

Corporativo/Venezuela Análisis de Riesgo

Corporación Industrial Americer, C.A. (AMERICER)

Ratings

Emisiones De Deuda	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
OQ-2006	B2	NC	Ene-06

Calificación Emisor	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	BB-	NC	Ene-06
Largo Plazo	B	NC	Ene-06

PC – Papeles Comerciales; OQ – Obligaciones Quirografarias; NC – No calificado anteriormente.

Analistas

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

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 38 44
carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com

Perfil

La Corporación Industrial Americer, C.A. (AMERICER), fundada en el año 1988, es una empresa dedicada a la fabricación y venta de cerámicas y baldosas, orientada tanto al mercado local como a la exportación, principalmente hacia Estados Unidos, siendo que sus exportaciones son realizadas a través de una empresa relacionada comercializadora de cerámicas importadas localizada en la ciudad de Miami. Las exportaciones representaron 57% de las ventas totales de la empresa durante los primeros nueve meses del año fiscal 2005.

Fortalezas y Oportunidades

- Flexibilidad en la mezcla de ventas locales y exportación
- Adecuado perfil de vencimiento de la deuda

Debilidades y Amenazas

- Deterioro reciente de indicadores de apalancamiento y cobertura de deuda
- Riesgos inherentes al proyecto de ampliación
- Inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela

Fundamentos

Los ingresos de AMERICER están representados principalmente por la comercialización de cerámicas y baldosas esmaltadas para el revestimiento de pisos y paredes. La empresa comercializa sus productos en el mercado local, a través de una gran cantidad de distribuidores a nivel nacional, aunque al cierre de octubre del año 2005, sus 10 principales clientes en Venezuela concentraron un 38% de las ventas locales. Por su parte, AMERICER vende la totalidad de sus productos destinados al mercado de exportación a Megatrade Corporation (MEGATRADE), una empresa relacionada que comercializa cerámicas importadas dentro de los Estados Unidos, localizada en la ciudad de Miami. MEGATRADE comercializa tanto los productos de AMERICER como otros productos cerámicos importados dentro de los Estados Unidos, principalmente a cadenas de tiendas de productos para el hogar, siendo que al cierre de diciembre del año 2004, el 70% de las ventas de MEGATRADE fueron realizadas a la empresa The Home Depot, Inc. (HOME DEPOT), con quien MEGATRADE mantiene relaciones comerciales desde el año 1994. Si bien la concentración de las ventas a HOME DEPOT puede ser considerada una debilidad, la calidad crediticia de este comprador y la estabilidad de la relación permiten mitigar razonablemente este riesgo.

La planta de producción de cerámicas de AMERICER posee una capacidad de producción actual de 2,64 millones de metros cuadrados anuales, a través del proceso productivo de monococción. Actualmente la empresa está emprendiendo la construcción de una nueva planta de producción, la cual añadiría 3,96 millones de metros cuadrados a la capacidad instalada, siendo que la nueva planta estará dedicada en su totalidad a la fabricación de un producto cerámico denominado "Porcellanato" el cual será comercializado tanto en el mercado local, en donde actualmente no existe producción de este tipo de producto, como para la exportación. A su vez, la empresa proyecta que dicho producto sustituya parte de los productos importados que comercializa MEGATRADE en los Estados Unidos. La alta flexibilidad comercial de la empresa le ha permitido variar la mezcla de ventas locales y exportaciones a lo largo del tiempo con relativa facilidad. Según información provista por la gerencia, la empresa ya ha acometido la totalidad de las inversiones necesarias para la puesta en marcha de la nueva planta, por lo que AMERICER estima que esta nueva facilidad esté operativa durante el primer trimestre del año 2006.

Durante el ejercicio fiscal culminado en diciembre del año 2004 y los primeros 10 meses del año fiscal a finalizar en diciembre del año 2005, las operaciones de la empresa estuvieron enmarcadas por un entorno económico relativamente más favorable, impulsando un incremento en el volumen de ventas de AMERICER en 9% para el AF04. Sin embargo, las significativas inversiones realizadas en la construcción de la nueva planta se han reflejado en un deterioro de las relaciones de apalancamiento y cobertura de deuda, lo que aunado a la volatilidad del margen operativo, ha presionado la rentabilidad en los últimos tiempos.

