

Corporativo/Venezuela Análisis de Riesgo

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

Ratings

Calificación Emisor	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-1(ven)	F-1(ven)	Ago-07
Largo Plazo	AA-(ven)	AA-(ven)	Ago-07
PC 2006-I	A1	A2	Ago-07

NC – No calificado anteriormente.

Analistas

Jorge Yanes
(58 212) 286 32 32
jorge.yanes@fitchvenezuela.com

Hilario Ramírez
(58 212) 286 38 44
hilario.ramirez@fitchvenezuela.com

Perfil

La empresa Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. fundada en el año 1950, se dedica a la producción y conversión de papel tissue, para empaques y embalajes, imprimir y escribir, así como artículos escolares, principalmente al mercado local, siendo que exporta una mínima parte de su producción hacia las Islas el Caribe y Centroamérica.

Fortalezas y Oportunidades

- Sólido posicionamiento de mercado
- Elevados niveles de flujo de caja
- Apalancamiento conservador
- Niveles adecuados de liquidez

Debilidades y Amenazas

- Controles sobre productos comercializados
- Reducción del margen EBITDA
- Volatilidad del ambiente operativo en Venezuela

Fundamentos

Las calificaciones asignadas a MANPA reflejan su sólido posicionamiento de mercado, los elevados niveles de flujo de caja, su apalancamiento conservador y los adecuados indicadores de liquidez. Adicionalmente éstas tomaron en consideración los controles de precios sobre productos comercializados, la reducción del margen EBITDA y la volatilidad del entorno operativo en Venezuela.

MANPA ha mantenido una sólida posición de mercado a nivel nacional en su segmento más importante (higiénicos), alcanzando actualmente, de acuerdo a información de la gerencia, una participación de 38%. Este posicionamiento de mercado es consecuencia de las inversiones efectuadas en planta a fin de realizar las mejoras tecnológicas necesarias para obtener productos competitivos, así como de la amplia red de distribución que posee a nivel nacional. Dentro del sector de imprimir y escribir, así como de empaque y embalaje, la empresa constituye el principal fabricante de productos de estos segmentos, siendo que su participación de mercado se ha visto desfavorecida en los últimos años por el ingreso de productos importados. No obstante, Por su parte, en el año 2006, el considerable crecimiento de la actividad económica y mayores restricciones para el acceso de divisas que limitó las importaciones de productos de papel, favoreció el volumen de ventas de MANPA, siendo que este aumentó en 10% con relación al año 2005.

MANPA mantiene conservadores indicadores de apalancamiento y cobertura de deuda a pesar de que estos indicadores desmejoraron en el año 2006. No obstante de que la empresa mantiene una adecuada generación de caja para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, el descenso del EBITDA durante el año 2006 produjo leve incremento de la relación deuda total ajustada a EBITDA que alcanzó 0,9 veces. Por su parte, la cobertura de gastos financieros se ubicó en 11 veces, disminuyendo respecto al año 2005, asociado al mayor costo financiero implícito y la disminución del EBITDA. No obstante la concentración de la deuda financiera en el corto plazo, MANPA mantiene adecuados indicadores de liquidez. Al cierre de diciembre de 2006, la relación de caja y valores líquidos a deuda financiera a corto plazo, alcanzó un valor de 0,5 veces, mientras que el índice de EBITDA a gastos financieros y deuda a corto plazo, se situó en 1,1 veces.

Las operaciones de MANPA durante los primeros 3MAF07, culminado el 31 de marzo de 2007, estuvieron enmarcadas por un favorable ambiente operativo, por efecto del incremento del gasto público y del consumo privado, así como por la menor oferta de productos importados (ver Operaciones). De esta forma, los ingresos de MANPA registraron un aumento de 22% con relación al mismo período del año anterior. Por su parte, las mejoras operativas compensaron el incremento de los costos laborales y de materia prima, resultando en la estabilidad del margen EBITDA en 13%.

