



53
años de existencia



484
colaboradores

\$120
millones en ventas anuales
(2017)

\$42
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	\$3,000,000	180 días	6.00%	Cero Cupón
Clase B	\$5,000,000	270 días	6.25%	Cero Cupón
Clase C	\$6,200,000	330 días	6.50%	Cero Cupón
Clase D	\$800,000	359 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\$

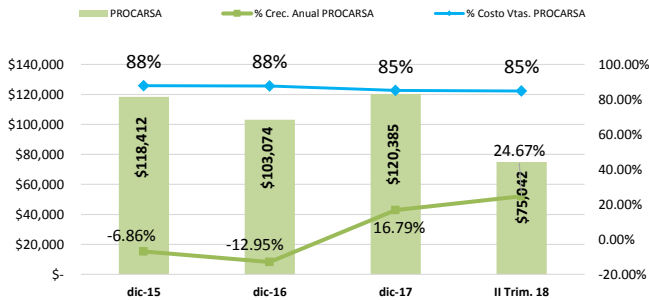


Gráfico 1, Evolución de ventas: Con La información obtenida a mayo del 2018, se considera terminar el segundo trimestre del año con 24,7% de crecimiento en ventas, además el porcentaje de costos sobre ventas se mantiene y es algo notorio en el periodo analizado a razón de la estabilidad en el precio internacional de las materias primas (papel y derivados) y la integración comercial con el molino de SURPAPEL CORP (empresa relacionada parte del Holding SURPAPEL) que le permiten a la compañía mantener un costo de ventas estable que oscila entre el 85% y 88% de las ventas anuales. El 64% de las ventas en promedio de PROCARSA se concentran en el sector exportador, principalmente bananero. El 32% 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. Históricamente, 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. Ya para el año 2017 muestra un crecimiento del 17% en ventas, a comparación del 2016, 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%.

Gráfico 2: Ventas Proyectadas En Miles US\$

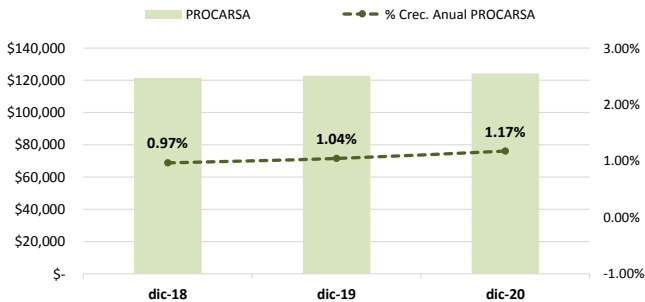


Gráfico 2, Ventas proyectadas: Para los años siguientes, si bien aún se prevé que el mercado bananero no alcance los niveles obtenidos en los años previos (especialmente 2013-2014), siendo uno de sus principales clientes DOLE, se presupuesta que la "guerra de precios" tuvo su mayor impacto en el 2017, 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. 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.

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

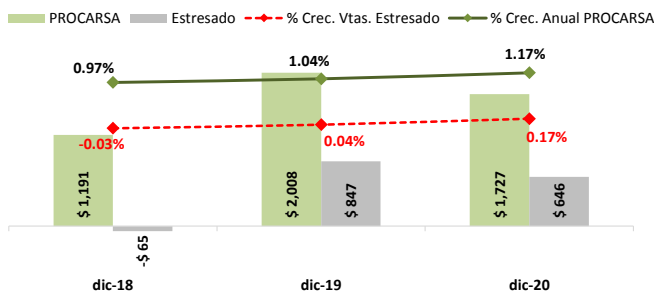


Gráfico 3, Escenario estrés y flujos proyectados: Los flujos proyectados sufren ligeras variaciones y se mantendrán estables en el periodo analizado con ligeros incrementos. En el 2018 y 2019 existen pequeñas adquisiciones no representativas y amortización de pasivos financieros que se financian con 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 los días de rotación tanto de inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar se deterioró en un día. Bajo este nuevo esquema, para el 2018 necesitara de financiamiento externo en pequeña proporción, para el 2019 en adelante, los flujos siguen siendo positivos y no se requiere de financiamiento adicional, reflejando de esta manera la óptima capacidad de repago de las obligaciones contraídas por la compañía y evidenciando la excelente capacidad de generación de flujo.