Enero 2006

"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

La Corporación Industrial Americer, C.A. (AMERICER), fundada en el año 1988, es una empresa dedicada a la fabricación y venta de cerámicas y baldosas, orientada tanto al mercado local como a la exportación, principalmente hacia Estados Unidos, siendo que sus exportaciones son realizadas a Megatrade Corporation (MEGATRADE), una empresa relacionada que comercializa cerámicas importadas dentro de los Estados Unidos, localizada en la ciudad de Miami.

La planta de producción de cerámicas de AMERICER está localizada en Cúa, Estado Miranda y posee una capacidad de producción actual de 2,64 millones de metros cuadrados anuales, a través de un proceso productivo de monococción. AMERICER comercializa sus productos cerámicos bajo las marcas propias "Americer" y "Regina". Es importante destacar que actualmente la empresa está emprendiendo la construcción de una nueva planta de producción, la cual añadiría 3,96 millones de metros cuadrados a la actual capacidad instalada. La nueva planta estará dedicada en su totalidad a la fabricación de un producto cerámico denominado "Porcellanato" el cual será comercializado tanto en el mercado local, en donde actualmente no existe producción de este tipo, como para la exportación, siendo que la gerencia de la empresa prevé que el "Porcellanato" producido por AMERICER sustituya parte de los productos importados que comercializa MEGATRADE en los Estados Unidos. Según información provista por la gerencia, la empresa ya ha acometido la totalidad de las inversiones necesarias para la puesta en marcha de la nueva planta, la cual aumentará la plantilla de trabajadores de 230 a 400 personas. AMERICER estima que la nueva planta esté operativa durante el primer trimestre del año 2006.

En el año 1994, Industria Amerifel, C.A. (AMERIFEL), empresa relacionada de AMERICER, decidió adquirir Molinos San Antonio S.A. (MOLISANCA) una empresa dedicada a la explotación del mineral feldespatos, uno de los principales insumos utilizados en la elaboración de productos cerámicos. MOLISANCA posee una concesión de 20 años (prorrogable a 40 años) otorgada en el año 1994, para la explotación de este mineral en 70 hectáreas localizadas en Tinaquillo, Estado Cojedes. De acuerdo con información suministrada por la gerencia se estima que las reservas probadas de feldespatos presentes en la concesión otorgada a MOLISANCA alcanzan unos 1,77 millones de metros cúbicos del mineral. Es importante destacar que durante el mes de septiembre del año 2004, los accionistas de AMERICER y AMERIFEL completaron un proceso de fusión de ambas empresas.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2000-2004, auditados por la firma Peñaloza, Bravo y Asociados. Los estados financieros empleados fueron preparados de conformidad con los principios de contabilidad de aceptación general e incluyen el efecto de la inflación.

▪ Operaciones

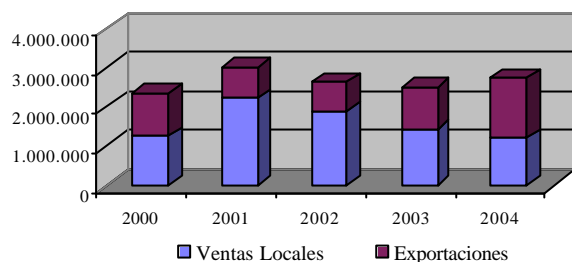
Los ingresos de AMERICER están representados principalmente por la comercialización de cerámicas y baldosas esmaltadas para el revestimiento de pisos y paredes. La empresa comercializa sus productos en el mercado local, a través de una gran cantidad de distribuidores a nivel nacional, siendo que sus 10 principales clientes en Venezuela concentraron un 38% de las ventas locales al cierre de octubre del año 2005. La empresa gestiona el transporte de la mercancía vendida y los insumos necesarios para su proceso productivo a través de transportistas independientes, siendo que la empresa no posee centros de distribución ni una red de transporte propia.

Por su parte, en el caso de las exportaciones, AMERICER vende la totalidad de sus productos destinados a este mercado a través de MEGATRADE, quien comercializa productos cerámicos importados dentro de los Estados Unidos, principalmente hacia cadenas de tiendas de productos para el hogar, siendo que al cierre de diciembre del año 2004, el 70% de las ventas de MEGATRADE fueron realizadas a la empresa The Home Depot, Inc (HOME DEPOT) cuyas calificaciones de riesgo se corresponden con AA para el largo plazo y F-1+ para el corto plazo (www.fitchratings.com). HOME DEPOT es la empresa minorista de artículos para el hogar más grande del mundo y la segunda minorista más importante de los Estados Unidos, operando un total de 1.890 tiendas entre Estados Unidos, Canadá y México. La importancia de HOME DEPOT como canal de distribución dentro de los ESTADOS UNIDOS ha determinado que MEGATRADE concentre la mayor proporción de sus ventas hacia este cliente. MEGATRADE ha mantenido relaciones comerciales con HOME DEPOT desde el año 1994. Por su parte, es importante destacar que la participación de los productos de AMERICER dentro de las ventas de MEGATRADE ha sido creciente. Así para el cierre de octubre del año 2005, el 55% de las ventas de MEGATRADE estuvieron representadas por productos de AMERICER.

