



53
años de existencia



484
colaboradores

\$120
millones en ventas anuales
(2017)

\$43
millones de patrimonio
(2017)

\$145
millones en activos
(2017)



180
mil TM/año en capacidad de producción

37%
market share (grupo SURPAPEL)

AA

Calificación de riesgo
CLASS INTERNATIONAL RATING

Características de la emisión



	Monto	Plazo	Tasa de interés	Pago de intereses
Clase A	\$500,000	180 días	7.00%	Cero Cupón



**¿Por qué
Invertir en
PRODUCTORA
CARTONERA
S.A.?**

- Importante participante en el mercado papelerero, con un amplio portafolio de productos.
- Está inmersa en el sector exportador, con un alto nivel de rotación de sus productos.
- Cuenta con una reconocida solidez financiera que le ha permitido acceder a líneas de crédito con bancos y proveedores.
- Emisión respaldada por una sólida calificación de riesgo e interesante rentabilidad para el inversionista.



Gráfico 1: Evolución Ventas Reales En Miles US\$

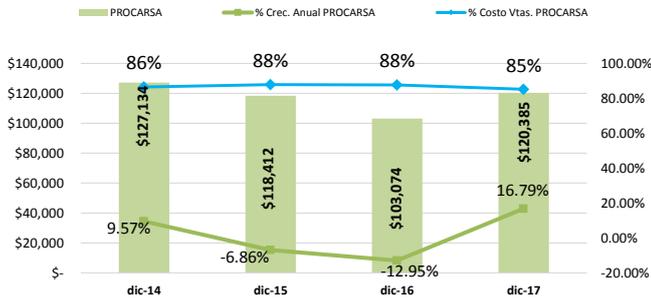


Gráfico 1, Evolución de ventas: PROCARSA muestra un crecimiento en 17% a diciembre del 2017, a comparación del final del anterior año, respuesta de la nueva maquinaria que se encuentra ya en operación, lo que le ha permitido a la compañía minimizar sus tiempos muertos, optimizar sus procesos, y consecuentemente mantener la estructura de costos y gastos en niveles estables, por lo que los costos sobre ventas disminuyen en 3%. 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. Por lo que, en el periodo analizado, la compañía crece en promedio 10% por un incremento de la actividad productiva del sector bananero. 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 CORP (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 En Miles US\$

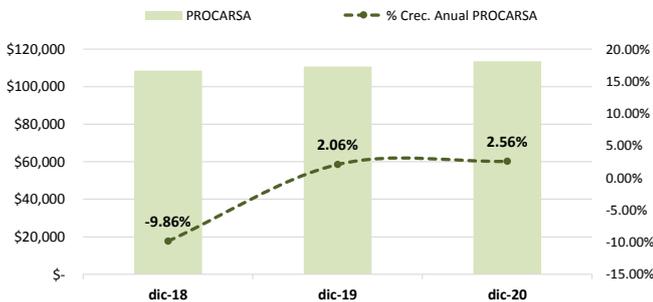


Gráfico 2, Ventas proyectadas: Para los años siguientes, si bien aún se prevé que el mercado bananero no alcance los niveles obtenidos en los años previos (especialmente 2013-2014), siendo uno de sus principales clientes DOLE, se presupuesta que la "guerra de precios" tuvo su mayor impacto en el 2017, por lo que a partir del 2018 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 de Estrés Flujo en Miles de US\$ y % Crec. Ventas

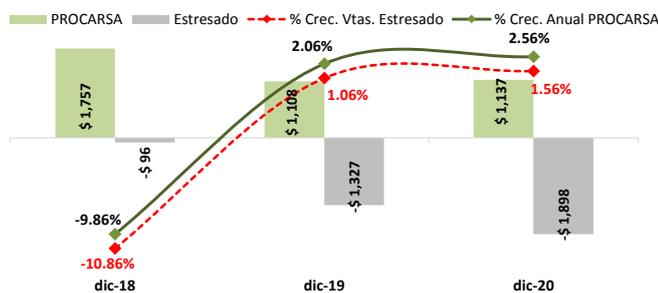


Gráfico 3, Escenario estrés y flujos proyectados: Los flujos proyectados sufren ligeras variaciones y se mantendrán estables en el periodo analizado con ligeros incrementos para el 2020. En el 2018 y 2019 existen pequeñas adquisiciones no representativas y amortización de pasivos financieros que se financian 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 2018 para contrarrestar un escenario negativo todos los años.