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

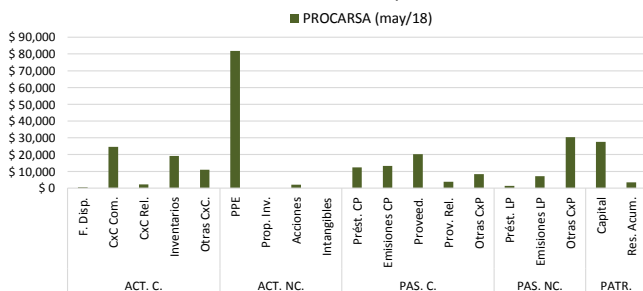


Gráfico 4, Estructura del balance: Las cuentas más representativas del activo corriente son cuentas por cobrar e inventarios. Las cuentas por cobrar a relacionadas son representativas en el activo corriente, pero se han ido pagando progresivamente. Históricamente el inventario tiene una tendencia decreciente 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, pero ya para el año 2017 incrementa un 11% a comparación del 2016. En activo no corriente la cuenta más importante es Propiedad, Planta y Equipo, a razón del giro del negocio, 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, por lo que representa el 60% del total de activos a mayo del 2018. 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 60% de la deuda total al de mayo 2018, 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 32% a mayo del 2018.

Gráfico 5: Indicadores de rotación

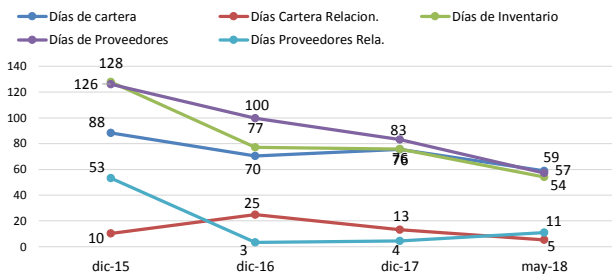


Gráfico 5, Indicadores de rotación: El pago a proveedores en el periodo analizado muestra un claro decrecimiento pasando de 126 días en 2015 a 83 días a 2017 y ya para mayo de 2018 disminuye a 57 días, similar al comportamiento de la cartera comercial y a la rotación de inventario, resultado del comportamiento de los ingresos de la compañía. En 2016 se observa una distorsión en la rotación de inventarios por el ajuste contable explicado en el gráfico 4. Se debe tomar en cuenta que, si bien en los análisis a finales de cada año se puede notar una mejoría, en el corte interanual se observa un deterioro de la cartera vencida a más de 360 días, lo que sugiere la toma de acción inmediata por parte de la empresa para fortalecer la gestión de cobranza y evitar un mayor riesgo de incobrabilidad. En cuanto a los relacionados, tanto la cartera como el pago de proveedores no muestra ni mantienen grandes cambios.

Gráfico 6: Indicadores de Rentabilidad

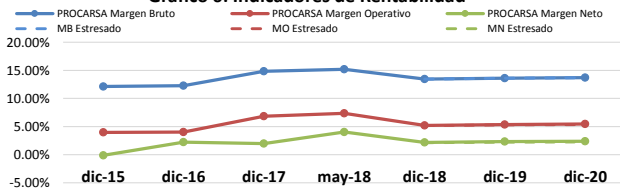


Gráfico 6, Indicadores de rentabilidad: A mayo del 2018, se muestra una mejora a nivel de todos los márgenes por los mayores ingresos de la compañía, este comportamiento viene de 2017 que, por la disminución de los costos de producción, y el crecimiento de los ingresos, se mostró un incremento en los mismos 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 (may/18)	15.19%	7.36%	4.03%	9.58%

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

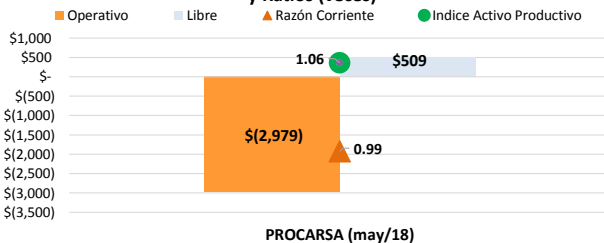


Gráfico 7, Flujo de caja libre y ratios: A mayo del año 2018, se tiene un flujo operativo negativo, resultado de un gran pago a proveedores, pago de impuestos, entre los más importantes, sin embargo, la caja final es de USD 509 miles. El indicador de productividad ha tenido tendencia decreciente desde el año 2014, en 2016 cuenta con 0.77, a pesar de esto ya para mayo del 2018 alcanza el 1.06, lo cual revela que la compañía ha realizado una correcta 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 se mantiene en la unidad, demostrando que la compañía puede cumplir con sus obligaciones financieras, deudas o pasivos a corto plazo.

