

Papel y Productos  
Forestales  
Venezuela  
Análisis de Crédito

## Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

### Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	AA-(ven)
Nacional de Corto Plazo	F-1(ven)
Emisión OQ-2007-I	A2

### Información Financiera

(M VEF)	3M	
	31/03/11*	31/12/10
Ventas Netas	468.510	1.362.045
EBITDA	79.483	185.456
FGO	90.414	48.596
Deuda Total	427.412	271.808
EBITDA/Gastos Fin.	4,8x	4,2x
Deuda Total/EBITDA**	1,3x	1,5x

\*Bolívares constantes de marzo de 2011.

\*\*Anualizado a fines comparativos.

### Analistas

José Luis Rivas  
+58 212 2863232  
[joseluis.rivas@fitchratings.com](mailto:joseluis.rivas@fitchratings.com)

Julio Ugueto  
+58 212 2863844  
[julio.ugueto@fitchratings.com](mailto:julio.ugueto@fitchratings.com)

### Reportes Relacionados

- *Corporate Rating Methodology (August 16, 2010)*
- *National Ratings Criteria (January 19, 2011)*

### Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a MANPA reflejan las dificultades operativas que ha enfrentado la empresa como consecuencia de un entorno económico adverso, caracterizado por elevadas presiones regulatorias en materia cambiaria que han impedido la obtención oportuna de divisas para la importación de materia prima que propiciaron durante 2010 diversas paradas no programadas de las plantas, impactando la rentabilidad, la generación de flujo de caja operativo, el apalancamiento y la cobertura de intereses. Por su parte, el sostenimiento de una política agresiva de dividendos en un contexto de menor generación de caja impone presiones adicionales sobre la liquidez de la empresa.
- Durante 2010 el EBITDA de la empresa se redujo en 26%, bajando su margen a 13,6% nivel significativamente menor al registrado en 2009 (23,2%). La relación de EBITDA a servicio de deuda bajó a 0,7 veces, nivel inferior al registrado en ejercicios recientes (1,3 veces en 2009 y 3,0 veces en 2008). Por su parte, el apalancamiento se ubicó en 1,5 veces (0,7 veces al cierre de 2009). El menor EBITDA aunado a un mayor nivel de endeudamiento, impactó la cobertura de intereses, la cual se ubicó en 4,2 veces al cierre de 2010 (7,5 veces al cierre de 2009). Durante el primer trimestre de 2011 el margen EBITDA se ubicó en 17%, el apalancamiento en 1,3 veces y la cobertura de intereses en 4,8 veces.
- Para 2011 la gerencia de la empresa anticipa menores presiones sobre los márgenes de rentabilidad y sobre el flujo de caja operativo, dadas las ventajas de costo que derivan de la aprobación de las divisas para la importación de la materia prima requerida para el primer semestre de 2011 al tipo de cambio oficial de 2010 (2,6 Bs./US\$). Fitch considera que dichas ventajas pudieran diluirse ante nuevos atrasos en el proceso de aprobación de divisas para suplir los requerimientos del segundo semestre de 2011 o ante el incremento de costos operativos asociados a la negociación de nuevos contratos laborales.
- La actual estrategia de MANPA estará dirigida a garantizar su operatividad en medio de un contexto de mayores presiones regulatorias y competitivas, no previéndose importantes inversiones de capital que pudieran ejercer presiones adicionales sobre sus indicadores de liquidez, los cuales sin embargo resultarían favorecidos ante una política de dividendos más conservadora.

### Elementos Clave de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas podrían ser afectadas por un importante aumento de los indicadores de apalancamiento reflejo de la reducción del flujo de caja operativo afectado por el entorno económico recesivo, por la adopción de un perfil financiero más agresivo o por mayores presiones regulatorias.

### Estructura de Capital y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2010 la deuda financiera de MANPA asciende a Bs. 272 millones, manteniendo un ajustado perfil de vencimiento, donde el 80% presenta vencimiento de corto plazo y el restante 20% presenta vencimiento entre 2 y 3 años.