El comportamiento de las ventas de productos cerámicos en el mercado local guarda cierta correlación con la actividad económica y principalmente con el comportamiento del sector construcción, siendo que dichas ventas suelen registrar caídas más que proporcionales que la actividad económica en las fases recesivas del ciclo, mientras que presentan rezagos en su crecimiento en las fases expansivas. Es así como el PIB del sector de la construcción cayó 10% interanual durante 2000-2003, mientras que la producción local de productos cerámicos registró una caída de 14% interanual para ese período. Por su parte, si bien la apreciación de la moneda representa un factor que explica el comportamiento de las ventas de exportación de la empresa, la flexibilidad comercial de AMERICER le ha permitido variar la mezcla de ventas (local vs. exportaciones) en función de las condiciones del mercado. En este sentido, cuando las condiciones del mercado ofrecen oportunidades de negocio en el ámbito

local, AMERICER concentra una mayor parte de sus ventas en el territorio venezolano y gestiona la producción dirigida a MEGATRADE a través de otros productores internacionales.

Gráfico N° 1
Ventas de AMERICER (m²)



▪ Estrategia y Posición Competitiva

El mercado de las cerámicas es un mercado muy competido. En el caso del mercado local, la producción de cerámicas del país ronda los 28 millones de m²/año, siendo que las empresas con mayor nivel de producción son Cerámicas Carabobo, Balgres y Caribe mientras que Americer ocupa alrededor del 11% de dicho mercado.

Dadas las posibles ventajas competitivas en términos de costo de energía y disponibilidad de materias básicas utilizadas para la producción de cerámicas en el país, la participación de baldosas de importadas representan aproximadamente el 20% de las ventas en el mercado, siendo Colombia el principal exportador de estos productos a Venezuela, concentrando un 71% de los volúmenes importados. En este sentido, el mercado local difiere en gran medida de mercados como el de Estados Unidos, en donde aproximadamente el 80% de los productos cerámicos son de origen importado.

Como se comentó anteriormente, AMERICER se encuentra en medio de un proceso de construcción de una nueva planta que más que duplicará la capacidad de producción de la empresa, alcanzando 6,6 millones de metros cuadrados anuales. Esta nueva facilidad será destinada completamente a la producción de “Porcellanato”, siendo que este producto no se fabrica actualmente en el país. La intención de la gerencia de la empresa es destinar aproximadamente el 70% de la producción de la nueva planta a la exportación, con lo cual estiman sustituir parte de los productos importados que actualmente comercializa MEGATRADE, aprovechando la alta flexibilidad comercial de AMERICER y los significativamente menores costos de flete, en comparación con los productos que MEGATRADE importa desde Europa y Asia. En el mercado local, AMERICER planea competir con este nuevo producto con el “Porcellanato” importado que comercializan las cadenas de tiendas en el país. Es importante destacar que el precio de venta del

“Porcellanato” es en promedio un 40% superior al de las baldosas cerámicas convencionales, mientras que los costos de producción del primero no son significativamente superiores, por lo que la producción de “Porcellanato” podría tener un impacto positivo en los márgenes de AMERICER.

Por otro lado, vale destacar que la adquisición de MOLISANCA por parte de AMERIFEL le ha permitido a la empresa contar con un suministro seguro y confiable de feldespato para el proceso de elaboración de la cerámica, reduciendo la posibilidad de interrupciones en el proceso productivo.

▪ Aspectos Regulatorios

El mercado de productos cerámicos no cuenta con ningún tipo de regulación específica por parte de las autoridades locales. Sin embargo, en los mercados internacionales, algunos países imponen normas para el ingreso de baldosas y cerámicas importadas que pueden constituirse en importantes barreras a la entrada de los productos. En el caso específico de Estados Unidos, país al cual AMERICER concentra casi la totalidad de sus exportaciones, la regulación exige que los productos cerámicos importados cumplan con determinadas propiedades de dureza y absorción de agua, además de ser antideslizantes. Asimismo, la regulación exige que el producto y el contenedor sean debidamente fumigados.