Vale destacar que el perfil financiero de MANPA continua siendo sólido, no obstante su exposición a los ciclos del mercado de papel a nivel internacional, el impacto de los controles de precios en una porción de sus productos y la política de dividendos registrada en los últimos años, determinando una adecuada flexibilidad que harían prever que los indicadores de apalancamiento y cobertura se mantendrían en niveles consonos con las calificaciones otorgadas.

Agosto 2007

"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."

www.fitchvenezuela.com

▪ Perfil

Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. fue 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, siendo que una parte de su producción se destina hacia las Islas el Caribe y Centroamérica.

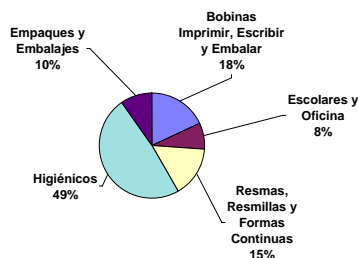
La empresa pertenece mayoritariamente a un grupo empresarial con actividades industriales en Venezuela desde principios del siglo XX, siendo que en la actualidad mantiene adicionalmente operaciones en el sector de ventas no reguladas de energía eléctrica. Las acciones de la empresa están inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas y cotiza ADR's en el mercado OTC.

Presentación de Cuentas: se consideraron los estados financieros auditados por la firma Lara Marambio y Asociados (Deloitte) presentados en base a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), luego de la adopción anticipada de los referidos principios contables, de acuerdo a las resoluciones N° 157-2004 y 177-2005 emitidas por la Comisión Nacional de Valores. Estos estados financieros no incorporan el efecto de la inflación tal como es realizado por otros emisores venezolanos.

▪ Operaciones

MANPA constituye actualmente una empresa fabricante de papel y productos derivados con un elevado grado de integración, ya que sus operaciones se componen principalmente de: a) Producción de materia prima (pulpa) a través del procesamiento de fibras recicladas; b) Manufactura de bobinas de papel y c) Conversión de papel, fundamentalmente papel para empaques y embalajes, resmas, resmillas y formas continuas, higiénicos, así como, productos escolares y de oficina.

Gráfico N° 1
Ingresos por División (Bolívares)
Año 2006

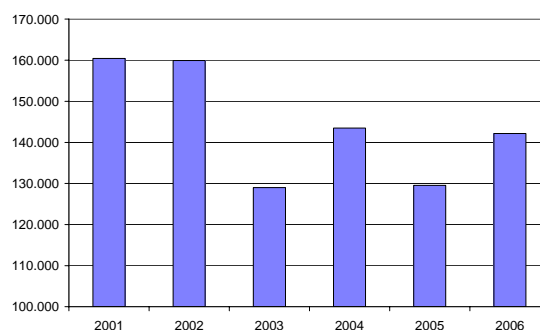


Dentro de su estructura integrada de producción, MANPA

posee una planta para la manufactura de pasta destintada (pulpa) utilizada como materia prima en los procesos de elaboración de papel. La planta cuenta con una capacidad anual de producción de 38.400 Tm, supliendo parte de las necesidades de materia prima de la empresa. Esta planta utiliza fibras recicladas tanto nacionales como importadas, destacando que estas últimas son provistas por una empresa afiliada ubicada en los Estados Unidos de América.

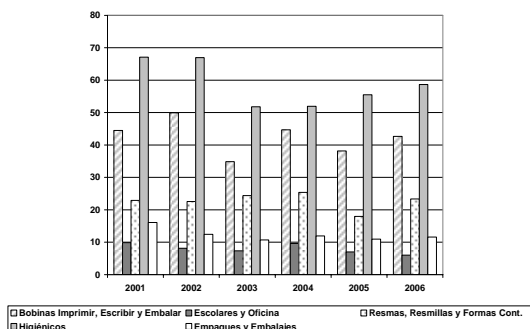
Tomando en cuenta la distribución de las ventas, una porción significativa de las mismas la constituye productos terminados con mayor valor agregado, siendo que sólo una quinta parte corresponde a bobinas de papel destinadas a otras empresas convertidoras fabricantes de papel para imprimir y escribir, así como para empaques y embalajes.

