plazo con 57% de la deuda total a junio del año 2017, por mayor necesidad en capital de trabajo proveniente principalmente de proveedores. El patrimonio pasó de financiar el 25% de los activos en 2014 y se mantiene en la misma tendencia ligeramente creciente continua hasta junio del año 2017.

Gráfico 5, Indicadores de rotación: Para junio del año 2017, se muestra una ligera disminución en el pago a proveedores pasando de diciembre del 2016 con 100 a 86 días, este poder de pago se ve compensado con la disminución de la rotación de inventarios y los mejores días de cobro de la cartera comercial. La gestión en términos generales de días de cobro ha mejorado desde el 2015. La rotación del inventario ha incrementado en el año 2015 por la disminución de ventas en el mismo año y esto hace que la utilización de las materias primas sea más lenta, desde el año 2016 esto mejora por una menor reposición del inventario ante una perspectiva de ventas similar al 2015, y así continua para junio del año 2017, en 2016 se observa una distorsión en la rotación de inventarios por el ajuste contable explicado en el gráfico 4.

Gráfico 6, Indicadores de rentabilidad: Para junio del año 2017, por la disminución de los costos de producción, se mostró un incremento en todos los márgenes a comparación del comportamiento histórico de la compañía. PROCARSA ha logrado mantener una estabilidad en sus márgenes operativos entre el 4% y 6% que fluctúan en concordancia con el margen bruto y la brecha entre ambos márgenes no varía en mayor proporción. Esto quiere decir que PROCARSA ha logrado mantener un estricto control de sus gastos operativos. El margen bruto se comporta conforme a los ciclos del sector bananero que determinan gran parte del comportamiento de ventas de PROCARSA, esto hace que a 2015 disminuyan ligeramente, no obstante, en el año 2016 PROCARSA ha logrado revertir este comportamiento con una mejora en la estructura de costos a pesar de que la tendencia de las ventas no muestra una tendencia a mejorar respecto al 2015. Esto hace que las proyecciones en todo nivel de los márgenes muestren un escenario conservador y estable en los rangos mantenidos por la compañía.

Gráfico 7, Flujo de caja libre y ratios: Este junio de 2017 se muestra un flujo operativo negativo principalmente por los pagos hechos a proveedores y otras reducciones de pasivo que en gran parte es cubierto con los excelentes resultados obtenidos, con el índice de activo productivo interpretamos que por cada un dólar de activos se obtiene provecho del mismo ochenta y tres centavos, por lo que se recomienda mejorar la productividad de los mismos. Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa, en el periodo analizado superan la unidad, ubicándose al 31 de diciembre de 2014 en 1,31 veces, 1,06 veces para 2015 y 1,01 veces a 2016, lo que demuestra un eficiente manejo del capital de trabajo y del flujo de efectivo, al mantener al mínimo recursos líquidos improductivos y hasta este pasado junio cuenta con una razón corriente de 1,01. Se debe tomar en cuenta que, con un flujo libre tan pequeño, la compañía corre el riesgo de necesitar financiamiento externo para sus actividades, aunque la planificación estratégica de la compañía para lo que queda del año a través de la colocación de la presente emisión y estrategias operativas mitigarán este riesgo.

Gráfico 8, Endeudamiento: El indicador revela una política de financiamiento que privilegia el uso de fuentes externas, pero de igual forma logra mantenerse en un rango estable en el periodo analizado. Desde el año 2016 a junio de 2017 mejora en general el financiamiento con recursos propios. El apalancamiento se ha ido reduciendo paulatinamente conforme se ha ido cancelando deuda, a diciembre de 2015 incrementa principalmente por el incremento del pasivo financiero a corto plazo, especialmente de proveedores y deuda bancaria a pesar de que se reduce el pasivo a largo plazo cerca de 16 millones. A lo largo de los periodos analizados no se ha hecho capitalizaciones y el patrimonio ha ido incrementando ligeramente por acumulación de resultados. Ante un escenario de estrés, no se observa una variación muy significativa. En 2016 se mantiene el nivel de deuda, pero el excelente resultado del periodo y la revalorización de activos permiten tener un incremento del patrimonio de cerca de \$10 millones que mejoran el indicador de apalancamiento.

Gráfico 9, Percepción de riesgo: Este gráfico muestra en tres escalas nuestra percepción del riesgo. El tamaño de los pasteles representa la importancia que tiene ese riesgo para la empresa, la línea roja representa cómo se ha manejado cada riesgo en el pasado en una escala sobre cinco puntos y la línea verde representa cómo impactará este riesgo en el futuro en una escala sobre cinco puntos siendo 5 un manejo más pobre del riesgo y 1 un manejo más eficiente. Se aprecia de esta forma qué riesgos serán mitigados y cuales presentan una tendencia a incrementar. El riesgo más importante para PROCARSA es el de mercado, esto debido al impacto que tiene las fluctuaciones de precios en la materia prima que es un commodity y los clientes concentrados en el sector bananero. Este riesgo muestra una tendencia a disminuir a futuro principalmente por una tendencia observada desde el 2014 a lograr una estabilidad en los precios de su materia prima, se ha mitigado la concentración en clientes del sector bananero a través de un contrato con su principal cliente Dole, de exclusividad hasta el 2019 con opción a renovar 5 años más. También existe una mitigación del riesgo por la relación que tienen con sus proveedores y la obtención de gran parte de su materia prima a través de proveedores relacionados. Lo sigue con igual importancia el riesgo operativo por ser una empresa concentrada en un producto industrial y con características poco diferenciables, por lo que la óptima calidad del producto y procesos que reduzcan las ineficiencias son de vital importancia. Este riesgo ha sido bien controlado por tecnificación de los procesos productivos e implementación de normas de calidad. Se reduce a futuro por una mayor estabilidad en los costos y gastos por la estabilidad en el precio de su materia prima que permite un presupuesto más preciso para la producción y generación de flujos operativos positivos. A este lo sigue el riesgo de la industria, el cual incrementa ligeramente a futuro por una menor competitividad frente a países vecinos debido a la apreciación del dólar lo cual puede poner a las empresas del sector exportador local en una guerra de precios. Lo sigue el riesgo financiero que ha sido bien controlado, pero a pesar de esto por factores externos como la economía del país, o la actividad productiva del sector bananero se ha visto afectado por la contracción de la demanda de sus productos, lo cual se refleja en las ventas, por lo cual se espera un mejor escenario pero no existe mayores cambios a futuro, pero cabe mencionar que se incrementan los pasivos de corto plazo, sin embargo, este se mitiga con mejores niveles de cobertura del gasto financiero por márgenes de rentabilidad que muestran una tendencia a mejorar. Finalmente está el riesgo administrativo que ha sido bien controlado producto de la existencia de Directorios, comités de decisión y buenas prácticas de gobierno corporativo.