

Construcción
Bolivia
Análisis de Riesgo

**Fábrica Nacional de Cemento S.A.
(Fancesa)**

Ratings

Instrumento	Rating
Bonos Fancesa II:	
Emisión 3	AA- (bol)
Emisión 4	AA- (bol)

Perspectiva

Estable

Información Financiera

Fancesa (Millones de Bs)	Abr 09- Mar 10	Abr 08- Mar 09
Activos Totales	1,123	1,158
Deuda Financiera	129	224
EBITDA	175	168
Margen EBITDA (%)	33.0%	35.5%
Gstos Financieros	17	13
Ventas	530	474
Deuda Financiera / EBITDA (x)	0.7	1.3
EBITDA / Gastos Financieros (x)	10.3	12.9

Analistas

Josseline Jenssen
(591 2) 2774470
josseline.jenssen@fitchratings.com.bo

Cecilia Pérez
(591 2) 2774470
cecilia.perez@fitchratings.com.bo

Fundamentos

- La calificación se fundamenta en la sólida posición financiera de la empresa y en el alto posicionamiento de marca en sus mercados, especialmente en Santa Cruz, en donde comercializa el 60% de su producción y alcanzó una participación del 60,2% a marzo 2010 (30,3% a nivel nacional) con una tendencia creciente. Asimismo, la presencia de Soboce en la composición accionaria de la empresa (33,34%) es destacable en la medida que aporta con know how y genera importantes sinergias operacionales y de mercado, considerado como un elemento positivo para el desarrollo a largo plazo de la empresa.
- Fancesa cuenta con tecnología de punta que le permite, entre otros beneficios, tener flexibilidad para producir distintos tipos de cemento para pedidos especiales y al estar la factoría junto al yacimiento de materia prima, se logran menores costos de explotación. Sin embargo, las reservas en este yacimiento se explotarán por un tiempo limitado, por lo que se necesitarán inversiones adicionales para transportar el material desde un yacimiento más lejano con el consiguiente incremento en el costo. Adicionalmente, la empresa se encuentra en un proceso de revisión y adecuación de sus concesiones al ordenamiento jurídico establecido en la nueva constitución del Estado.
- La calificación está restringida por lo fluctuante del sector construcción, el cual se relaciona con la actividad económica del país. La apertura de nuevas fábricas de cemento proyectadas por el Gobierno podría afectar el equilibrio existente en la cobertura de mercados y los precios. La empresa está localizada en una región con deficiente infraestructura en carreteras, sumado a la distancia a los principales mercados, lo que determina que los costos de transporte del producto final representen una parte importante del costo (alrededor del 30%). Adicionalmente, la empresa está expuesta a riesgos políticos y sociales al ser la principal empresa en la ciudad de Sucre.
- La empresa mostró un incremento en las ventas y en su participación de mercado luego que el proyecto de ampliación le permitiera incrementar su capacidad de producción de clinker de 1.150 TM-día a 2.000 TM-día a partir de febrero 2008. En la gestión terminada a marzo 2010, las ventas fueron de Bs. 530 millones, mayores en 11,9% a las registradas en el mismo periodo del año anterior debido a la mayor producción. El EBITDA de la gestión fue de Bs. 175 millones y cubrió sus gastos financieros en 10,3 veces permitiendo pagar su deuda financiera, ascendente a Bs. 129 millones en menos de 1 año. A marzo 2010, los fondos disponibles de la empresa ascendieron a Bs. 186 millones, lo que resultó en una relación deuda financiera neta con respecto al EBITDA negativa. Sin embargo, estos recursos son utilizados para financiar sus inversiones.

Factores Claves de la Calificación

La empresa vio la necesidad de realizar mayores inversiones para afrontar el crecimiento en la demanda y mantener su participación de mercado. Un incremento en el nivel de endeudamiento para financiar inversiones, así como un incremento en los costos de explotación podría impactar en la flexibilidad y perfil financiero de la empresa.