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. Vale destacar que el proceso de autorización y liquidación de divisas por parte de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) se está llevando a cabo con fluidez. Sin embargo, 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.

Aún cuando el 35% de los insumos utilizados por AMERICER son de origen importado, la empresa considera que va a continuar gestionando las divisas necesarias a través de CADIVI con relativa facilidad.

▪ Desempeño Financiero¹

Durante el AF04, finalizado el 31 de diciembre de 2004, las operaciones de AMERICER estuvieron favorecidas por la continua mejora en el ambiente operativo en Venezuela, que se iniciara partir del cuarto trimestre del año 2003. Durante el AF04 se registró un crecimiento de 32% en el sector de la construcción, aunque el incremento de 9% de las ventas totales en términos de unidades de AMERICER fue totalmente explicado por el segmento de exportaciones, habida cuenta que el volumen de ventas destinado al mercado local disminuyó en un 15% durante dicho período. Por su parte, el crecimiento en los precios de los productos cerámicos, tanto en el mercado local como en el de exportación, permitió incrementar los ingresos por ventas en 46% respecto al ejercicio anterior. Es importante destacar que, para efectos del presente análisis, fue descontada de los gastos administrativos la porción correspondiente a la amortización total de la plusvalía generada por la fusión entre AMERICER Y AMERIFEL, la cual ascendió a 4.128 millones de bolívares al cierre del AF04. Dicho monto fue agregado a la cuenta de otros ingresos netos. La amortización total de la plusvalía más que compensó el aumento de la utilidad operativa, registrándose una pérdida neta de 1.083 millones de bolívares. Si se elimina el efecto de este gasto no recurrente, AMERICER hubiese registrado su mayor utilidad en los últimos 5 años.

Las mayores necesidades de financiamiento asociadas al aumento de la capacidad productiva, se reflejaron en un deterioro de los indicadores de cobertura de deuda de la empresa, siendo que la relación de deuda ajustada a EBITDA aumentó hasta 1,8 veces. Sin embargo, el menor nivel de las tasas de interés locales, compensó el crecimiento de la deuda financiera durante el período, con lo cual se registró una reducción de 54% de los gastos financieros respecto al AF03.

▪ Eventos Financieros Recientes

Las operaciones de AMERICER durante los primeros 10MAF05, culminado el 31 de octubre de 2005, continuaron enmarcadas por un ambiente de mayor dinamismo de la actividad económica interna. Sin embargo, los ingresos de AMERICER registraron una caída anualizada de 16% con relación al ejercicio anterior, arrastradas por la reducción en 9% en los volúmenes de venta anualizados. Aunado a ello, el aumento más que proporcional en los costos de producción resultó en un descenso del margen EBITDA hasta 13,8%. El significativo incremento de la deuda financiera, asociado al financiamiento de las inversiones a para la construcción de la nueva planta, generó un deterioro en los indicadores de cobertura de deuda, siendo que la relación de deuda total a

EBITDA y deuda neta ajustada a EBITDA aumentaron hasta 8,4 y 8,1 veces, respectivamente. Si bien la empresa mantiene un razonable perfil de vencimientos de la deuda financiera, con solo un 29% concentrado en el corto plazo, la alta proporción de deuda asumida para financiar la construcción de la nueva planta de producción, aunado a la incertidumbre inherente a la introducción de un nuevo producto en el mercado, incrementa el riesgo de la empresa en el tiempo.

La reducción en las posiciones en efectivo de AMERICER, resultó en una disminución de los indicadores de liquidez, siendo que la relación de efectivo a deuda a corto plazo se redujo hasta 0,08 veces. Por su parte, la disminución del EBITDA hizo que la relación de EBITDA a deuda a corto plazo mas gastos financieros se ubicara en 0,4 veces.

¹ Las cifras están expresadas en bolívares constantes del 31 de octubre de 2005.

Resumen Financiero - Corporación Industrial Americer C.A.