Gráfico N° 2
Volumen de Ventas (TM)



El volumen de ventas de la empresa ha registrado un comportamiento errático durante los últimos 5 años, destacando el importante descenso observado durante el año 2003 por la caída de los niveles de actividad económica (-8%). Aún cuando durante el año 2004 el nivel de ventas en TM reflejó una tendencia creciente por el aumento del Producto Interno Bruto real asociado al mayor gasto público interno, para el último año, la menor devaluación del bolívar favoreció los precios relativos de los productos importados. Lo anterior ocasionó que en el año 2005 el volumen de ventas registrara un descenso de 10% con relación al año anterior. No obstante, este comportamiento no fue uniforme en todos los segmentos de productos de MANPA. Por su parte, en el año 2006, el considerable crecimiento de la actividad económica y mayores restricciones para el acceso de divisas que limitó las importaciones de productos de papel, favoreció el volumen de ventas de MANPA, siendo que este se recuperó en 10% con relación al año 2005.

Gráfico N° 3
Ventas por Segmento (MTM)



Debe destacarse en primer lugar el segmento de higiénicos, conformado por las servilletas, faciales, toallas e higiénicos. Este segmento representó en promedio el 41% del volumen de ventas en los últimos 5 años, constituyendo el principal segmento de negocios de MANPA ya que representó el 57% del EBITDA generado por la empresa en el año 2006. Estos productos gozan de una menor sensibilidad ante cambios en los niveles de actividad económica, dada su condición de productos de consumo masivo, siendo que la tendencia de las ventas está muy relacionada al crecimiento poblacional, principalmente en el caso de los higiénicos. Durante el año 2006, el volumen del segmento se ubicó en 58.643 TM, registrando un crecimiento de 6% respecto al año anterior.

La distribución es fundamental para el desempeño de las ventas de este segmento, siendo que la empresa cuenta con distribuidores independientes exclusivos para cubrir los diversos puntos de ventas de estos productos a nivel nacional. Ello ha determinado una relativa concentración de las ventas a nivel de distribuidor, siendo que esto es parcialmente mitigado por la antigüedad de la relación comercial ya que este canal no es controlado por la empresa, siendo que a nivel de cliente final los ingresos se encuentran atomizados. Por otro lado, la empresa vende directamente una reducida porción de sus productos a hipermercados y algunas cadenas de supermercados.

Durante los primeros 3MAF07, culminados el 31 de marzo de 2007, luego del elevado dinamismo que ha registrado la actividad económica interna en los últimos 18 meses el volumen de ventas del segmento se ha mantenido estable con relación al mismo período del año anterior, para alcanzar 15.147 TM.

Por otro lado, el segmento de bobinas para imprimir, escribir y embalar, constituye el segundo en importancia dentro del volumen de ventas, representando el 29% en promedio para los últimos 5 años, aún cuando representa un quinto de los ingresos de la compañía, producto de sus menores niveles de valor agregado respecto a los otros

productos. En este caso, MANPA elabora un producto intermedio utilizado como materia prima por las empresas convertidoras fabricantes de cuadernos, bolsas, sacos y resmas de papel, principalmente. Las ventas de estos productos reflejan una mayor sensibilidad frente a las variaciones en el producto interno bruto real. No obstante, la evolución del tipo de cambio y su efecto en la competitividad de los productos nacionales respecto a los importados, es un factor determinante en las ventas de las empresas convertidoras y por ende en el volumen despachado de bobinas por parte de MANPA. En este sentido, se observa que durante el año 2002, período donde se registró una significativa devaluación del bolívar, las ventas de estos productos reflejaron una tendencia creciente a pesar del descenso de la actividad económica interna. Por su parte, durante el año 2006, año en el cual en tipo de cambio se mantuvo estable, las ventas de bobinas se incrementaron en 12%, en un contexto de una coyuntura económica favorable. Lo anterior fue determinado por la restricción en el ingreso de productos importados por parte de intermediarios internacionales en Venezuela debido a mayores limitaciones al acceso a las divisas.