Acontecimientos Recientes

El 3 febrero de 2009, Fancesa firmó un contrato con la empresa FL SMIDTH SA de España, para la provisión de maquinaria y equipos para la instalación de un molino de cemento por un monto de EUR 7,678,056. El molino se implementará hasta el segundo semestre de 2010 y representará para la empresa un aumento de la capacidad de producción de cemento de 90 TM/año previéndose además una inversión adicional de hasta US\$12 millones considerando los gastos de transporte de la maquinaria, pago de impuestos, ejecución de las obras civiles y las tareas de montaje y puesta en marcha. Del monto total del proyecto (US\$20,5 millones), se había invertido el 54,71% a la fecha.

El Directorio de la empresa, en sesión de fecha 19 de abril de 2010, determinó lo siguiente:

- Aceptar la renuncia a la Presidencia y Directorio del Ing. Iván Arciénega Collazos, representante de la Univerdiad de San Francisco Xavier.
- Habilitar como Director Titular por la Universidad de San Francisco Xavier al Director Suplente, Dr. José Gabriel Arce Arancibia.
- Designar como nuevo Presidente del Directorio al Dr. José Gabriel Arce Arancibia.

Liquidez y Estructura de la Deuda

A marzo 2010, la deuda financiera de la empresa ascendente a Bs. 129 millones incluidos intereses devengados, está compuesta por dos emisiones de bonos: una en dólares (58%) y la otra en bolivianos ajustados a la UFV (42%). Adicionalmente, la empresa registraba recursos en caja que le permitirían cancelar el 100% de su deuda financiera. Estos recursos serán invertidos en su proyecto de ampliación.

En la gestión terminada a marzo 2010, la empresa amortizó emisiones por cerca de Bs.100 millones (incluidos intereses devengados), con lo cual la deuda financiera se redujo en 42,4% con respecto a marzo 2009.

Características de los Instrumentos

Programa de Emisiones Bonos Fancesa II

Mediante Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Fancesa celebrada el 13 de octubre de 2005, se aprobó el Programa de Emisiones de Bonos. Asimismo, se aprobó que las condiciones específicas (monto, series, plazo, tasa de interés, etc.) de cada Emisión dentro del Programa de Emisiones deberán ser definidas por el Directorio.

Las principales características del Programa de Emisiones se enumeran a continuación:

1. El Programa de Emisiones se denomina "Bonos FANCESA II".
2. El monto total del Programa de Emisiones es de US\$30.000.000 o su equivalente en moneda nacional.
3. El plazo máximo del Programa de Emisiones será de un mil ochenta (1.080) días calendario.
4. Moneda en la que se expresarán las Emisiones que formen parte del Programa de Emisiones: Dólares de los Estados Unidos de América, Bolivianos o Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento de Vivienda.
5. Tipo de Bonos: obligacionales y redimibles a plazo fijo.
6. Forma de circulación: A la orden.
7. Tipo de interés. Nominal, anual, fijo.
8. Las Emisiones que componen el Programa de Emisiones y el empréstito resultante no serán reajustables.

9. Precio de colocación: Mínimo a la par del valor nominal el día de la Emisión. En los días posteriores al día de la emisión, los bonos se colocarán mínimamente al precio de curva del día de la operación, calculado en base a la tasa de emisión.
10. Los Bonos objeto del Programa de Emisiones, no serán convertibles en acciones.
11. Plazo de colocación primaria: 180 días calendario.
12. La fecha de cada Emisión dentro del Programa de Emisiones será comunicada mediante nota a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros y a la Bolsa Boliviana de Valores S.A. y publicada en Prospecto Complementario de cada Emisión.

Uso de los fondos: US\$10.000.000 de los recursos obtenidos por la colocación de los Bonos que forman parte del Programa de Emisiones de Bonos fue destinado a las inversiones del Módulo II de la V Ampliación de la fábrica. El monto restante será aplicado a inversiones en proyectos de expansión, conforme a las estrategias de crecimiento de la empresa.

Resguardos: Los principales resguardos de las Emisiones de Bonos que formen parte del Programa de Emisiones se pueden apreciar en la siguiente tabla.

Resguardos	Se observa
Límite de Endeudamiento	Sí
Cobertura de Ss de Deuda Mínima	Sí
Relación Corriente mínima	No
Resguardo ante arriendo o venta de activos esenciales	Sí
Resguardo ante fusiones	Sí
Resguardo ante nueva deuda	Sí
Participación mínima de los socios	No
Resguardo para Pago de Dividendos	Sí
Mantener activos Libres de Gravamen	No
Seguros por Activos operacionales	No
Entrega de Información	Sí

Límites de Resguardos

Indice	Actual (al 31 mar 10)	Límite del Resguardo
Endeudamiento	0,29x	≤ 1,60x
Cobertura de deuda	4,63x	≥ 1,20x

Garantías: Las Emisiones que formen parte del Programa de Emisiones estarán respaldadas por una Garantía Quirografaria.

Rescate Anticipado: Los Bonos que formen parte del Programa de Emisiones podrán ser redimidos anticipadamente luego de transcurrido un año desde la fecha de emisión, a través de compras en Mercado Secundario. Estas transacciones deberán realizarse en la Bolsa Boliviana de Valores S.A. y deberán ser informadas como Hecho relevante a la SPVS, a la Bolsa Boliviana de Valores S.A. y al Representante Común de Tenedores de Bonos.

Bonos Fancesa II – Emisión 3

El Directorio de la Sociedad reunido el 15 de octubre de 2008, resolvió determinar las condiciones de la tercera emisión de bonos por US\$12 millones, comprendida dentro del Programa de Emisiones de Bonos. Esta emisión se denomina Bonos Fancesa II -Emisión 3 y comprende una serie única. Esta emisión fue emitida el 12 de noviembre de 2008.

Uso de los fondos: Los recursos obtenidos de la emisión se destinarán a financiar la adquisición, Instalación y puesta en marcha de la nueva línea de molienda de cemento.

Serie Única: La Serie Única está compuesta por 12.000 bonos con un valor nominal de US\$1.000 a 6 años plazo que vencen el 12 de octubre de 2014. Los intereses se devengarán desde la fecha de emisión y se pagarán semestralmente. La amortización de

capital se realizará anualmente a partir del primer año en los cupones 2, 4, 6, 8, 10 y 12. El porcentaje anual de amortización de capital es de 15% los cuatro primeros años y 20% los dos últimos años. A la fecha, se ha amortizado el cupón 2.

Tasa de Interés: La Serie Única devengará una tasa de interés anual de 9,20%.

Resguardos: De acuerdo con las características del Programa.

Garantías: Garantía quirografaria.

Rescate Anticipado: De acuerdo con las características del Programa.

Bonos Fancesa II – Emisión 4

El Directorio de la Sociedad reunido el 15 de octubre de 2008, resolvió determinar las condiciones de la cuarta emisión de bonos por Bs. 39.000.000 UFV (bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento de Vivienda), comprendida dentro del Programa de Emisiones de Bonos. Esta emisión se denomina Bonos Fancesa II - Emisión 4 y comprende una serie única. Esta emisión fue emitida el 12 de noviembre de 2008.

Uso de los fondos: Los recursos obtenidos de la emisión se destinarán a la adquisición, instalación y puesta en marcha de la nueva línea de molienda de cemento.

Serie Única: La Serie Única está compuesta por 3.900 bonos con un valor nominal de Bs. 10.000 UFV a 8 años plazo que vencen el 01 de octubre de 2016. Se colocaron 3.806 bonos por un total de Bs. 38.060.000 UFV. Los intereses se devengan desde la fecha de emisión y se pagan semestralmente. La amortización de capital se realizará anualmente a partir del primer año en los cupones 2, 4, 6, 8, 10, 12, 14 y 16. El porcentaje anual de amortización de capital será de 10% los cuatro primeros años y 15% los cuatro últimos años. A la fecha, se ha amortizado el cupón 2.

Tasa de Interés: La Serie Única devenga una tasa de interés anual de 5,00%.

Resguardos: De acuerdo con las características del Programa.

Garantías: Garantía quirografaria.

Rescate Anticipado: De acuerdo con las características del Programa.

Resumen Financiero - Fábrica Nacional de Cemento S.A.