Gráfico 8: Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio)

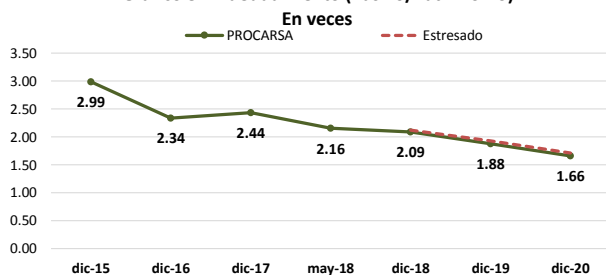


Gráfico 8, Endeudamiento: El indicador revela una política de financiamiento que privilegia el uso de fuentes externas, pero de igual forma logra mantenerse en un rango estable en el periodo analizado y con tendencia ligeramente decreciente. Para el año 2017 se muestra un ligero incremento a razón de 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

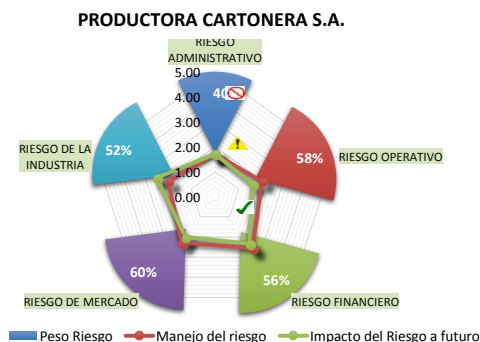


Gráfico 9, Percepción de riesgo: Este gráfico muestra en tres escalas nuestra percepción del riesgo. El tamaño de los pasteles representa la importancia que tiene ese riesgo para la empresa, la línea roja representa cómo se ha manejado cada riesgo en el pasado en una escala sobre cinco puntos y la línea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

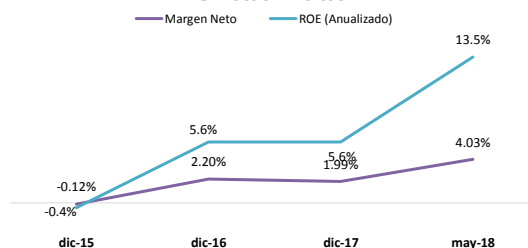
Sobre la emisión

Emisor	PRODUCTORA CARTONERA S.A.				Objeto de la emisión:	100% Capital de Trabajo		
Monto Emisión (miles US\$)	3,000.00 (A)	5,000.00 (A)	6,200.00 (A)	800.00 (A)	Calificadora / Calificación:	CLASS / AA	F. Comité:	09/04/18
Plazo de la Emisión:	180 días	270 días	330 días	359 días	Calificación vigente:	AA	Fecha de Revisión:	09/04/18
Rendimiento	6.00%	6.25%	6.50%	7.00%	Estructurador/Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A.		
Amortización de Capital:	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Vencimiento	Vencimiento	Rep. Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandiz & Asociados S.A.		
Pago de intereses:	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	Garantía:	General		
Tipo de emisión:	IV Papel Comercial				Agente Pagador:	DCV - BCE		
Resguardos adicionales:	1) Pasivo Financiero / Patrimonio =< 2) Pasivo Total / Patrimonio =< 3) Cuentas por cobrar relacionadas / Patrimonio < 10%							