Esta situación ha favorecido el volumen de ventas de productos terminados de los segmentos de resmas, resmillas y formas continuas; así como de empaques y embalajes, aún cuando las unidades vendidas de productos escolares y oficina ha mermado por el impacto de la sobrevaluación en las exportaciones de este segmento.

Durante los primeros 3MAF07, la promulgación en el mes de diciembre de 2006 de regulaciones destinadas a proteger la producción nacional y restringir las importaciones, ha reducido la competencia de productos importados en el mercado local. Lo anterior se reflejó en el aumento de las ventas de bobinas y de productos terminados, con relación al mismo período del año 2006 (11% y 14%, respectivamente).

Las exportaciones han representado una reducida porción de las ventas de la compañía (6% para el año 2006) y están constituidas fundamentalmente por las ventas de productos del segmento de higiénicos en el mercado del caribe realizadas a través de una filial ubicada en Trinidad y Tobago. Asimismo, MANPA vende productos escolares en el mercado centroamericano a través de una afiliada ubicada en Costa Rica.

MANPA posee diversas licencias para la utilización de imágenes de personajes con gran arraigo en el público infantil y juvenil, incrementando la competitividad de los productos escolares. Estas licencias son negociadas con reducida periodicidad.

El principal insumo utilizado por MANPA lo representa la pulpa, cuyos requerimientos son cubiertos parcialmente por su propia planta procesadora de fibras recicladas. Sin embargo, la mayor parte de sus necesidades de materia prima son provistas por empresas del exterior, localizadas principalmente en países suramericanos, lo cual le permite aprovechar las ventajas otorgadas por convenios internacionales como ALADI (ver *Aspectos Regulatorios*),

siendo que la empresa mantiene favorables y amplias relaciones comerciales con sus proveedores.

▪ Estrategia y Posición Competitiva

MANPA ha mantenido una sólida posición de mercado a nivel nacional en su segmento más importante (higiénicos), alcanzando actualmente de acuerdo a información de la gerencia, una participación de 38%, destacando como líder en este segmento a la empresa Papeles Venezolanos, C.A. (Grupo Kruger). Este posicionamiento de mercado es consecuencia de las inversiones efectuadas en planta a fin de realizar las mejoras tecnológicas necesarias para obtener productos competitivos, así como de la amplia red de distribución que posee a nivel nacional.

Dentro del sector de imprimir y escribir, MANPA mantiene una participación de mercado de 51%, mientras que en el segmento de empaque y embalaje, la empresa constituye el principal fabricante de dichos productos, aún cuando, su participación de mercado se ha visto desfavorecida en los últimos años por el ingreso de productos importados.

Adicionalmente, MANPA se ha enfocado en los períodos más recientes a mejorar su eficiencia en la utilización de la materia prima y compensar la reducción de los márgenes por efecto de los controles de precios y la ligera tendencia creciente en los precios de la pulpa.

Desde el punto de vista financiero, la estrategia de la empresa se orientará a la emisión de títulos de deuda en el mercado de capitales a fin de sustituir pasivos bancarios de mayor costo. Lo anterior tiene como finalidad la reducción de gastos financieros e incrementar la disponibilidad de líneas de crédito bancarias a corto plazo y mantener una mayor flexibilidad en el manejo de su capital de trabajo.

▪ Aspectos Regulatorios

Los productos de papel higiénico (principal segmento de ventas de MANPA) cuentan con regulación de precios por parte de las autoridades. Específicamente, desde el año 2003, como estrategia para reducir las presiones inflacionarias por parte del gobierno, una larga lista de bienes y servicios comercializados en el país está sujeta a regulación de precios, dentro de la cual está el papel higiénico en todas sus clases. No obstante, los fabricantes de estos artículos cuentan con un amplio portafolio de productos, siendo que los bienes sujetos a control no representan una proporción mayoritaria del mismo.