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

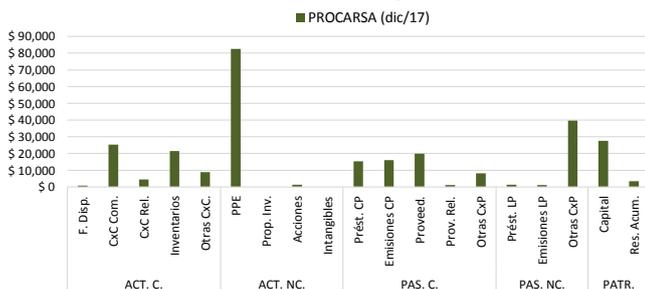


Gráfico 4, Estructura del balance: Las cuentas más representativas del activo corriente son cuentas por cobrar e inventarios. Las cuentas por cobrar relacionadas son representativas en el activo corriente, pero se han ido pagando progresivamente. Históricamente el inventario tiene una tendencia decreciente desde el año 2015 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 período se ha concentrado en deuda de corto plazo con 58% de la deuda total al cierre del año 2017, por mayor necesidad en capital de trabajo proveniente principalmente de proveedores. El patrimonio pasó de financiar el 26% de los activos en 2014 al 30% en el 2016 y se mantiene con 29% al año 2017.

Gráfico 5: Indicadores de rotación

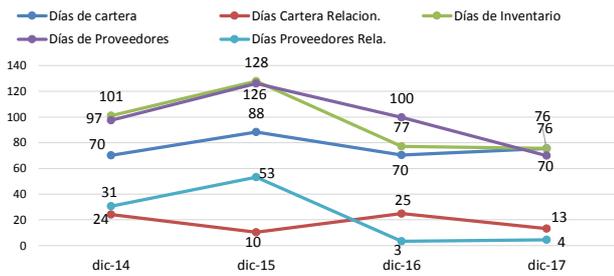


Gráfico 5, Indicadores de rotación: Para diciembre del año 2017, se muestra una disminución en el pago a proveedores pasando de diciembre del 2016 con 100 a 70 días, este retraso de poder de pago se ve compensado con la disminución de la rotación de inventarios, acompañando el crecimiento de los ingresos de la compañía. La gestión de cartera 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

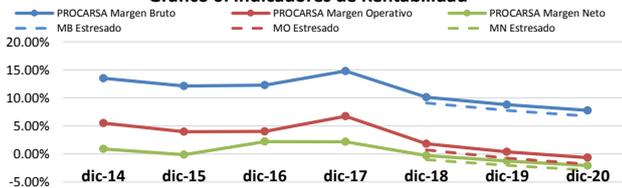


Gráfico 6, Indicadores de rentabilidad: Para el cierre del año 2017, por la disminución de los costos de producción, y el crecimiento de los ingresos, se mostró un incremento en todos los márgenes a comparación del comportamiento histórico de la compañía. PROCARSA ha logrado mantener una estabilidad 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.

ESTRUCTURA DE MÁRGENES	BRUTO	OPERATIVO	NETO	EBITDA
PROCARSA (dic/17)	14.80%	6.73%	2.16%	9.51%

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

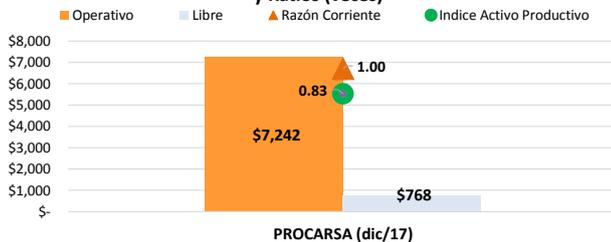


Gráfico 7, Flujo de caja libre y ratios: Para lo que va al terminar el año 2017 se tiene un flujo operativo positivo, resultado de un buen manejo de cobranza y pagos. La caja final es de USD 768 miles, además este monto es mayor en un 3% al monto obtenido al 2016, ya que se muestra aumento de fuentes de financiamiento. El indicador de productividad ha tenido tendencia decreciente desde el año 2014, en 2016 cuenta con 0.77, y para este septiembre tiene un incremento a 0.83, lo cual revela que necesita la compañía hacer una evaluación de la eficiencia de la infraestructura física de PROCARSA medida en términos de la generación de ingresos vs el nivel de activos fijos. Su razón corriente tiene una tendencia decreciente en el periodo analizado, a pesar de esto, al ser mayor que la unidad, la compañía puede cumplir con sus obligaciones financieras, deudas o pasivos a corto plazo.