(Cifra en miles de Bolivianos ajustados por la UFV a partir del 2007)

Tipo de Cambio Bs/USD	7.07	7.07	7.50	7.99	8.07
	Mar-10	Mar-09	Mar-08	Mar-07	Mar-06
Rentabilidad					
EBITDA	174,973	168,240	120,365	127,866	103,390
Margen EBITDA (%)	33.0%	35.5%	32.3%	34.9%	37.2%
(FFO - Gastos Fijos) / Capitalización Ajustada (%)	20.9%	21.0%	14.9%	16.9%	16.3%
FCF / Ingresos Operacionales (%)	7.1%	14.2%	9.1%	2.8%	7.4%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	16.7%	16.4%	14.5%	17.8%	17.4%
Cobertura (x)					
FFO / Gastos Financieros	12.2	16.7	13.6	14.2	20.3
EBITDA / Gastos Financieros	10.3	12.9	13.0	13.2	20.9
EBITDA / Servicio de Deuda	4.5	1.5	10.5	10.6	4.4
FFO / Gastos Fijos	12.2	16.7	13.6	14.2	20.3
FCF / Servicio de Deuda	1.4	0.7	3.8	1.7	1.1
FCF + Caja y Valores Líquidos / Servicio de Deuda	6.1	3.1	11.6	6.7	3.8
CFO / Inversiones en Activos Fijos	2.5	3.6	2.6	2.1	4.7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO+Gto Fin. +Arriendos	0.6	1.0	0.7	0.8	1.0
Deuda Financiera Total / EBITDA	0.7	1.3	0.7	0.8	1.0
Deuda Financiera Neta Total / EBITDA	-0.3	-0.3	0.0	0.3	0.3
Costo de Financiamiento Estimado (%)	9.7%	8.4%	9.6%	9.5%	6.6%
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0.2	0.4	0.0	0.0	0.2
Balance					
Activos Totales	1,122,518	1,158,425	953,835	929,276	694,804
Caja y Valores Líquidos	185,719	266,361	89,727	61,046	64,111
Deuda Financiera Corto Plazo	22,288	97,076	2,144	2,363	18,737
Deuda Financiera Largo Plazo	106,428	126,559	87,082	101,652	80,700
Deuda Financiera Total	128,717	223,636	89,226	104,014	99,437
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Financiera Total Ajustada	128,717	223,636	89,226	104,014	99,437
Patrimonio Total	867,474	815,306	756,910	710,773	516,991
Capitalización Ajustada	996,190	1,038,942	846,136	814,788	616,428
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	191,156	205,298	116,413	127,702	95,567
Variación del Capital de Trabajo	16,781	(14,095)	36,827	(15,629)	(20,584)
Flujo de Caja Operativo (CFO)	207,937	191,203	153,240	112,073	74,983
Flujo de Caja No Operativo / Flujo de Caja No Recurrente	0	0	0	0	0
Inversiones en Activos Fijos	(82,617)	(53,501)	(59,259)	(52,476)	(16,066)
Dividendos Comunes	(87,597)	(70,602)	(60,082)	(49,151)	(38,289)
Flujo de Caja Libre (FCF)	37,723	67,100	33,899	10,446	20,628
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Netas	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	25,579	(121,368)	14,151	16,137	(59,826)
Variación Neta de Deuda	(98,830)	128,602	(2,363)	(23,486)	47,550
Variación Neta de Capital	(1,000)	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Netos	0	0	0	0	0
Variación de Caja Total	(36,528)	74,334	45,687	3,097	8,352
Resultados					
Ingresos Operacionales	530,287	473,874	373,160	366,756	278,275
Variación de Ventas (%)	11.9%	27.0%	1.7%	31.8%	18.3%
EBIT Operacional	133,111	129,913	92,285	97,347	80,443
Gastos Financieros	(17,020)	(13,071)	(9,275)	(9,697)	(4,943)
Arriendos	0	0	0	0	0
Dividendos Preferentes	0	0	0	0	0
Gastos Fijos	(17,020)	(13,071)	(9,275)	(9,697)	(4,943)
Resultado Neto	140,765	128,998	106,219	109,178	85,498
Vencimientos de Deuda Largo Plazo					
Año	2010	2011	2012	2013	2014+
Bonos	18,698	18,817	18,939	26,474	46,444

EBITDA = EBIT + Depreciación y Amortización. EBIT = Resultado Operacional. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos – Dividendos Pref. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo & Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Gastos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.