Adicionalmente, por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio (febrero de 2003), limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida, no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela, impone numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal situación podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas venezolanas: a) Inconvenientes en el manejo de

las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

Tomando en cuenta que la mayor parte de los insumos utilizados por MANPA son de origen importado, la empresa ha tomado ciertas medidas para minimizar el impacto del control de cambio impuesto por el Ejecutivo Nacional desde febrero del año 2003, al realizar el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), así como el aprovechar el convenio ALADI para la obtención de divisas para la compra de materia prima (ver *Operaciones*). Aunque en la actualidad el proceso de autorización y liquidación de divisas se está llevando a cabo con fluidez, vale destacar que eventuales retrasos que pudieran suceder en dicho proceso, impediría la obtención oportuna de las divisas requeridas por parte de las empresas venezolanas, lo que eventualmente pudiera derivar en un deterioro operativo de las mismas.

▪ Desempeño Financiero

Durante el AF05, finalizado el 31 de diciembre de 2006, las operaciones de MANPA estuvieron enmarcadas por un ambiente operativo caracterizado por las restricciones regulatorias y el incremento de la actividad económica interna, que determinó el aumento de los ingresos de la compañía. Asimismo, los mayores costos de producción por el aumento de los precios de la materia prima y de la mano de obra, que no pudieron ser compensados por las mejoras alcanzadas a nivel productivo, determinaron el descenso de la utilidad en operaciones antes de depreciación y amortización (EBITDA) hasta 57.398 millones de bolívares, con un margen de 13%, valor inferior al registrado en el año anterior y al promedio registrado por otras empresas papeleras integradas.

MANPA mantiene conservadores indicadores de apalancamiento y cobertura a pesar de que los mismos desmejoraron en el año 2006. No obstante de que la empresa mantiene una adecuada generación de caja para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, el descenso del EBITDA durante el año 2006 produjo leve incremento de la relación deuda total ajustada a EBITDA que alcanzó 0,9 veces. Por su parte, la cobertura de gastos financieros se ubicó en 11 veces, disminuyendo respecto al año 2005, asociado al mayor costo financiero implícito y la disminución del EBITDA.

No obstante la concentración de la deuda financiera en el corto plazo, MANPA mantiene adecuados indicadores de liquidez. Al cierre de diciembre de 2006, la relación de caja y valores líquidos a deuda financiera a corto plazo, alcanzó un valor de 0,5 veces, mientras que el índice de EBITDA a gastos financieros y deuda a corto plazo, se situó en 1,1 veces.

A pesar del pago de dividendos en efectivo, la empresa registra conservadores niveles de capitalización. El indicador de deuda total ajustada a capitalización alcanzó 11% para el año 2006.

▪ Eventos Financieros Recientes

Las operaciones de MANPA durante los primeros 3MAF07, culminado el 31 de marzo de 2007, estuvieron enmarcadas por un favorable ambiente operativo, por efecto del incremento del gasto público y del consumo privado, así como por la menor oferta de productos importados (ver *Operaciones*). De esta forma, los ingresos de MANPA registraron un aumento de 22% con relación al mismo período del año anterior. Por su parte, las mejoras operativas compensaron el incremento de los costos laborales y de materia prima, resultando en la estabilidad del margen EBITDA en 13%.

La mayor generación de caja en operaciones y las reducidas inversiones en planta durante los primeros 6MAF06, permitieron a la empresa reducir la deuda financiera, manteniendo adecuados indicadores de liquidez. A marzo de 2007, la relación de caja y valores líquidos a deuda financiera a corto plazo alcanzó un valor de 0,7 veces, mientras que el índice de EBITDA a gastos financieros y deuda a corto plazo se situó en 1,3 veces.

El descenso de la deuda financiera neta promedio,

ocasionó el aumento de los gastos financieros con relación al mismo período del año 2006. De esta forma, la relación EBITDA a gastos financieros mejoró a 14,9 veces a marzo de 2007, nivel superior al promedio registrado por otros emisores venezolanos. Por su parte, el descenso de la deuda financiera incidió en la mejora del indicador de deuda total ajustada a EBITDA a 0,7 veces, manteniéndose en un nivel conservador.