## Resumen Financiero - Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

(bolivares fuertes, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	API*		Histórico				
	3M Mar-11	3M Mar-10	2010	2009	2008	2007	2006
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	79.483.901	79.214.396	185.454.833	250.677.811	233.001.552	74.703.285	57.398.226
EBITDAR Operativo	79.483.901	79.214.396	185.454.833	250.677.811	233.001.552	74.703.285	57.398.226
Margen de EBITDA	17,00	19,30	13,60	23,20	27,20	13,80	13,20
Margen de EBITDAR	17,00	19,30	13,60	23,20	27,20	13,80	13,20
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,80	10,00	15,40	35,60	44,50	16,70	15,30
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,30)	(1,80)	(4,90)	(8,20)	(0,50)	(4,30)	2,30
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	50,40	70,80	31,70	41,20	40,80	11,60	7,50
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,50	8,50	2,10	7,50	10,80	9,30	10,30
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	4,80	7,70	4,20	9,50	11,00	10,20	8,90
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,80	7,70	4,20	9,50	11,00	10,20	8,90
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,76	0,85	0,70	1,30	3,00	2,20	1,00
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,76	0,85	0,70	1,30	3,00	2,20	1,00
FGO / Cargos Fijos	6,50	8,50	2,10	7,50	10,80	9,30	10,30
FFL / Servicio de Deuda	(0,12)	0,03	(0,10)	(0,30)	0,20	(0,50)	0,30
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,34	0,44	0,20	(0,10)	0,80	(0,10)	0,70
FGO / Inversiones de Capital	(9,60)	0,20	3,10	11,80	14,00	10,70	25,90
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	1,00	0,99	2,90	0,90	0,40	0,90	0,70
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,34	1,10	1,50	0,70	0,40	0,80	0,90
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,74	0,61	1,00	0,60	0,20	0,70	0,40
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,34	1,10	1,50	0,70	0,40	0,80	0,90
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,74	0,61	1,00	0,60	0,20	0,70	0,40
Costo de Financiamiento Implícito (%)	15,47	11,88	19,50	19,30	27,30	13,30	13,00
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,80	1,00	0,80	0,90	0,60	0,40	1,00
<b>Balance</b>							
Total Activos	1.212.776.049	1.171.413.263	914.814.613	796.242.159	708.856.659	617.801.933	615.102.632
Caja e Inversiones Corrientes	192.482.245	154.874.827	78.248.844	38.126.528	42.443.174	11.289.947	24.109.486
Deuda Corto Plazo	350.206.361	331.944.715	218.418.153	162.419.076	56.801.894	26.180.781	49.566.291
Deuda Largo Plazo	77.205.462	16.450.560	53.390.161	17.580.000	37.410.000	34.200.000	-
Deuda Total	427.411.823	348.395.275	271.808.314	179.999.076	94.211.894	60.380.781	49.566.291
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	427.411.823	348.395.275	271.808.314	179.999.076	94.211.894	60.380.781	49.566.291
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	427.411.823	348.395.275	271.808.314	179.999.076	94.211.894	60.380.781	49.566.291
Total Patrimonio	408.820.977	533.085.657	331.336.518	373.945.623	417.162.342	351.500.427	386.660.839
Total Capital Ajustado	836.232.800	881.480.932	603.144.832	553.944.699	511.374.236	411.881.208	436.227.130
<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	90.414.506	77.546.264	48.595.728	170.955.143	206.267.705	61.264.716	60.325.617
Variación del Capital de Trabajo	(112.893.777)	(75.519.424)	29.938.206	(43.594.367)	(68.682.516)	(32.061.597)	13.881.093
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(22.479.271)	2.026.840	78.533.934	127.360.776	137.585.189	29.203.119,0	74.206.710,0
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(2.346.809)	(9.490.754)	(25.090.726)	(10.751.172)	(9.844.093)	(2.720.480)	(2.865.327)
Dividendos	(4.524.204)	(91.668)	(120.619.544)	(205.737.884)	(131.971.117)	(49.471.505)	(61.558.808)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(29.350.284)	(7.555.582)	(67.176.336)	(89.128.280)	(4.230.021)	(22.988.866)	9.782.575
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	172.444	1.001	766.441	41.265	8.241.612
Otras Inversiones, Neto	35.206	201.510	17.710.008	(1.004.729)	796.667	9.211	1.775.485
Variación Neta de Deuda	139.284.567	114.400.699	89.450.357	85.787.182	33.831.113	10.196.039	(419.501)
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-	14.311	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	-	-	-	-
Variación de Caja	109.969.489	107.046.627	40.156.473	(4.344.826)	31.164.200	(12.728.040)	19.380.171
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	468.509.769	409.802.058	1.362.045.048	1.081.152.054	856.634.558	540.737.010	433.653.930
Variación de Ventas (%)	14,3	-	26,0	26,2	58,4	24,7	15,6
EBIT Operativo	74.394.762	73.366.951	166.910.696	233.163.816	215.064.184	56.490.389	36.838.793
Intereses Financieros Brutos	16.534.869	10.344.015	44.054.555	26.474.199	21.127.299	7.338.490,0	6.480.701,0
Alquileres	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	59.549.031	47.058.066	111.772.544	162.947.379	156.670.447	42.893.177	30.222.960

\*Estados Financieros Ajustados por Inflación Preparados según Normas para la Elaboración de los Estados Financieros de las Entidades Sometidas al Control de la CNV (ahora SUNAVAL).