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de octubre de 2005)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 1.920,00 1.600,00 1.401,25 763,00 699,75

Meses 10 12 12 12 12 12
Oct-05 Dic-04 Dic-03 Dic-02 Dic-01 Dic-00

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	4,60	8,93	4,19	2,24	1,08	3,11
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	-11,63	-6,50	4,05	-5,44	0,13	3,11
Deuda Total Ajustada/EBITDA	8,38	1,79	0,62	2,37	7,98	2,56
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	8,17	0,31	0,58	2,36	7,94	2,55
Deuda Total Ajustada/Capitalización	41,0%	22,5%	14,7%	29,3%	53,7%	52,9%

Estado de Resultados

Ingresos	18.075	25.999	17.831	18.721	18.129	15.567
<i>Cambio (%)</i>	-16,6%	45,8%	-4,8%	20,3%	16,5%	n.d.
EBITDA	2.501	5.829	5.901	3.213	1.170	5.352
<i>Margen EBITDA</i>	13,8%	22,4%	33,1%	17,2%	6,5%	34,4%
Depreciación y Amortización	1.856	2.401	1.628	2.148	4.683	11.073
EBIT	644	3.429	4.273	1.065	-3.513	0
Gastos Financieros	544	653	1.409	1.437	1.084	1.720
<i>Costo Financiero Implícito (%)</i>	3,7%	9,3%	25,0%	13,5%	9,4%	n.d.
Utilidad Neta	1.022	-1.083	4.002	-985	-4.112	-4.659
<i>Retorno sobre Patrimonio Promedio*</i>	3,40%	-3,80%	20,26%	-7,44%	-40,69%	n.d.
<i>Retorno sobre Activo Promedio*</i>	1,83%	-2,54%	11,22%	-3,09%	-13,70%	n.d.

Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	2.431	4.582	5.635	2.832	1.544	n.d.
Variación en Capital de Trabajo	-834	-2.431	-1.176	1.606	2.901	n.d.
Flujo de Caja Operativo Neto	1.597	2.151	4.459	4.438	4.445	n.d.
Inversión en Activos Fijos	-8.823	-10.076	-188	-11.030	-362	n.d.
Otras Inversiones, netas	379	-301	-6	-187	-101	n.d.
Variación Neta de Deuda	1.533	3.779	-4.337	-8.136	-5.231	n.d.
Variación Neta de Patrimonio	-813	15.916	-1.312	11.348	0	n.d.
Otros financiamientos netos	961	-3.001	1.552	3.542	1.279	n.d.
Variación Neta de Caja	-5.167	8.470	168	-25	31	n.d.
Flujo de Caja Libre	-7.700	-7.330	3.128	-7.648	2.626	n.d.

Balance

Caja y Valores Líquidos	611	8.657	187	19	44	14
Cuentas por Cobrar	1.315	1.426	1.341	1.038	1.374	1.834
Activos Totales	71.301	50.478	34.907	36.430	27.226	32.812
Deuda a Corto Plazo	7.273	1.592	1.614	3.013	6.680	9.538
Deuda a Largo Plazo	17.859	8.855	2.020	4.604	2.659	4.136
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	25.132	10.447	3.634	7.617	9.339	13.674
Total Patrimonio	36.141	35.936	21.102	18.412	8.049	12.161
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0
Total Capital	61.274	46.383	24.737	26.029	17.388	25.834

Liquidez

Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	29%	15%	44%	40%	72%	70%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,08x	5,44x	0,12x	0,01x	0,01x	0,00x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,38x	2,60x	1,95x	0,72x	0,15x	0,48x

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de octubre de 2005)

Año	2006	2007	2008	2009	> 2009
Vencimientos	2.077	5.737	4.221	1.618	4.206

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

Características de la Emisión

Emisor:	Corporación Industrial Americer C.A..
Identificación de la Emisión:	2006-I; 2006-II
Tipo de Emisión:	Obligaciones Quirografarias
Monto:	OQ-2006-I: Bs.15.000 MM OQ-2006-II: Bs.10.000 MM
Rendimiento:	Fijado al momento de la emisión
Plazo:	OQ-2006-I: 48 meses OQ-2006-II: 24 meses
Riesgo:	B2
Categoría B	Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que pertenece o en la economía.
Subcategoría B2	Se trata de instrumentos que, actualmente presentan un relativo bajo riesgo para la inversión. Tienen una adecuada capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece, o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar el riesgo.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
Uso de los Fondos:	Los fondos que sean obtenidos en la emisión de obligaciones quirografarias 2006 I y 2006 II serán usados para reestructurar los pasivos financieros de Corporación Industrial Americer C.A..
Autorización de la Emisión:	Emisión 2006-I y 2006-II aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del 16 de enero de 2006.
Información Procesada:	1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 2000-2004. 2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa. 3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de Corporación Industrial Americer C.A. publicado en enero de 2006.

Enero 2006

"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