Gráfico 8: Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio)

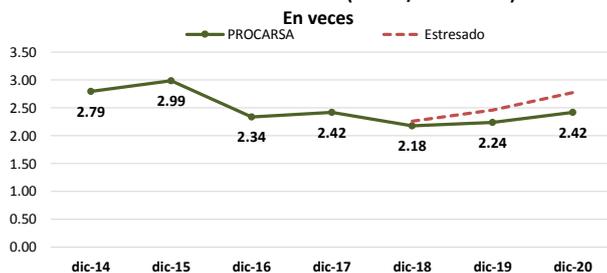


Gráfico 8, Endeudamiento: El indicador revela una política de financiamiento que privilegia el uso de fuentes externas, pero de igual forma logra mantenerse en un rango estable en el periodo analizado. En el último año se muestra un ligero incremento a razón de mayor adquisición de deuda para financiar su capital de trabajo. Históricamente, 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: Nuestra percepción de riesgo respecto al negocio

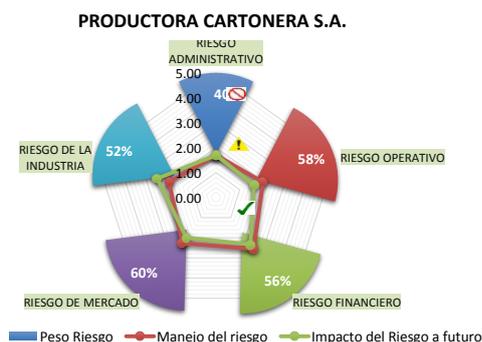


Gráfico 9, Percepción de riesgo: Este gráfico muestra en tres escalas nuestra percepción del riesgo. El tamaño de los pasteles representa la importancia que tiene ese riesgo para la empresa, la línea roja representa cómo se ha manejado cada riesgo en el pasado en una escala sobre cinco puntos y la línea 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 que 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, 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. 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, riesgo controlado por una mayor estabilidad en los costos y gastos. 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, y 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.

Sobre la emisión

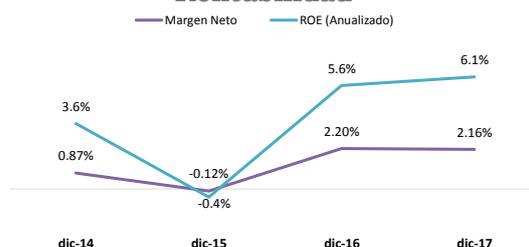
Emisor	PRODUCTORA CARTONERA S.A.			Objeto de la emisión:	100% Capital de Trabajo		
Monto Emisión (miles US\$)	10,000.00 (A)			Calificadora / Calificación:	CLASS / AA	F. Comité:	30/06/16
Plazo de la Emisión:	140 días			Calificación vigente:	AA	Fecha de Revisión:	29/11/17
Rendimiento	Cero Cupón			Estructurador/Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A.		
Amortización de Capital:	Al Vencimiento			Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.		
Pago de intereses:	6.80%			Garantía:	General		
Tipo de emisión:	III Papel Comercial			Agente Pagador:	DCV - BCE		
Resguardos adicionales:	1) Pasivo Financiero / Patrimonio =< 2. 2) Pasivo Total / Patrimonio =< 3. 3) Cuentas por cobrar relacionadas / Patrimonio < 20%						

Estados Financieros

Balance General	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Miles de US\$	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
Efectivo y equivalentes	\$1,499	\$1,200	\$749	\$768
CxC Comerciales	\$24,782	\$29,035	\$20,144	\$25,290
CxC Relacionadas	\$8,519	\$3,408	\$7,132	\$4,437
Inventarios	\$30,874	\$36,948	\$19,357	\$21,538
Gastos anticipados	\$2,699	\$3,066	\$6,154	\$2,124
Otros activos corrientes	\$8,552	\$11,546	\$5,180	\$6,657
Activo Corriente	\$76,925	\$85,203	\$58,716	\$60,815
Activo fijo	\$38,818	\$36,561	\$74,104	\$82,610
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	\$677
Activo Largo Plazo	\$40,850	\$38,037	\$75,759	\$84,587
Total Activos	\$117,775	\$123,240	\$134,475	\$145,402
Préstamos	\$9,836	\$10,408	\$10,576	\$15,386
Emisiones propias CP y PC	\$6,818	\$14,981	\$12,628	\$16,033
Proveedores	\$29,730	\$36,434	\$25,046	\$19,904
Proveedores Relacionados	\$9,359	\$15,371	\$835	\$1,243
Otras CxP	\$3,158	\$3,436	\$8,822	\$8,077
Pasivo Corriente	\$58,900	\$80,630	\$57,906	\$60,642
Oblig. Financieras	\$8,409	\$2,860	\$4,215	\$1,274
Emisiones propias LP	\$17,815	\$3,781	\$1,200	\$1,250
Otras CxP largo plazo	\$1,597	\$5,053	\$30,870	\$39,705
Pasivo no corriente	\$27,821	\$11,694	\$36,285	\$42,229
Total Pasivos	\$86,721	\$92,324	\$94,191	\$102,871
Capital Social	\$27,559	\$27,559	\$27,559	\$27,559
Resultados Acumulados	\$1,752	\$1,521	\$9,932	\$11,594
Reservas, aportes y otros	\$1,743	\$1,836	\$2,792	\$3,378
Total Patrimonio	\$31,054	\$30,916	\$40,284	\$42,531