MANPA durante los primeros 6MAF06 mejoró sus niveles de capitalización. Gracias a la reducción de pasivos financieros con relación al cierre del ejercicio 2006, la relación de deuda total ajustada a capitalización se ubicó en 10%.

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

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 2.150,00 2.150,00 2.150,00 2.150,00 2.150,00 1.920,00

Meses 3 12 6 3 12 6 12
mar-07 dic-06 jun-06 mar-06 dic-05 jun-05 dic-04

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	14,91	10,74	10,72	8,21	15,80	25,98	36,60
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	15,71	10,52	11,08	8,09	13,16	18,58	36,60
Deuda Total Ajustada/EBITDA	0,68	0,86	0,64	0,68	0,79	0,45	0,17
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	0,20	0,45	0,26	0,23	0,54	0,09	-0,07
Deuda Total Ajustada/Capitalización	9,5%	11,4%	8,9%	8,5%	10,6%	6,1%	3,6%

Estado de Resultados

Ingresos	118.468	433.654	201.321	97.036	375.060	176.341	383.153
Cambio (%)	22,1%	15,6%	14,2%	3,5%	-2,1%	-8,0%	N.D.
EBITDA	15.383	57.398	31.242	14.796	62.990	31.885	93.991
Margen EBITDA	13,0%	13,2%	15,5%	15,2%	16,8%	18,1%	24,5%
Depreciación y Amortización	5.677	20.559	11.611	5.677	22.299	10.866	21.584
EBIT	11.030	36.839	19.631	9.119	40.691	21.020	72.407
Gastos Financieros	1.031	5.346	2.914	1.802	3.986	1.227	2.568
Costo Financiero Implícito (%)	9,0%	11,9%	12,9%	16,0%	10,2%	11,0%	N.D.
Utilidad Neta	10.757	30.223	16.479	10.757	35.838	23.909	53.687
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	10,63%	7,60%	7,82%	6,81%	8,37%	11,11%	N.D.

Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	13.910	52.144	30.191	14.541	34.307	17.589	N.D.
Variación en Capital de Trabajo	-56	31.168	16.240	7.188	-38.258	121	N.D.
Flujo de Caja Operativo Neto	13.854	83.311	46.431	21.729	-3.951	17.710	N.D.
Inversión en Activos Fijos	821	-1.174	1.042	-217	-10.541	-9.085	N.D.
Otras Inversiones, netas	0	-2.423	9	0	92	-200	N.D.
Variación Neta de Deuda	-8.973	-5.808	-12.743	-11.596	27.021	14.609	N.D.
Variación Neta de Patrimonio	0	-66.128	-26.747	483	-39.447	-22.997	N.D.
Otros financiamientos netos	0	0	0	0	0	0	N.D.
Variación Neta de Caja	5.703	7.778	7.992	10.399	-26.827	36	N.D.
Flujo de Caja Libre	15.116	82.046	45.610	19.966	10.205	21.693	N.D.

Balance

Caja y Valores Líquidos	29.593	23.890	24.103	26.511	16.112	22.535	22.499
Cuentas por Cobrar	107.719	64.042	106.498	103.095	55.300	86.225	60.558
Activos Totales	601.389	615.103	599.800	602.344	616.350	612.395	586.841
Deuda a Corto Plazo	41.630	49.566	40.189	40.219	49.967	28.448	16.349
Deuda a Largo Plazo	0	0	0	0	0	0	0
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	41.630	49.566	40.189	40.219	49.967	28.448	16.349
Total Patrimonio	397.418	386.661	412.298	430.313	422.566	434.498	433.586
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
Total Capital	439.048	436.227	452.487	470.532	472.533	462.946	449.936

Liquidez

Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,71x	0,48x	0,60x	0,66x	0,32x	0,79x	1,38x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,34x	1,05x	1,36x	1,25x	1,17x	2,06x	4,97x

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de marzo de 2007)

Año	2007	>2007
Vencimientos		

Cifras presentadas bajo los principios contables NIIF.

* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos