



Copamex, S.A. de C.V.

Calificación Corporativa Corto y Largo Plazo y Programa de CEBURS de Corto Plazo

25 de julio de 2011

Calificación Corporativa

HR2

HR BBB+

La nueva alternativa en calificación de valores.

Contactos

Francisco Guzmán
Director de Deuda Corporativa
E-mail: francisco.guzman@hrratings.com

Paulina Revilla
Analista
E-mail: paulina.revilla@hrratings.com

Felix Boni
Director de Análisis
E-mail: felix.boni@hrratings.com

Calificaciones

Copamex LP	HR BBB+
Copamex CP	HR2
Programa de CEBURS CP	HR2
Perspectiva	Estable

La calificación que determina HR Ratings de México S.A. de C.V., para Copamex, S.A. de C.V., de HR BBB+ significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece moderada seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene moderado riesgo crediticio, con debilidad en la capacidad de pago ante cambios económicos adversos. El signo "+" que sigue a la calificación significa una fortaleza relativa dentro de la misma escala de calificación.

La calificación HR2 significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrecen una capacidad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene un mayor riesgo crediticio comparado con instrumentos de mayor calificación crediticia.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. asignó las calificaciones corporativas de largo y corto plazo a Copamex, S.A. de C.V. (Copamex y/o la Empresa y/o la Emisora) de HR BBB+ y HR2, respectivamente; ambas con perspectiva estable. Asimismo, se asignó la calificación de HR2 al Programa con carácter revolvente de Certificados Bursátiles (CEBURS) de Corto Plazo (El Programa) con garantía de las subsidiarias de Copamex, por un plazo inferior a un año y un monto de \$250 millones de pesos (m). Las calificaciones otorgadas no constituyen una recomendación de inversión y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las Metodologías de HR Ratings de México, S.A. de C.V., en términos del artículo 7, fracción III, de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores.

Las calificaciones están basadas en la capacidad de pago proyectada de Copamex, la cual medimos en función a nuestra proyección de flujo de efectivo bajo dos escenarios, con un periodo de proyección del 2011 al 2013. También se consideraron elementos cualitativos. Entre los factores que fundamentan nuestra calificación, se encuentran:

- Copamex es un participante líder en México en la producción de papel de escritura e impresión (papel bond), así como del segmento de papeles especiales, entre otros.
- La Empresa vendió los activos de la división de pañales, con lo cual disminuye su base de ingresos. Sin embargo, con los recursos obtenidos, se financian diversos proyectos de inversión orientados a incrementar la eficiencia. Con ello, la Empresa espera un incremento en el EBITDA de \$193m.
- En el 2010 la Empresa logró refinanciar su deuda a través de un crédito sindicado logrando un mayor plazo y con ello un menor riesgo de refinanciamiento. La métrica Deuda Neta 2010 / FLE promedio del periodo de proyección es de 8.4x bajo el escenario base y 10.3x en el de estrés.
- La industria es moderadamente intensiva en capital de trabajo, situación que en cierta medida favorece el escenario de estrés, en donde se espera una menor actividad de la Empresa y se compensa con la liberación de recursos de capital de trabajo.

Algunos supuestos importantes en la elaboración de los escenarios son:

- Pensamos que el sector tiene características contra cíclicas. Esperamos crecimientos en promedio anual de 3.5% en el escenario base y decrementos anuales promedio del 1.2% en el escenario de estrés.
- Se consideraron márgenes EBITDA promedio para el periodo de proyección de 8.9% en el escenario base y 7.3% en el de estrés. El escenario base considera los incrementos en eficiencia esperados de la Empresa de \$193m en EBITDA, diferidos entre 2012 y 2013.
- Copamex busca mantener una relación de deuda Neta / EBITDA de 2x o menos. Esta relación la alcanza en nuestras proyecciones bajo el escenario base en 2013 donde alcanza 2.0x, mientras que en el escenario de estrés no esperamos que alcance este nivel durante el periodo de proyección.
- La Empresa cuenta con líneas de crédito bancarias por aproximadamente \$600m a Marzo 2011 que pudiera utilizar para financiar necesidades temporales de efectivo (además de dos programas de certificados bursátiles).
- Si se toma en cuenta el índice de DSCR, bajo el escenario base este evoluciona de 2.1x en el 2011 a 6.7x en el 2013 y en el de estrés, pasa de 1.7x en el 2011 a 4.4x en el 2013. En ambos escenarios se aprecia una cobertura aceptable considerando el nivel de la caja inicial y proyectada.

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Descripción de la Compañía

Copamex, S.A. de C.V. (Copamex y/o la Empresa) es una empresa mexicana tenedora de acciones de diversas compañías que se dedican, principalmente, a la fabricación y comercialización de papel Kraft, empaques de cartón corrugado y papeles especiales; así como a la producción de papel bond (papel para la escritura e impresión), papeles autocopiante y de usos diversos. Asimismo, algunas de sus subsidiarias se dedican al arrendamiento de inmuebles.

Historia de la Compañía

La estructura corporativa de Copamex inicia como tal en 1975. Sin embargo, su actividad en el sector comenzó en 1928 en la ciudad de Monterrey, NL., con la fabricación de bolsas de papel y se expandió con la adquisición de otros negocios relacionados a la industria del papel, tales como sacos y las bolsas de papel Kraft en Monterrey y Guadalajara.

Desde 1975 y hasta principios de los 90's la Empresa paso por un proceso de modernización e incrementó su capacidad de producción y conformó una integración vertical, con la adquisición de molinos e instalaciones para empaque.

En los últimos diez años, Copamex ha logrado ser uno de los principales fabricantes de papel industrial. La Empresa está concentrada en la fabricación de productos transformados con valor agregado, tales como papel bond cortado, cajas de cartón corrugado y papeles especiales. Anteriormente, la Empresa también se dedicaba a la fabricación de pañales. Sin embargo, en septiembre del 2010 Copamex vendió esta división del negocio.

Durante el 2010, la Empresa concluyó su proceso de reestructuración de la deuda bancaria y la reorganización de su nueva estructura corporativa, la cual incluyó también la venta de activos de la unidad de negocios de pañales infantiles, la cual se vendió en US\$50m. Mediante la reestructuración de la deuda logró ampliar el plazo promedio de su deuda bancaria.

Participación en los ingresos por línea de negocio

Después de la venta de los activos de la división de pañales que representaba aproximadamente un 12% de las ventas de Copamex, los ingresos de la Empresa se distribuyen de la siguiente manera (como fue reportado al primer trimestre 2011):

- Los productos para empaques (Papel Kraft y corrugados) contribuyen con aproximadamente el 40% de las ventas netas.
- Los papeles para escritura e impresión (Papel Bond) contribuyen con aproximadamente el 42% de las ventas netas.

- Los papeles especiales contribuyen con aproximadamente el 18% de las ventas netas.

Tras la venta de la división de pañales, la Empresa inició proyectos orientados a la reducción de costos y gastos de producción principalmente en papel bond (escritura e impresión). El proyecto que se espera contribuya con mayores beneficios, es el de su planta en Chihuahua, Pondercel. La Empresa tiene planes para ampliar la capacidad de producción de esta planta, comenzando en noviembre 2011 y se espera poder cuantificar los beneficios de este proyecto en el primer trimestre del 2012. En su conjunto, la Empresa espera que dichos proyectos logren incrementar el EBITDA en aproximadamente \$193m.

Descripción de Productos

Empaque (Papel Kraft)

Es papel 100% reciclado que atiende a los mercados de cajas, sacos, bolsas, núcleos para higiénico y otros empaques. De acuerdo con información de la Empresa, Copamex es el principal fabricante nacional en términos de volumen de producción de papel Kraft para sacos, y el quinto mayor fabricante de papel Kraft para cajas.

Asimismo, cuenta con capacidad para producir una amplia variedad de papel Kraft en términos de peso, calibre y resistencia, lo cual satisface diversos requerimientos de los consumidores.

Las cajas de cartón corrugado de la Empresa son fabricadas utilizando papel producido internamente y son de distintos grados y tamaños, diseños gráficos, alta calidad y papeles tanto de fibra natural como de fibra blanqueada. La Empresa utiliza una parte de su producción internamente, y vende el resto a empresas nacionales de productos industriales.

Escritura e Impresión (Papel Bond)

El papel bond se utiliza comúnmente para impresión, escritura y fotocopiado. Se fabrica a partir de celulosa blanqueada, utilizando fibras tanto cortas como largas y fibra destintada. Copamex considera que es el mayor proveedor de papeles para fotocopidora y equipos multiusos de impresión en el país.

Del mismo modo, la Empresa cuenta con capacidad para producir una amplia variedad de papel bond a fin de satisfacer las características requeridas por sus clientes. Además, está reconocida como proveedor de papel bond cortado en México de: Xerox, Office Depot, entre otros; quienes a su vez lo comercializan bajo sus propias marcas. De igual manera, Copamex produce y comercializa sus propias marcas Facia, Vision y Fastway, entre otras.

Posiblemente una de las fortalezas cualitativas de Copamex, es que lleva a cabo una constante evaluación estratégica de sus operaciones que, entre otros resultados, mejoran su flujo de capital, así como sus operaciones de escritura e impresión y la calidad del producto. De igual manera logran reducir de costos, incrementar la producción y mejorar la imagen de sus marcas.

Papeles especiales

La producción de papeles especiales se realiza en dos de sus plantas de papel. Estos productos son dirigidos a una gran variedad de usos en diferentes industrias y mercados, como es el caso de papel seguridad para el sector bancario o boletas electorales, papel grado médico, papel anti hongos, y papeles para hornear alimentos, entre muchos otros, tal y como se describe en la siguiente tabla.

Mercado	Aplicación	Producto
Food Process	Elaboración de alimentos en donde el papel forma parte del proceso de fabricación.	Pan Liner (Master Baker), glassine, papel para cocción, liner para congelar, liner para hornear, Copabake (Flame Retardant)
Food Service	Proveeduría de papeles para empaque y embalaje de alimentos	Food wrap, empaque de tortilla, vaso cónico, manteletas, etc
Industrial	Fabricación de productos en donde interviene de alguna manera el papel.	Cartulina antihongos para jabones, muebles, dulces, cerillos, paneles, intervidrio, otros.
Médico	Fabricación de empaques esterilizables	Bolsas de papel, pouches, bliesters, carteras.
Base para Laminar	Elaboración de laminaciones para empaque de alimentos	Papel base para laminados de porcionados para bebidas en polvo, empaque de quesos y mantequillas, laminaciones, etc.
Comunicación	Elaboración de artículos escolares y de oficina, así como para impresión.	Artes Gráficas, graficas circulares de control, registros médicos, post tips, manuales de impresión, crayones, transfer.
Autoadherible	Fabricación de Etiquetas	Etiquetas autoadheribles, respaldo de hule cristal, liner antiadherentes.
Agrícola	Empaque de productos agrícolas para exportación	Papel Berenjena, Ice Pad Holder, Agro 40, Grape

Fuente: HR Ratings de México con información de la Empresa

Cabe señalar que la Empresa está en el proceso de patentar internacionalmente varios productos que, por sus características, los hace únicos en el mercado.

Eventos Relevantes 2010 (Venta de la División de Pañales)

Hasta septiembre 2010 Copamex producía pañales para bebé bajo su marca DryKids. Sin embargo, el 1 de octubre de 2010, esta división fue vendida en una transacción por \$640m.

Los recursos de dicha transacción fueron y continúan siendo destinados principalmente al desarrollo de los nuevos proyectos orientados a la reducción de costos y gastos de producción. Asimismo, se destinó un 10% (\$64m) al pago de un dividendo, y en menor medida también se destinó una parte al pago de pasivos e impuestos.

Producción

La siguiente tabla muestra el porcentaje de utilización de la capacidad instalada de Copamex al 31 de marzo de 2011.

Productos	Porcentaje de Utilización de capacidad instalada
Empaque	
Papel Kraft	87%
Papeles especiales	88%
Cajas de cartón	80%
Papel para escritura e impresión	89%

Fuente: HR Ratings de México con información de la Empresa

Copamex considera que la tecnología con la que cuenta es adecuada para atender las necesidades del mercado nacional y de exportación, en el cual compite con productores de papel que cuentan con tecnologías más avanzadas.

Asimismo, considera que cuenta con ciertas ventajas competitivas como es el hecho de contar con una planta híbrida de cogeneración de energía eléctrica en Chihuahua (Pondercel), así como la posibilidad de obtener carbonato de calcio precipitado, como ingrediente para elaborar ciertos papeles.

Por otro lado, la Empresa ha efectuado optimizaciones a procedimientos que le permiten un mejor aprovechamiento de su capacidad instalada así como una reducción de costos de producción.

Copamex sigue un programa de mantenimiento para toda la maquinaria instalada en sus plantas, que incluye paros regulares para proporcionarle el mantenimiento necesario y considera que tanto sus plantas como su equipo se encuentran actualmente en condiciones óptimas de operación.

Estructura de costos y materias primas

Las materias primas y servicios representan el mayor componente del costo de ventas total de Copamex. Las principales materias primas y servicios utilizados en los procesos de fabricación de papel son celulosa, papel reciclable, energéticos, productos químicos y agua.

Celulosa

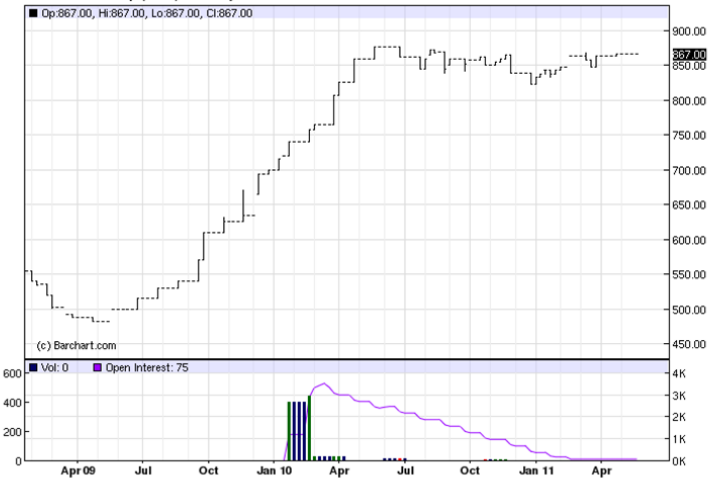
La celulosa es la principal materia prima utilizada en la fabricación de productos de papel para escritura e impresión. Dependiendo de sus necesidades, la Empresa utiliza celulosa en fibra corta o larga. La fibra corta se produce a partir de maderas duras y proporciona buena formación al papel, mientras que la fibra larga se produce a partir de maderas suaves y proporciona mayor resistencia.

Los precios de las materias primas en México son distintos a los precios internacionales. Sin embargo, mantienen los mismos patrones que los precios internacionales. A continuación se muestra una gráfica con los precios internacionales de la celulosa del 2009 a principios del 2011. Los incrementos en los precios, representan para la Empresa mayores inversiones en capital de trabajo. Asimismo se puede apreciar que los precios se están estabilizando. Consideramos que esta tendencia se reflejará en el capital de trabajo en el corto plazo.

Precio Internacional de la Celulosa

[Mon. Aug 2, 2010] LPQ10 Open: 845.00 High: 860.00 Low: 845.00 Close: 860.00

LP - Hardwood Pulp (CME) - Weekly Nearest OHLC Chart



Fuente: HR Ratings de México basado en información pública www.barchart.com

La Compañía actualmente importa sus requerimientos de celulosa de productores localizados en EUA, Canadá y Brasil principalmente.

Papel Reciclable

La fibra secundaria, que se obtiene a partir del papel reciclable, es la materia prima para la producción del papel Kraft para empaque. El rendimiento de reciclar papel o cartón es de 1.1 a 1.0. Copamex cuenta con unos de los más grandes sistemas de recolección de papel reciclable del país en términos de volumen.

Energéticos

Los principales energéticos que consume la Empresa son energía eléctrica, gas natural, combustóleo y carbón mineral.

Productos Químicos

La Empresa utiliza productos químicos tales como colorantes, blanqueadores, retentivos y encolantes, para la fabricación de papel,

particularmente de papeles especiales. Estos productos químicos se adquieren de proveedores nacionales y extranjeros.

Agua

La producción de papel requiere importantes volúmenes de agua. Las plantas que llevan a cabo la producción utilizan diversas fuentes de abastecimiento tales como agua industrial tratada, que abastece el 24% de las necesidades de agua de la Empresa, agua de pozo y en menor medida agua de redes municipales. Además, Copamex cuenta con plantas recicladoras de agua.

Evolución del Capital de Trabajo

En la siguiente tabla se muestra la evolución de las cuentas del capital de trabajo de diciembre 2007 a marzo 2011, en donde es relevante hacer notar que la Empresa es moderadamente intensiva en el uso de capital de trabajo.

EVOLUCIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO														
	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09	mar-10	jun-10	sep-10	dic-10	mar-11
Cuentas por Cobrar	1,253.7	1,428.8	1,462.4	1,588.5	1,470.7	1,507.7	1,476.3	1,451.3	1,133.0	1,402.1	1,509.4	1,482.9	1,318.1	1,393.9
Inventarios	706.5	712.5	780.2	608.7	768.9	664.7	651.6	682.2	699.6	681.8	714.6	757.4	808.8	725.1
Proveedores	(1,222.9)	(1,273.7)	(1,270.5)	(1,310.5)	(1,602.7)	(1,547.0)	(1,336.2)	(1,185.1)	(1,177.9)	(1,280.1)	(1,370.1)	(1,463.8)	(1,293.3)	(1,315.0)
Capital de Trabajo	737.3	867.6	972.1	886.7	636.9	625.4	791.7	948.4	654.7	803.8	853.9	776.5	833.6	804.0
Crecimiento Anual		10.3%	20.2%	15.3%	-13.6%	-27.9%	-18.6%	7.0%	2.8%	28.5%	7.9%	-18.1%	27.3%	0.0%

Fuente: HR Ratings de México, basado en Información de la Empresa

Canales de Distribución y Plantas

El sistema de distribución de la Empresa comprende siete centros de distribución para sus productos, de los cuales tres son centros de distribución independientes con oficinas de ventas en las ciudades de Monterrey, Guadalajara y México, D.F., y cuatro se encuentran en las plantas.

De igual manera, Copamex cuenta con ocho plantas productivas, las cuales están ubicadas en los estados de Nuevo León, Chihuahua, , Michoacán, Querétaro, Estado de México y el Distrito Federal.

En cuanto a las plantas de reciclado, en total tienen doce plantas a lo largo de la República Mexicana y en Estados Unidos, en los estados de Guadalajara, Durango, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Tamaulipas, Nuevo México y Texas.

Participación de mercado

Copamex tiene una participación destacada en México, especialmente en el sector de papel bond cortado, que representa para Copamex el mayor

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

volumen de ventas e ingresos. A continuación se trata el tema de participación de mercado de Copamex por línea de producto.

Papel de empaque: Copamex es el cuarto productor nacional de papel para empaque en términos de volumen y el mayor productor en términos de volumen de papel Kraft para sacos multicapa, con una participación de aproximadamente el 62% de las ventas nacionales. Las importaciones representan una parte importante del resto de las ventas nacionales.

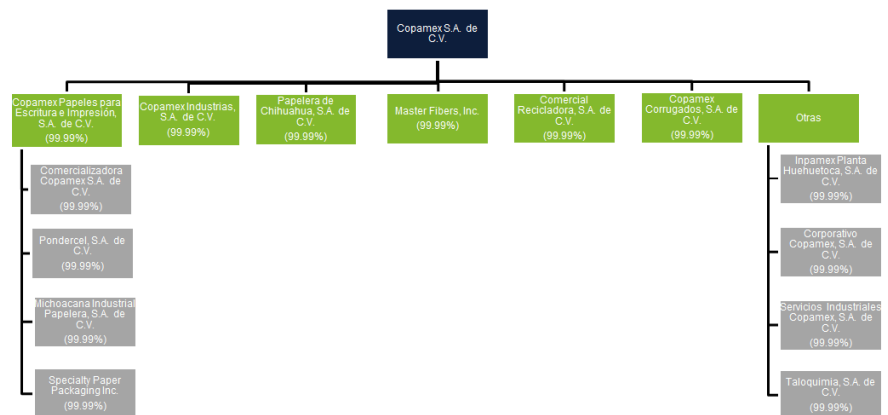
Cajas de cartón corrugado: Copamex participa con el 3.3% del mercado en términos de volumen de ventas. El mercado de cajas en México se encuentra altamente fragmentado.

Productos para escritura e impresión: Copamex es el segundo mayor fabricante nacional de papel bond en términos de volumen de producción. En términos de ventas nacionales de papel bond, cuenta con una participación de aproximadamente el 22.9%. En papel bond cortado su participación es aproximadamente del 36%.

Papeles especiales: Copamex es el mayor fabricante nacional de papeles especiales en términos de volumen de producción y ventas. Las importaciones representan la mayor parte de la demanda aparente de papeles especiales en el país.

Estructura Corporativa

La estructura corporativa de Copamex se muestra a continuación. Para llevar a cabo su operación, la Empresa cuenta con una fuerza laboral de alrededor de 2,800 personas, incluyendo administrativos y operarios.



Fuente: HR Ratings de México con información de la Empresa

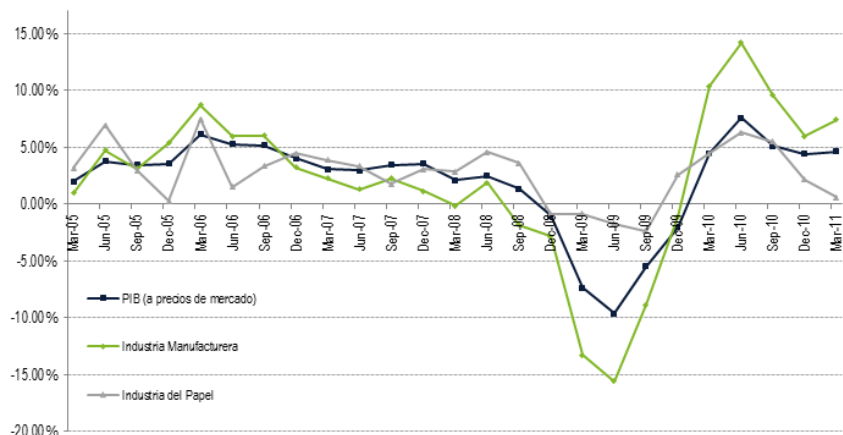
Entorno de la Industria

Parte de nuestro análisis incorpora el análisis económico de algunos factores que pudieran afectar de manera positiva o negativa el comportamiento de la industria al que pertenece la Empresa.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento en el cambio anual del PIB, así como de la industria manufacturera y de la industria del papel por pertenecer a las actividades secundarias que conforman el PIB. Podemos observar las fuertes caídas que sufrieron las industrias derivado de la crisis del 2009, y durante el 2010 se aprecia una importante recuperación. Asimismo se aprecian cambios menos volátiles durante toda la historia de la grafica para la industria del papel (que se representa con la línea gris en nuestra gráfica).

Esto se explica debido a que la industria del papel, tiene características contra cíclicas y es por ello que una recesión no tiene efectos significativos sobre dicha industria; es decir, el mercado no deja de consumir papel bajo escenarios económicos adversos, por referirse a actividades laborales, escolares, de emisión de cheques, boletas electorales, empaques, entre otros.

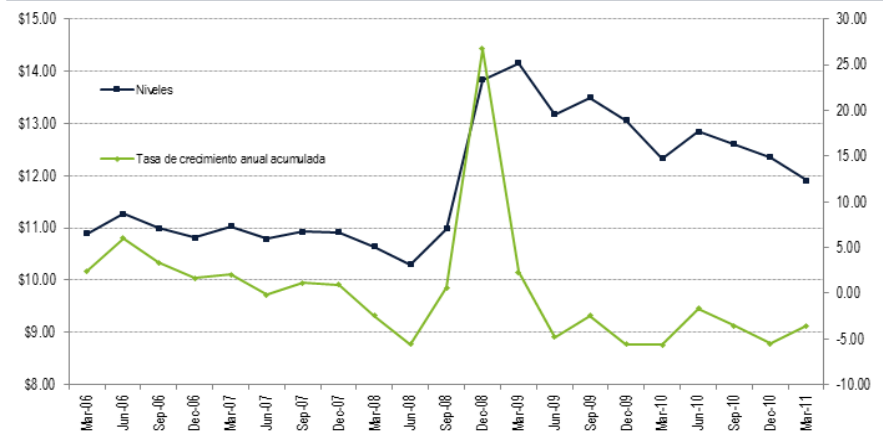
Cambio anual del PIB, de la Industria Manufacturera y de la Industria del Papel



Fuente: HR Ratings de México con información del INEGI

El tipo de cambio es otro elemento importante que se debe considerar, debido a que la celulosa como principal elemento del costo de la Empresa es importada. En este caso, la Empresa y el sector en general consideran que es más fácil afectar los precios de venta al público por variaciones en el tipo de cambio que reconocer variaciones en el precio de la celulosa. Es decir, el tipo de cambio es un factor de riesgo moderado para la empresa.

Tipo de cambio peso/dólar para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera (FIX)



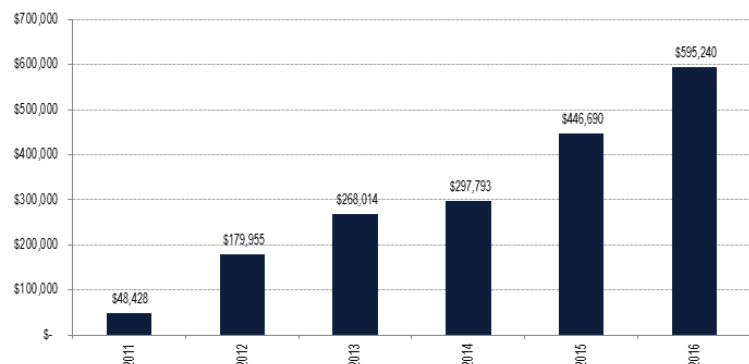
Fuente: HR Ratings de México con información del Banco de México

Perfil de Deuda de la Empresa

Durante el 2010 la Empresa refinanció sus pasivos a través de un crédito sindicado por \$95m de dólares a 5 años con un periodo de gracia de 18 meses y posteriormente amortizaciones semestrales. Con esto, la Empresa logró modificar el plazo promedio de su deuda que actualmente se ubica en aproximadamente 4.1 años. Es importante tomar en cuenta que el objetivo de la Empresa es mantener y dar servicio a sus pasivos, a la vez que busca un nivel de apalancamiento inferior a 2x la relación de Deuda Neta/EBITDA. Esta relación se excede en 2010, debido a la venta de la división pañales, y estimamos que para el cierre de 2012, la empresa pueda alcanzar esta relación.

Al día de hoy, el calendario de pagos de la Empresa se compone de la siguiente manera:

Copamex: Calendario de Pagos a Marzo 2011 (en miles de pesos)



Fuente: HR Ratings de México con información de la Empresa

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Supported by know how provided by CARE

La Empresa cuenta con líneas de crédito bancarias por aproximadamente \$600m, lo que le da a Copamex un fuerte soporte financiero en el corto plazo. Asimismo, cuenta con dos programas de certificados bursátiles de corto y largo plazo por montos de \$250m y \$1,500m respectivamente. El programa de corto plazo vence en agosto 2012 y el de largo en febrero 2015, aunque cabe mencionar que Copamex pretende mantener vigentes ambos programas.

El Programa de corto plazo considera el aval de las empresas subsidiarias de Copamex, elemento que fue considerado dentro de la calificación.

En cuanto a los vencimientos subsecuentes, para el 2011 la Empresa cuenta con compromisos de pago por \$48m; para el 2012 cuenta con vencimientos por aproximadamente \$180m y por lo que se refiere a vencimientos en 2013 y 2014, la Empresa tiene vencimientos por \$268m y \$298m, respectivamente.

A continuación se muestra una tabla con las líneas de crédito disponibles y dispuestas de Copamex. Con el apoyo de estas líneas, se tiene la impresión de que la Empresa no debe tener problemas de liquidez en los próximos 12 meses y por lo que se refiere al largo plazo, depende de una sana evolución de la Empresa.

INSTITUCIÓN	MONEDA	MONTO LINEA (en miles)	TIPO	SALDO UTILIZADO	SALDO DISPONIBLE
CERT. BURSATILES	Pesos	250,000 PS	CORTO PLAZO	0.0 PS	250,000 PS
CERT. BURSATILES	Pesos	1,500,000 PS	LARGO PLAZO	0.0 PS	1,500,000 PS
ECP	Dolares	10,000 DLLS	EURO COMM. PAPER	0.0 DLLS	10,000 DLLS
HSBC	Pesos	70,000 PS	P.Q. (pesos)	0.0 PS	70,000.0 PS
HSBC	Dolares	322.1 DLLS	Refaccionario (dólares)	322.1 DLLS	0.0 DLLS
Santander	Dolares	7,000 DLLS	P.Q. (dólares)	0.0 DLLS	7,000 DLLS
Banamex	Dolares	3,500 DLLS	P.Q. (dólares)	0.0 DLLS	3,500 DLLS
BANCOMER	Pesos	50,000 PS	P.Q. (pesos)	0.0 PS	50,000 PS
BLADDEX	Dolares	10,000 DLLS	EXPORTACION	3,200.0 DLLS	6,800 DLLS
SINDICADO	Dolares	45,000 DLLS	Financiamiento	45,000.0 DLLS	15.0 PS
SINDICADO	Pesos	655,295 PS	Financiamiento	655,295.0 PS	0.0 PS
Exim Bank	Dolares	10,000 DLLS	Export. Materia Prima	652.0 DLLS	9,348 DLLS
RABOBANK	Dolares	50,000 DLLS	Con garantía de CxC	50,000.0 DLLS	0.0 DLLS
TOTAL LINEAS DE CREDITO POR MONEDA	Pesos	2,525,295.0 PS		655,295.0 PS	1,870,000.0 PS
	Dolares	135,822.1 DLLS		99,174.1 DLLS	36,663.0 DLLS
LINEAS DE CREDITO TOTALES	Pesos	4,142,718.7 PS		1,836,299.2 PS	2,306,419.6 PS
% UTILIZADO / DISPONIBLE				44.3%	55.7%

Fuente: HR Ratings de México, basado en Información de la Empresa.

Adicionalmente cabe señalar que la Empresa cuenta con un crédito fuera de balance por US\$50m. (Mismo que se considera al final de la lista previa). Este crédito bancario es a través de un esquema de cesión de cuentas por cobrar a un fideicomiso en donde las cuentas por cobrar se quedan como garantía de pago.

Proyecciones Financieras

Con el objetivo de analizar la capacidad de la Empresa de hacer frente a sus compromisos financieros, HR Ratings realizó proyecciones financieras bajo dos escenarios: un escenario base y un escenario de estrés. El escenario base toma en cuenta las expectativas de la Empresa en cuanto a crecimiento y operaciones y si bien, no necesariamente considera un entorno favorable, este tampoco es adverso. Por otro lado, en el escenario de estrés se consideran factores desfavorables para la Empresa partiendo de un menor volumen en ventas. Lo anterior, con el fin de determinar la fortaleza financiera de Copamex y su capacidad para hacer frente a las obligaciones en tiempo y forma. A continuación se presentan tanto los supuestos como los resultados de cada escenario que abarcan un periodo de proyección del 2011 al 2013.

Escenario Base

Este escenario considera las expectativas de la Empresa en cuanto a crecimiento el cual estimamos como sigue: Para el 2011, consideramos un crecimiento en ventas del 0.7% y posteriormente, para el periodo proyectado de 2012 a 2013 proyectamos incrementos del 5%. El crecimiento en ventas del 2010 al 2011 no considera las ventas de la división de pañales que se efectuaron durante los primeros nueve meses del 2010. Si se consideran, el efecto con respecto a nuestras proyecciones del 2011 sería un decremento del -6.6% en ventas netas.

En cuanto a los márgenes de operación, tomamos en cuenta los proyectos que tiene planeado implementar la Empresa con el propósito de aumentar la eficiencia de Copamex y cuyo efecto en EBITDA la Empresa estima podría llegar a \$193m anuales. Si se traduce en niveles de margen, estos \$193m representan un incremento de aproximadamente 300 pbs en EBITDA partiendo como base de un margen EBITDA de 2010 de 7.14%. De este modo, consideramos márgenes EBITDA de 7.1%, 9.16% y 10.4%, para el 2011, 2012 y 2013, respectivamente. De este modo, sí estamos considerando las mejoras en eficiencia que la Empresa planea implementar, sin embargo estamos difiriendo este efecto hacia 2012 y 2013.

En cuanto al proyecto a efectuar en la "Planta Pondercel", con el que se busca incrementar la capacidad de producción de la principal planta de papel bond, mediante su ampliación; ya se realizó la mayor parte de la inversión para este proyecto. Sin embargo, Copamex va a empezar con la implementación del proyecto hacia finales del 2011 razón por la cual el beneficio se podrá apreciar hasta el 2012, elemento que fue considerado dentro de nuestra proyección.

A pesar de los proyectos de inversión, estimamos que la Empresa no aumentará sustancialmente su capacidad de producción. Entendemos

que la Empresa primero buscaría colocar la producción adicional y en función a ello incrementarían la producción.

Por lo que se refiere al CAPEX además de los \$512m en proyectos, (de los cuales aproximadamente \$319m, se invirtieron en el 2010 y \$192m se invertirán en 2011), como ha sido el caso en años recientes, suponemos inversiones en CAPEX de mantenimiento, por debajo de la depreciación de aproximadamente \$135m en promedio anual durante el período de proyección, representando ahorros importantes en el Flujo Libre de Efectivo (FLE). Asimismo, para el 2012 y 2013 proyectamos inversiones en CAPEX de \$100m y \$110m, respectivamente.

La Empresa busca una estructura de capital con niveles de deuda de hasta 2X la relación de Deuda Neta/EBITDA, por lo que en las proyecciones no se considera que los recursos generados sean utilizados para amortizar los pasivos financieros una vez que alcancen la relación de 2X y se considera que la Empresa mantendrá un nivel similar de pasivos al que actualmente vemos. Se toman en cuenta las amortizaciones de deuda como están calendarizadas (ver pág. 12), a la vez que se consideran refinanciamientos por los mismos montos durante todo el periodo de proyección. En nuestras proyecciones observamos que la relación Deuda Neta/EBITDA alcanza 2.0x en el año 2013.

Tomando en consideración lo anterior, en nuestras proyecciones se puede apreciar una evolución favorable de la deuda neta, que mantiene una tendencia decreciente a partir del 2011 en adelante. La relación Deuda Neta/EBITDA se ubica en 3.9x en el 2011 y hacia el final del periodo proyectado, en el 2013, alcanza un nivel de 2.0x.

Para efectos de compromisos con instituciones financieras, la Empresa realiza este cálculo sin incluir la deuda de US\$50m que realiza a través de un esquema de cesión de cuentas por cobrar a un fideicomiso, dejando las cuentas por cobrar como garantía de pago. De este modo, el indicador (Deuda Neta – Fideicomiso) / EBITDA se ubica en 2.49x en el 2011 y alcanza 1.14x en el 2013.

No obstante, en nuestra opinión, es importante también observar la métrica Deuda Neta / FLE promedio del periodo de proyección. Si bien la relación Deuda Neta/EBITDA es un buen punto de referencia y una métrica muy utilizada, el FLE incluye elementos como los cambios en capital de trabajo que el EBITDA no considera. Esta medida de apalancamiento (Deuda Neta 2010/FLE promedio del periodo de proyección), se ubica en niveles de 8.5x lo cual implica que en teoría la Empresa necesita 8.5 años para amortizar el total de su deuda. Asimismo vale la pena mencionar que este indicador evoluciona favorablemente a medida que se implementen los proyectos de la Empresa y proyectamos que esta métrica puede bajar a 7.5x si se toma en cuenta el promedio del FLE de 2012 y 2013.

Un elemento característico de la Empresa es que esta es moderadamente intensiva en capital de trabajo. Ahora bien, si se considera la venta o utilización del capital de trabajo de la división pañales en el 2010, para el periodo de proyección se estima una menor inversión en capital de trabajo, aproximadamente de \$65m en promedio durante el periodo proyectado (comparado con \$163m del promedio de 2009 y 2010).

Consideramos que existe un bajo riesgo de refinanciamiento en el corto y mediano plazo por la estructura del calendario de pasivos, en la cual los pagos más importantes son en 2015 y 2016 y exceden nuestro horizonte de proyección.

Pensamos que puede ser más importante la evolución de nuestro principal indicador de cobertura de servicio de deuda (DSCR por sus siglas en ingles), y que calculamos mediante la relación de la suma del FLE más intereses ganados y la caja inicial, entre la suma de las amortizaciones brutas más intereses pagados. Este indicador evoluciona para los años de 2011 a 2013, de la siguiente manera: 2.1x, 4.5x y 6.7x, respectivamente.

Copamex (Base): Análisis de DSCR basado en Flujo Libre de Efectivo			
	2011P	2012P	2013P
Req. de Capital de trabajo	6.1	(74.9)	(124.9)
FLE	140.8	200.0	231.6
Intereses cobrados	3.3	3.1	4.6
FLE ajustado por Capital de Trabajo	70.1	210.3	292.0
Amortizaciones Calendarizadas	(286.5)	(179.6)	(267.7)
Revolencia estimada	267.9	179.6	267.7
Pagos de Interes	(104.7)	(115.7)	(113.3)
Deuda Fin	1,790.2	1,797.0	1,815.2
Caja Inicial	187.1	310.9	464.0
Deuda Neta fin	1,603.1	1,486.1	1,351.2
Años de Pago de Deuda Neta	22.9	7.1	4.6
DSCR Annual sin caja	0.6	1.8	2.6
DSCR Anual con caja	2.1	4.5	6.7

Fuente: HR Ratings de México proyecciones

Por lo que se refiere a la rentabilidad del negocio, podemos apreciar una evolución favorable del indicador ROCE (Return on Capital Employed = [EBIT – impuestos] / capital de trabajo empleado) dentro del marco de nuestras proyecciones. En el 2009 y 2010, este indicador se ubicó en 2.9% y 2.2%, respectivamente. Nosotros para el 2011 lo proyectamos en 2.3% y posteriormente, para 2012 y 2013 lo estimamos en 3.7% y 4.8%, respectivamente. Esta evolución en el indicador ROCE se encuentra justificada dado el crecimiento en EBITDA esperado relacionado a los proyectos que la Empresa está comenzando a implementar con el objetivo de incrementar su eficiencia.

Asimismo, el indicador de ventas / activo fijo promedio de la Empresa también evoluciona favorablemente dentro de nuestras proyecciones, manteniendo la tendencia histórica. En el 2009 y 2010 este indicador se ubicó en 74% y 84%, respectivamente, mientras que para el 2011 al 2013, nosotros lo proyectamos en 87%, 93% y 98%. Considerar un incremento en ventas a la vez que se estima una mayor eficiencia de los activos empleados, da lugar a una evolución favorable de este indicador.

La rentabilidad del negocio es un elemento que consideramos relevante, toda vez que mientras el negocio sea rentable, se estima un mayor compromiso por parte de los accionistas en el impulso de la Empresa.

Finalmente, el elemento de impuestos es importante. La Empresa no paga IETU y su tasa efectiva de impuestos causados del ISR es baja. Por lo tanto, para el periodo proyectado del 2012 al 2013, estimamos que la tasa será del 25%, mientras que para el 2011 proyectamos 21.1% cifra superior a lo reportado a marzo 2011, con el fin de mantener estimaciones conservadoras. Por otro lado, los impuestos diferidos han sido una cuenta importante, y en buena medida se originan de pérdidas fiscales.

Escenario de Estrés

En nuestro escenario de estrés se considera una evolución menos favorable en cuanto al volumen de ventas, lo que en consecuencia afecta tanto la cantidad de recursos generados por la compañía, como la utilización de estos en términos de capital de trabajo.

Por lo que se refiere a los ingresos esperamos que las ventas bajen en términos nominales durante todo el periodo proyectado de 2011 a 2013 con caídas de -3.1%, -0.2% y -0.4%, respectivamente. Estos niveles se comparan desfavorablemente contra crecimientos de 0.7%, 5% y 5% del escenario base para los mismos periodos de referencia. Como consecuencia de lo anterior y tomando en cuenta que aproximadamente el 70% de los costos son variables, no se consideraron cambios en el margen bruto. El margen EBITDA por otro lado se proyectaron menores niveles que en el escenario base pasando de 6.2% en el 2011 a 8.3% en el 2013. Estos márgenes se comparan con los del escenario base de 7.1% en el 2011 y 10.4% en el 2013. Como punto de referencia, al final del periodo de proyección, en el año 2013, el EBITDA del escenario de estrés es un 31% menor al del escenario base.

Por lo que se refiere al CAPEX en este escenario, se consideraron los mismos niveles de inversión para el periodo de 2011 a 2013, así como el mismo CAPEX de mantenimiento.

Bajo este escenario se observa una evolución de deuda neta también de modo descendiente, aunque menos favorable que en el escenario base. Proyectamos que esta se ubique en \$1,656m en el 2011 y posteriormente

evolucione a \$1,508m en 2013. Considerando lo anterior, la razón Deuda Neta / EBITDA para el periodo de proyección se ubica en 4.8x, 3.7x y 3.3x para el 2011, 2012 y 2013, respectivamente.

Considerando el indicador (Deuda Neta – Fideicomiso) / EBITDA, bajo este escenario se ubica en 3.12x en el 2011 y hacia finales del periodo de proyección, en el 2013, alcanza 1.99x.

Asimismo, se considera una menor utilización de capital de trabajo bajo este escenario. Como punto de referencia, en el escenario base se considera en promedio anual una utilización de capital de trabajo de \$65m para el periodo de proyección, mientras que en el escenario de estrés es de \$15m.

Respecto a los impuestos, se mantuvo la misma tasa efectiva que en el escenario base del 25% en el 2012 y 2013, mientras que en el 2011 se consideró 8%.

Bajo este escenario se espera que el FLE promedio de 2011 a 2013 sea \$139m y se compara desfavorablemente con el del escenario base de \$191m. Ahora, si se compara el FLE del escenario de estrés contra la deuda neta al cierre del primer trimestre de 2011 de \$1,613m, en promedio representa 11.6 años de FLE para amortizar el total de la deuda neta, y comparada con el FLE promedio de 2012 y 2013, años en que se esperan los beneficios de las inversiones, se estima 9.8años.

En cuanto a la evolución de los indicadores de DSCR, sin incluir la caja inicial, este evoluciona de 0.6x en el 2011 a 1.7x en el 2013, mientras que con caja inicial, va de 1.7x en 2011 a 4.6x en 2013.

Copamex (Estrés): Análisis de DSCR basado en Flujo Libre de Efectivo			
	2011P	2012P	2013P
Req. de Capital de trabajo	2.3	10.4	(58.6)
FLE	87.9	182.2	148.2
Intereses cobrados	3.4	2.1	3.1
FLE ajustado por Capital de Trabajo	70.3	156.5	191.4
Amortizaciones Calendarizadas	(286.5)	(179.6)	(267.7)
Revolencia estimada	267.9	179.6	267.7
Pagos de Interes	(104.7)	(115.7)	(113.3)
Deuda Fin	1,790.2	1,797.0	1,815.2
Caja Inicial	134.3	239.4	307.5
Deuda Neta fin	1,655.9	1,557.6	1,507.8
Años de Pago de Deuda Neta	23.5	10.0	7.9
DSCR Anual sin caja	0.6	1.4	1.7
DSCR Anual con caja	1.7	3.4	4.4

Fuente: HR Ratings de México proyecciones

En cuanto al ROCE, este indicador también mantiene una evolución favorable bajo este escenario, aunque en menor medida que en el



Copamex, S.A. de C.V.

Calificación Corporativa Corto y Largo Plazo y Programa de CEBURS de Corto Plazo

25 de julio de 2011

Calificación Corporativa

HR2

HR BBB+

La nueva alternativa en calificación de valores.

escenario base. Para el periodo del 2011 a 2013, proyectamos que el indicador se encuentre en niveles de 1.6%, 2.3% y 2.8%, respectivamente, toda vez que se proyectan menores niveles de EBITDA, a la vez considerando menos efectividad de los proyectos implementados.

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Anexos

COPAMEX (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Ventas Netas	5,423.2	5,770.6	5,809.7	6,099.1	6,406.5
Costo de bienes vendidos (efectivo)	4,156.5	4,586.0	4,613.5	4,757.9	4,972.1
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,266.7	1,184.7	1,196.2	1,341.2	1,434.5
Gastos de Operación	774.2	772.6	782.8	782.7	766.4
UOPADA (EBITDA)	492.5	412.0	413.5	558.5	668.1
Depreciación y Amortización	182.6	194.6	190.6	188.9	187.5
Utilidad Operativa	309.9	217.4	222.8	369.7	480.6
Otros Ingresos y (gastos) netos	-66.5	-86.3	-48.8	-58.8	-58.8
Utilidad de Operaciones Normales	243.4	131.2	174.1	310.9	421.8
Resultado Integral de Financiamiento	-274.3	-228.9	-63.9	-193.6	-205.1
Intereses Pagados	163.7	149.2	117.5	115.7	113.3
Utilidad (Pérdida) en Actualiz. de UDIS	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2
Otros Gastos Financieros	120.9	88.1	68.2	73.1	75.7
Ingresos por Intereses	0.0	4.6	3.3	3.1	4.6
Ingreso Financiero Neto	-284.6	-232.7	-182.5	-186.0	-184.6
Resultado Cambiario	10.3	3.9	118.6	-7.6	-20.6
Resultado por posición monetaria	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad después del RIF	-31.0	-97.7	110.2	117.3	216.7
Participación en Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad antes de Impuestos	-31.0	-98.4	110.2	117.3	216.7
Impuestos sobre la Utilidad	-132.3	-13.8	19.8	29.3	54.2
Impuestos Causados	11.4	35.9	19.8	29.3	54.2
Impuestos Diferidos	-143.7	-49.6	0.0	0.0	0.0
Resultado antes de operaciones discontinuadas	101.4	-84.6	90.4	88.0	162.5
Operaciones Discontinuadas	55.7	399.6	0.0	0.0	0.0
Utilidad Neta Consolidada	157.1	315.0	90.4	88.0	162.5
Margen Bruto	23.36	20.53	20.59	21.99	22.39
Margen EBITDA	9.08	7.14	7.12	9.16	10.43
Margen de Operación	5.71	3.77	3.84	6.06	7.50
Tasa de Impuestos (%)	427.42	13.98	17.94	25.00	25.00
Cobertura de Intereses Netos	3.01	2.85	3.62	4.96	6.15

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Nota: Derivado de la venta de la subsidiaria Higiene Infantil de México, S.A. de C.V., los 9 meses de operación de 2010 de dicha compañía, así como los rubros tanto del balance general y el estado de resultados correspondientes del año 2009, se presentan como parte de los rubros correspondientes a operaciones discontinuadas.

COPAMEX (Base): Balance en Ps Nominales (m)

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
ACTIVO TOTAL	9,626.2	9,527.1	9,467.6	9,553.4	9,796.7
Activo Circulante	2,376.4	2,664.9	2,735.1	2,891.7	3,162.0
Efectivo e Inversiones Temporales	109.7	268.0	187.1	310.9	464.0
Efectivo	66.9	208.3	135.8	225.8	336.9
Inversiones Temporales	42.8	59.7	51.2	85.2	127.1
Cuentas y Documentos por Cobrar	1,133.0	1,318.1	1,377.8	1,436.2	1,523.1
Otras Cuentas y Documentos Por Cobrar (Neto)	112.5	96.2	235.2	195.2	177.7
Inventarios	699.6	808.8	866.0	876.9	921.1
Otros Activos Circulantes	321.6	173.7	69.0	72.5	76.1
Activo a Largo Plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,985.8	6,729.2	6,605.9	6,540.4	6,518.6
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	264.0	133.0	126.6	121.3	116.1
Gastos Amortizables	94.6	133.0	126.6	121.3	116.1
PASIVO TOTAL	5,322.0	5,189.8	5,173.5	5,152.4	5,181.2
Pasivo Circulante	2,252.2	1,717.5	1,856.8	1,819.3	1,816.9
Proveedores	1,177.9	1,293.3	1,334.3	1,302.6	1,305.4
Pasivo con Costo de Corto Plazo	505.5	10.7	105.3	105.7	106.7
Otros Pasivos Circulantes Sin Costo	221.1	413.5	417.3	411.0	404.8
Intereses por Pagar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros	221.1	413.5	417.3	411.0	404.8
Pasivo con Costo a Largo Plazo	1,349.1	1,829.8	1,684.9	1,691.3	1,708.5
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	1,720.8	1,642.5	1,631.8	1,641.8	1,655.8
Impuestos Diferidos	1,282.5	1,149.4	1,136.3	1,144.3	1,156.3
Otros	438.3	493.5	495.5	497.5	499.4
CAPITAL CONTABLE	4,304.6	4,337.0	4,294.0	4,401.0	4,615.4
Capital Contribuido, Utilidades Retenidas y Otros	4,147.1	4,022.0	4,203.6	4,313.1	4,453.0
Utilidades del Ejercicio	157.5	315.0	90.4	88.0	159.4
Deuda Total	1,855	1,841	1,790	1,797	1,815
Deuda Neta	1,745	1,573	1,603	1,486	1,351
Deuda Neta / EBITDA	3.54	3.82	3.88	2.66	2.02
(Deuda Neta - Fideicomiso) / EBITDA*	2.48	2.32	2.49	1.63	1.14

Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México y de la empresa

*Conforme a metodología de la Empresa, considera la deuda neta sin incluir el monto por el crédito del programa de financiamiento de cuentas por cobrar que en 2009 representaba US\$40m y del 2010 en adelante, US\$50m.

COPAMEX (Base): Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	-27.7	-98.4	110.2	117.3	216.7
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Depreciación y Amortización	182.6	194.6	190.6	188.9	187.5
Intereses a Favor	0.0	0.0	-3.3	-3.1	-4.6
Otras Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	-0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	182.3	195.2	187.3	185.7	182.8
Intereses Devengados	175.7	97.1	117.5	115.7	113.3
Otras Partidas	-34.0	-63.9	0.0	0.0	0.0
Partidas Relacionadas con Actividades de Financiamient	141.7	33.2	117.5	115.7	113.3
Flujo Derivado a Resul. antes de Impuestos a la Utilidad	296.3	130.0	414.9	418.7	512.8
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	123.2	-185.0	14.6	-58.4	-86.9
Decremento (Incremento) en Inventarios	14.5	-119.0	-53.1	-10.9	-44.2
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-26.1	-81.4	-84.4	36.6	13.9
Incremento (Decremento) en Proveedores	-171.9	115.4	41.0	-31.6	2.8
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-2.8	6.6	88.0	-10.5	-10.5
Movimientos en Capital de Trabajo	-63.1	-263.4	6.1	-74.9	-124.9
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0.0	0.0	-15.9	-21.3	-42.2
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-63.1	-263.4	-9.8	-96.2	-167.1
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación	233.2	-133.5	405.1	322.5	345.7
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-90.2	-318.6	-192.3	-99.6	-109.9
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	10.5	24.3	0.0	0.0	0.0
Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo	-79.6	-294.3	-192.3	-99.6	-109.9
Inver. Neta en Act. Intangibles y Otras Permanentes	-14.8	-44.1	0.0	0.0	0.0
Intereses Cobrados	0.0	0.0	3.3	3.1	4.6
Dividendos Cobrados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Decr. (Incr) Anticipos / Préstamos a terceros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operaciones Discontinuas	65.6	637.8	0.0	0.0	0.0
Otras Partidas	65.6	637.8	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-28.8	299.3	-189.0	-96.5	-105.2
Efectivo Exced. (Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	204.4	165.8	216.2	226.0	240.5
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Financiamientos Bancarios	393.7	1,904.4	267.9	179.6	267.7
Financiamientos Bursátiles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros Financiamientos	45.0	0.0	0.1	0.2	0.2
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	438.7	1,904.4	268.1	179.9	267.9
Amortización de Financiamientos Bancarios	-178.8	-1,852.4	-286.5	-179.6	-267.7
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-315.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortizaciones Bancarias, Bursátiles y Otros	-493.8	-1,852.4	-286.5	-179.6	-267.7
Intereses Pagados	-171.2	-99.2	-104.7	-115.7	-113.3
Financiamiento "Ajeno"	-226.2	-47.2	-123.1	-115.5	-113.1
Incrementos (Decrementos) en el Capital Social	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados	0.0	-63.5	0.0	0.0	0.0
Otras Partidas	5.5	11.0	0.0	0.0	0.0
Financiamiento "Propio"	5.5	-52.5	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Act. de Financiamiento	-220.7	-99.7	-123.1	-115.5	-113.1
Incr. (Decr.) neto de Efectivo y Equivalentes	-16.3	66.1	93.1	110.5	127.4
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equivalentes	52.5	71.0	-122.5	7.0	19.5
Efectivo y equivalentes al Principio del Periodo	100.4	109.7	246.7	217.3	334.9
Efectivo y equivalentes al Final del Periodo	109.7	246.7	217.3	334.9	481.7
Gasto de Inversión por Mantenimiento	136	165	142	130	134
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	149	-228	141	200	232

Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México y de la empresa

Nota: La partida "Amortización de Financiamientos Bancarios" en el año 2011 incluye \$238m reportados a marzo 2011 correspondientes a deuda de carácter revolvente

COPAMEX (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Ventas Netas	5,423.2	5,770.6	5,592.0	5,582.6	5,559.5
Costo de bienes vendidos (efectivo)	4,156.5	4,586.0	4,462.4	4,383.0	4,331.5
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,266.7	1,184.7	1,129.6	1,199.6	1,228.0
Gastos de Operación	774.2	772.6	782.8	782.7	766.4
UOPADA (EBITDA)	492.5	412.0	346.8	416.9	461.6
Depreciación y Amortización	182.6	194.6	190.6	188.9	187.5
Utilidad Operativa	309.9	217.4	156.2	228.1	274.2
Otros Ingresos y (gastos) netos	-66.5	-86.3	-48.8	-58.8	-58.8
Utilidad de Operaciones Normales	243.4	131.2	107.4	169.3	215.4
Resultado Integral de Financiamiento	-274.3	-228.9	-62.5	-190.6	-200.3
Intereses Pagados	163.7	149.2	117.5	115.7	113.3
Utilidad (Pérdida) en Actualiz. de UDIS	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2
Otros Gastos Financieros	120.9	88.1	66.8	69.4	69.8
Ingresos por Intereses	0.0	4.6	3.4	2.1	3.1
Ingreso Financiero Neto	-284.6	-232.7	-181.0	-183.2	-180.3
Resultado Cambiario	10.3	3.9	118.5	-7.4	-20.0
Resultado por posición monetaria	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad después del RIF	-31.0	-97.7	44.8	-21.4	15.1
Participación en Subsidiarias no Consolidadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad antes de Impuestos	-31.0	-98.4	44.8	-21.4	15.1
Impuestos sobre la Utilidad	-132.3	-13.8	3.4	-5.3	3.8
Impuestos Causados	11.4	35.9	3.4	-5.3	3.8
Impuestos Diferidos	-143.7	-49.6	0.0	-0.0	0.0
Resultado antes de operaciones discontinuadas	101.4	-84.6	41.4	-16.0	11.3
Operaciones Discontinuadas	55.7	399.6	0.0	0.0	0.0
Utilidad Neta Consolidada	157.1	315.0	41.4	-16.0	11.3
Margen Bruto	23.36	20.53	20.20	21.49	22.09
Margen EBITDA	9.08	7.14	6.20	7.47	8.30
Margen de Operación	5.71	3.77	2.79	4.09	4.93
Tasa de Impuestos (%)	427.42	13.98	7.65	25.00	25.00
Cobertura de Intereses Netos	3.01	2.85	3.04	3.67	4.19

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Nota: Derivado de la venta de la subsidiaria Higiene Infantil de México, S.A. de C.V., los 9 meses de operación de 2010 de dicha compañía, así como los rubros tanto del balance general y el estado de resultados correspondientes del año 2009, se presentan como parte de los rubros correspondientes a operaciones discontinuadas.

COPAMEX (Estrés): Balance en Ps Nominales (m)

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
ACTIVO TOTAL	9,626.2	9,527.1	9,302.6	9,264.9	9,301.8
Activo Circulante	2,376.4	2,664.9	2,570.1	2,603.1	2,667.1
Efectivo e Inversiones Temporales	109.7	268.0	134.3	239.4	307.5
Efectivo	66.9	208.3	97.5	173.8	223.2
Inversiones Temporales	42.8	59.7	36.8	65.6	84.2
Cuentas y Documentos por Cobrar	1,133.0	1,318.1	1,308.9	1,297.6	1,304.7
Otras Cuentas y Documentos Por Cobrar (Neto)	112.5	96.2	235.2	195.2	183.7
Inventarios	699.6	808.8	822.7	798.5	795.2
Otros Activos Circulantes	321.6	173.7	69.0	72.5	76.1
Activo a Largo Plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,985.8	6,729.2	6,605.9	6,540.4	6,518.6
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	264.0	133.0	126.6	121.3	116.1
Gastos Amortizables	94.6	133.0	126.6	121.3	116.1
PASIVO TOTAL	5,322.0	5,189.8	5,057.5	5,016.9	4,990.6
Pasivo Circulante	2,252.2	1,717.5	1,740.8	1,683.8	1,626.4
Proveedores	1,177.9	1,293.3	1,218.2	1,167.1	1,114.9
Pasivo con Costo de Corto Plazo	505.5	10.7	105.3	105.7	106.7
Otros Pasivos Circulantes Sin Costo	221.1	413.5	417.3	411.0	404.8
Intereses por Pagar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros	221.1	413.5	417.3	411.0	404.8
Pasivo con Costo a Largo Plazo	1,349.1	1,829.8	1,684.9	1,691.3	1,708.5
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	1,720.8	1,642.5	1,631.8	1,641.8	1,655.8
Impuestos Diferidos	1,282.5	1,149.4	1,136.3	1,144.3	1,156.3
Otros	438.3	493.5	495.5	497.5	499.4
CAPITAL CONTABLE	4,304.6	4,337.0	4,245.1	4,248.0	4,311.1
Capital contribuido, Utilidades Retenidas y Otros	4,147.1	4,022.0	4,203.7	4,264.1	4,299.8
Utilidades del Ejercicio	157.5	315.0	41.4	-16.0	10.2
Deuda Total	1,855	1,841	1,790	1,797	1,815
Deuda Neta	1,745	1,573	1,656	1,558	1,508
Deuda Neta / EBITDA	3.54	3.82	4.78	3.74	3.27
(Deuda Neta - Fideicomiso) / EBITDA*	2.48	2.32	3.12	2.35	1.99

Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México y de la empresa

*Conforme a metodología de la Empresa, considera la deuda neta sin incluir el monto por el crédito del programa de financiamiento de cuentas por cobrar que en 2009 representaba US\$40m y del 2010 en adelante, US\$50m.

COPAMEX (Estrés): Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	-27.7	-98.4	44.8	-21.4	15.1
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Depreciación y Amortización	182.6	194.6	190.6	188.9	187.5
Participación en Subsidiarias No Consolidadas	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Intereses a Favor	0.0	0.0	-3.4	-2.1	-3.1
Otras Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	-0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	182.3	195.2	187.2	186.7	184.4
Intereses Devengados	175.7	97.1	117.5	115.7	113.3
Otras Partidas	-34.0	-63.9	0.0	0.0	0.0
Partidas Relacionadas con Actividades de Financiamient	141.7	33.2	117.5	115.7	113.3
Flujo Derivado a Resul. antes de Impuestos a la Utilidad	296.3	130.0	349.5	281.1	312.8
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	123.2	-185.0	83.5	11.3	-7.1
Decremento (Incremento) en Inventarios	14.5	-119.0	-9.8	24.2	3.3
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-26.1	-81.4	-84.4	36.6	7.9
Incremento (Decremento) en Proveedores	-171.9	115.4	-75.1	-51.1	-52.2
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-2.8	6.6	88.0	-10.5	-10.5
Movimientos en Capital de Trabajo	-63.1	-263.4	2.3	10.4	-58.6
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0.0	0.0	0.4	13.3	8.2
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-63.1	-263.4	2.7	23.7	-50.4
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación	233.2	-133.5	352.2	304.8	262.4
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-90.2	-318.6	-192.3	-99.6	-109.9
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	10.5	24.3	0.0	0.0	0.0
Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo	-79.6	-294.3	-192.3	-99.6	-109.9
Inver. Neta en Act. Intangibles y Otras Permanentes	-14.8	-44.1	0.0	0.0	0.0
Intereses Cobrados	0.0	0.0	3.4	2.1	3.1
Dividendos Cobrados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Decr. (Incr) Anticipos / Préstamos a terceros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operaciones Discontinuas	65.6	637.8	0.0	0.0	0.0
Otras Partidas	65.6	637.8	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-28.8	299.3	-188.9	-97.5	-106.8
Efectivo Exced. (Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	204.4	165.8	163.3	207.3	155.6
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Financiamientos Bancarios	393.7	1,904.4	267.9	179.6	267.7
Financiamientos Bursátiles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros Financiamientos	45.0	0.0	0.1	0.2	0.2
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	438.7	1,904.4	268.1	179.9	267.9
Amortización de Financiamientos Bancarios	-178.8	-1,852.4	-286.5	-179.6	-267.7
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-315.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortizaciones Bancarias, Bursátiles y Otros	-493.8	-1,852.4	-286.5	-179.6	-267.7
Intereses Pagados	-171.2	-99.2	-104.7	-115.7	-113.3
Financiamiento "Ajeno"	-226.2	-47.2	-123.1	-115.5	-113.1
Incrementos (Decrementos) en el Capital Social	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados	0.0	-63.5	0.0	0.0	0.0
Otras Partidas	5.5	11.0	0.0	0.0	0.0
Financiamiento "Propio"	5.5	-52.5	0.0	0.0	0.0
Flujos Netos de Efectivo de Act. de Financiamiento	-220.7	-99.7	-123.1	-115.5	-113.1
Incr. (Decr.) neto de Efectivo y Equivalentes	-16.3	66.1	40.2	91.8	42.5
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equivalentes	52.5	71.0	-122.5	7.0	19.3
Efectivo y equivalentes al Principio del Periodo	100.4	109.7	246.7	164.5	263.3
Efectivo y equivalentes al Final del Periodo	109.7	246.7	164.5	263.3	325.2
Gasto de Inversión por Mantenimiento	136	165	142	130	134
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	149	-228	88	182	148

Fuente: Proyecciones de HR Ratings de México basados en los reportes de la compañía

Nota: La partida "Amortización de Financiamientos Bancarios" en el año 2011 incluye \$238m reportados a marzo 2011 correspondientes a deuda de carácter revolvente



Copamex, S.A. de C.V.

Calificación Corporativa Corto y Largo Plazo y Programa de CEBURS de Corto Plazo

25 de julio de 2011

Calificación Corporativa

HR2

HR BBB+

La nueva alternativa en calificación de valores.

Las calificaciones de HR Ratings de México S.A. de C.V. son opiniones de calidad crediticia y no son recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento. La calificación otorgada no constituye una recomendación de inversión y puede estar sujeta a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las Metodologías de HR Ratings de México, S.A. de C.V., en términos del artículo 7, fracción III, de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores. HR Ratings de México basa sus calificaciones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables. HR Ratings de México, sin embargo, no garantiza, la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de los emisores de instrumentos de deuda calificados por HR Ratings de México han pagado una cuota de calificación crediticia basada en la cantidad y tipo emitida por cada instrumento. La bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso a la alza o a la baja, la calificación, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings de México. La calificación que otorga HR Ratings de México es de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y en cumplimiento de la normativa aplicable que se encuentran en la página de la calificadoradora www.hrratings.com, donde se puede consultar documentos como el código y políticas de conducta, normas para el uso de información confidencial, metodologías, criterios y calificaciones vigentes.

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.