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

<b>Tipo de Emisión:</b>	Obligaciones Quirografarias
<b>Número de la Emisión:</b>	OQ-2007-I
<b>Riesgo:</b>	A2
<b>Categoría A</b>	Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
<b>Subcategoría A2</b>	Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión. Su capacidad de pago, tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los 180 días contados a partir de la fecha del presente dictamen o cuando FITCH Venezuela tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Monto de la Emisión:</b>	Bs. 50 millones
<b>Rendimiento de la Emisión:</b>	Fijado al momento de cada emisión
<b>Plazo de la Emisión:</b>	Cuatro (4) años.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	La emisión fue aprobada en la Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el 27 de abril de 2007.
<b>Información Procesada:</b>	Estados Financieros auditados para el período 2006-2010 e interinos al 31 de marzo de 2011.
<b>Informes Relacionados:</b>	Para más información ver <a href="http://www.fitchvenezuela.com">www.fitchvenezuela.com</a>

FITCH Venezuela ratifica la calificación de riesgo de la emisión de Obligaciones Quirografarias OQ-2007-I hasta por el monto de 50 millones de bolívares de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. en la categoría "A2". La calificación asignada refleja las dificultades operativas que ha enfrentado la empresa como consecuencia de un entorno económico adverso, caracterizado por elevadas presiones regulatorias en materia cambiaria que han impedido la obtención oportuna de divisas para la importación de materia prima, que propiciaron durante 2010 diversas paradas no programadas de las plantas, impactando la rentabilidad, la generación de flujo de caja operativo, el apalancamiento y la cobertura de intereses. Por su parte, el sostenimiento de una política agresiva de dividendos en un contexto de menor generación de caja impone presiones adicionales sobre la liquidez de la empresa.

Durante 2010 el EBITDA de la empresa en términos nominales se redujo 26%, al pasar de Bs. 250,7 MM en 2009 a Bs. 185,5 MM en 2010, lo que implicó una caída margen EBITDA a 13,6% nivel significativamente menor al registrado en 2009 (23,2%). La relación de EBITDA a servicio de deuda bajó a 0,7 veces, nivel inferior al registrado en ejercicios recientes (1,3 veces en 2009 y 3,0 veces en 2008). Por su parte, el apalancamiento se ubicó en 1,5 veces (0,7 veces al cierre de 2009). El menor EBITDA aunado a un mayor nivel de endeudamiento, impactó la cobertura de intereses, la cual se ubicó en 4,2

veces al cierre de 2010 (7,5 veces al cierre de 2009). Durante el primer trimestre de 2011 el margen EBITDA se ubicó en 17%, el apalancamiento en 1,3 veces y la cobertura de intereses en 4,8 veces.

Para 2011 la gerencia de la empresa anticipa menores presiones sobre los márgenes de rentabilidad y sobre el flujo de caja operativo, dado que la empresa cuenta con materia prima a bajo costo para suplir la demanda del primer semestre de 2011, producto de la aprobación de divisas para su importación al tipo de cambio oficial de 2010 (2,6 Bs./US\$). Fitch considera que dichas ventajas pudieran diluirse ante nuevos atrasos en el proceso de aprobación de divisas para suplir los requerimientos del segundo semestre de 2011 o ante el incremento de costos operativos asociados a la negociación de nuevos contratos laborales.

La actual estrategia de MANPA estará dirigida a garantizar su operatividad en medio de un contexto de mayores presiones regulatorias y competitivas, no previéndose importantes inversiones de capital que pudieran ejercer presiones adicionales sobre sus indicadores de liquidez, los cuales sin embargo resultarían favorecidos ante una política de dividendos más conservadora.

La empresa Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. fundada en el año 1950, dedicándose a la producción y conversión de papel tissue, para empaques y embalajes, imprimir y escribir, así como artículos escolares, principalmente al mercado local.