Miles de US\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Pérdidas y Ganancias	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
Ventas	\$127,134	\$118,412	\$103,074	\$120,385
Costo de Ventas	\$109,953	\$104,048	\$90,437	\$102,573
% sobre Ventas	86.49%	87.87%	87.74%	85.20%
Utilidad Bruta	\$17,181	\$14,364	\$12,637	\$17,812
Margen Bruto	13.51%	12.13%	12.26%	14.80%
Gastos de Venta	\$0	\$0	\$4,598	\$5,403
Gasto Administrativo	\$10,178	\$9,674	\$3,881	\$4,307
Gastos Operativos	\$10,178	\$9,674	\$8,478	\$9,709
% de Ventas	8.01%	8.17%	8.23%	8.07%
Utilidad Operativa	\$7,003	\$4,690	\$4,159	\$8,103
Margen Operativo	5.51%	3.96%	4.03%	6.73%
Gastos Financieros	(\$4,145)	(\$3,007)	(\$2,700)	(\$3,958)
% de Ventas	3.26%	2.54%	2.62%	3.29%
Otros Gastos / Ingresos	(\$620)	(\$616)	\$2,514	(\$19)
Impuesto a la Renta	\$1,130	\$1,205	\$1,701	\$1,526
Utilidad Neta	\$1,108	(\$138)	\$2,272	\$2,600
Margen Neto	0.87%	-0.12%	2.20%	2.16%
EBITDA (Anualizado)	\$9,367	\$6,327	\$8,709	\$11,450
Margen EBITDA	7.37%	5.34%	8.45%	9.51%

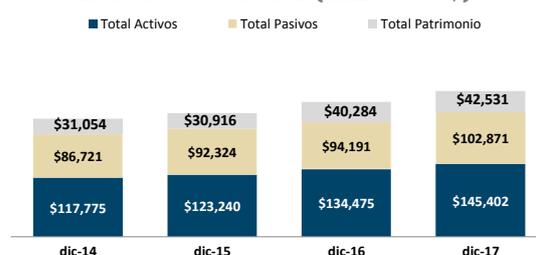
Rentabilidad



Indicadores Financieros

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
TACC Ventas		-1.80%		
TACC Costo de Ventas		-2.29%		
Razón Corriente	1.31	1.06	1.01	1.00
Prueba Ácida	0.78	0.60	0.68	0.65
Pasivo/Activo	0.74	0.75	0.70	0.71
Pasivo/Patrimonio	2.79	2.99	2.34	2.42
EBITDA/Pasivo Finan.	0.22	0.20	0.30	0.34
ROE (Anualizado)	3.6%	-0.4%	5.6%	6.1%
ROA (Anualizado)	0.9%	-0.1%	1.7%	1.8%
Días de cartera	70	88	70	76
Días Cartera Relacion.	24	10	25	13
Días de Inventario	101	128	77	76
Días de Proveedores	97	126	100	70
Días Proveedores Rela.	31	53	3	4
Flujo Operativo	\$18,707	-\$2,757	\$1,875	\$7,242
Flujo Final de Caja	\$1,499	\$1,200	\$749	\$768

Balance General (miles US\$)



Este resumen de inversión tiene el carácter de informativo. MERCAPITAL no asume ninguna responsabilidad directa ni solidaria por el resultado en cuanto a pago y rentabilidad de las recomendaciones de inversión que constan en el presente; el cual ha sido elaborado por MERCAPITAL en base a la información proporcionada por el emisor e información extraída del prospecto aprobado por la SCVS.