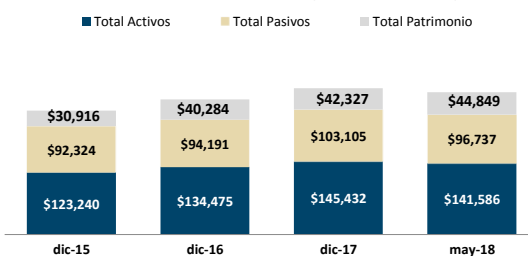
Estados Financieros

Balance General	dic-15	dic-16	dic-17	may-18
Miles de US\$	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
Efectivo y equivalentes	\$1,200	\$749	\$746	\$509
CxC Comerciales	\$29,035	\$20,144	\$25,259	\$24,532
CxC Relacionadas	\$3,408	\$7,132	\$4,437	\$2,203
Inventarios	\$36,948	\$19,357	\$21,545	\$19,120
Gastos anticipados	\$3,066	\$6,154	\$1,649	\$1,374
Otros activos corrientes	\$11,546	\$5,180	\$7,152	\$9,523
Activo Corriente	\$85,203	\$58,716	\$60,788	\$57,260
Activo fijo	\$36,561	\$74,104	\$82,667	\$81,768
Propiedades de Inversión	\$0	\$0	\$0	\$0
Inversiones en acciones	\$1,300	\$1,300	\$1,301	\$2,001
Intangibles	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras CxC largo plazo	\$176	\$355	\$677	\$557
Activo Largo Plazo	\$38,037	\$75,759	\$84,645	\$84,326
Total Activos	\$123,240	\$134,475	\$145,432	\$141,586
Préstamos	\$10,408	\$10,576	\$11,290	\$12,302
Emisiones propias CP y PC	\$14,981	\$12,628	\$16,135	\$13,208
Proveedores	\$36,434	\$25,046	\$23,642	\$20,203
Proveedores Relacionados	\$15,371	\$835	\$1,260	\$3,877
Otras CxP	\$3,436	\$8,822	\$8,384	\$8,313
Pasivo Corriente	\$80,630	\$57,906	\$60,711	\$57,903
Oblig. Financieras	\$2,860	\$4,215	\$1,274	\$1,274
Emisiones propias LP	\$3,781	\$1,200	\$1,250	\$7,125
Otras CxP largo plazo	\$5,053	\$30,870	\$9,870	\$30,436
Pasivo no corriente	\$11,694	\$36,285	\$42,394	\$38,834
Total Pasivos	\$92,324	\$94,191	\$103,105	\$96,737
Capital Social	\$27,559	\$27,559	\$27,559	\$27,559
Resultados Acumulados	\$1,521	\$9,932	\$11,266	\$13,788
Reservas, aportes y otros	\$1,836	\$2,792	\$3,502	\$3,502
Total Patrimonio	\$30,916	\$40,284	\$42,327	\$44,849

Miles de US\$	dic-15	dic-16	dic-17	may-18
Pérdidas y Ganancias	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
Ventas	\$118,412	\$103,074	\$120,385	\$62,535
Costo de Ventas	\$104,048	\$90,437	\$102,510	\$53,038
% sobre Ventas	87.87%	87.74%	85.15%	84.81%
Utilidad Bruta	\$14,364	\$12,637	\$17,875	\$9,497
Margen Bruto	12.13%	12.26%	14.85%	15.19%
Gastos de Venta	\$0	\$4,598	\$5,258	\$2,886
Gasto Administrativo	\$9,674	\$3,881	\$4,375	\$2,010
Gastos Operativos	\$9,674	\$8,478	\$9,634	\$4,896
% de Ventas	8.17%	8.23%	8.00%	7.83%
Utilidad Operativa	\$4,690	\$4,159	\$8,242	\$4,601
Margen Operativo	3.96%	4.03%	6.85%	7.36%
Gastos Financieros	(\$3,007)	(\$2,700)	(\$3,845)	(\$1,930)
% de Ventas	2.54%	2.62%	3.19%	3.09%
Otros Gastos / Ingresos	(\$616)	\$2,514	(\$350)	(\$149)
Impuesto a la Renta	\$1,205	\$1,701	\$1,656	\$0
Utilidad Neta	(\$138)	\$2,272	\$2,390	\$2,522
Margen Neto	-0.12%	2.20%	1.99%	4.03%
EBITDA (Anualizado)	\$6,327	\$6,931	\$11,205	\$14,374
Margen EBITDA	5.34%	6.72%	9.31%	9.58%

Rentabilidad

Indicadores Financieros

	dic-15	dic-16	dic-17	may-18
TACC Ventas	8.22%			
TACC Costo de Ventas	6.95%			
Razón Corriente	1.1	1.0	1.0	1.0
Prueba Ácida	0.60	0.68	0.65	0.66
Pasivo/Activo	0.75	0.70	0.71	0.68
Pasivo/Patrimonio	2.99	2.34	2.44	2.16
EBITDA/Pasivo Finan.	0.20	0.24	0.37	0.42
ROE (Anualizado)	-0.4%	5.6%	5.6%	13.5%
ROA (Anualizado)	-0.1%	1.7%	1.6%	4.3%
Días de cartera	88	70	76	59
Días Cartera Relacion.	10	25	13	5
Días de Inventario	128	77	76	54
Días de Proveedores	126	100	83	57
Días Proveedores Rela.	53	3	4	11
Flujo Operativo	-\$2,757	\$1,875	\$11,190	-\$2,979
Flujo Final de Caja	\$1,200	\$749	\$746	\$509

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. Queda prohibida la reproducción parcial o total de este informe, sin la autorización expresa de Mercapital Casa de Valores S.A. Todos los Derechos reservados.