

Corporativo/Venezuela
Análisis de Riesgo

Desarrollos Forestales San Carlos II, S.A. (DEFORSA II)

Ratings

	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
OQ-2007	A3	NC	Jun-07

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

Analistas

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

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

Perfil

La empresa Desarrollos Forestales San Carlos II, S.A. (DEFORSA II) fundada en el año 1990, se dedica a la explotación de bosques destinados a la producción de pulpa de papel por parte de su accionista Papeles Venezolanos, C.A. (PAVECA). Recientemente incorporó la actividad ganadera, carbón vegetal y la venta de otros productos de madera, siendo que estos rubros representan una porción minoritaria de las ventas.

Fortalezas y Oportunidades

- Ventas soportadas a través de un contrato de suministro de madera
- Apoyo operativo de su accionista
- Amplia experiencia en su área de operación
- Conservadores márgenes EBITDA.

Debilidades y Amenazas

- Apalancamiento relativamente elevado
- Niveles de liquidez relativamente bajos
- Variabilidad del ambiente operativo en Venezuela.

Fundamentos

La calificación de riesgo de la emisión de obligaciones quirografarias 2007 por 67.500 millones de bolívares de DEFORSA II refleja fundamentalmente el soporte de las ventas futuras de la empresa a través de un contrato de suministro de madera con su accionista Papeles Venezolanos C.A. (PAVECA). Asimismo, la calificación incorpora la trayectoria de la empresa en el área de operaciones de bosques de eucalipto, sus conservadores márgenes EBITDA. Igualmente, la calificación también toma en consideración los relativamente elevados indicadores de apalancamiento, los mayores controles gubernamentales y la volatilidad del ambiente operativo en Venezuela.

Los ingresos de DEFORSA II se derivan principalmente de las ventas de madera de Eucalipto utilizada para la producción de pulpa de papel por parte de PAVECA. La empresa fue constituida por su accionista dentro de un proyecto integral de producción de pulpa con el fin de sustituir parte de las importaciones de esta materia prima para la producción de papel. De esta forma las ventas de madera representan el 90% de los ingresos de la compañía. DEFORSA II suscribió un contrato de suministro a largo plazo a fin de vender los volúmenes de madera requeridos para la producción de pulpa de papel por parte de PAVECA. Este contrato establece los volúmenes mensuales y precios de venta de la madera, siendo que los recursos generados por este acuerdo sean suficientes y se utilicen prioritariamente por parte de DEFORSA II a la cancelación del servicio de capital e intereses de las obligaciones. Asimismo, PAVECA cancelará el monto establecido en el contrato independientemente de que DEFORSA II suministre los volúmenes requeridos.

PAVECA es la empresa líder del mercado de papel tissue en Venezuela y cuenta con conservadores indicadores financieros, caracterizados por amplios niveles de cobertura de intereses y de deuda. Sin embargo, la mayor parte de su cartera de productos está sujeta a control de precios por parte del Ejecutivo Nacional.

Dado el carácter agropecuario de las actividades de DEFORSA II, sus operaciones están reguladas por la Ley de Tierras y Desarrollo Agrario promulgada durante el año 2005. A la fecha, DEFORSA II ha obtenido el certificado de uso adecuado de las tierras, cumpliendo con lo relacionado con el racional uso de las aguas, no estando sujeto al impuesto por ociosidad de tierras.

DEFORSA II ha registrado conservadores márgenes EBITDA. Como consecuencia de los favorables precios de la madera y la mayor productividad del desarrollo forestal, la empresa mantiene elevados márgenes EBITDA, el cual alcanzó 59% para el año fiscal 2006, superior al promedio de los últimos 5 años.

Los indicadores de apalancamiento mostraron retrocesos por las mayores inversiones en la planta. La relación de deuda total ajustada a EBITDA ubicó en 2,9 veces a marzo de 2007. Aun cuando la deuda está concentrada en el corto plazo, debe destacarse, que la empresa prevé realizar una emisión de deuda a largo plazo a fin de incrementar la vida promedio de sus pasivos y mejorar los indicadores de liquidez.

Junio 2007

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

www.fitchvenezuela.com

Perfil

DEFORSA II nació en el año 1990 con el objeto de operar en la siembra y explotación de bosques de Eucalipto destinados a la producción de pulpa de papel por parte de su accionista Papeles Venezolanos, C.A. (PAVECA). A partir del año 2003, la empresa incursionó en otras actividades como la cría y venta de ganado (bovino y búfalos, principalmente), carbón vegetal y otros productos de madera (estantillos, barras de madera utilizadas para el cercado de fincas).

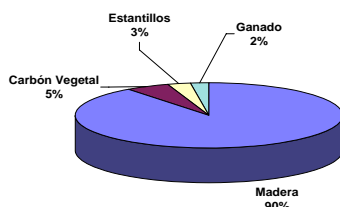
DEFORSA II es filial totalmente poseída por PAVECA, empresa productora de papel tissue con operaciones en Venezuela desde el año 1953, manteniendo en la actualidad una posición de liderazgo en los mercados donde participa. PAVECA a su vez es subsidiaria de Kruger Inc. (KRUGER), corporación canadiense con 100 años de actividades en los segmentos de papel tissue, papel para imprimir, cartones corrugados, desarrollos forestales y energía.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros consolidados de Desarrollos Forestales San Carlos II, S.A. (DEFORSA II) auditados por la firma Alcaraz Cabrera Vazquez, firma miembro de KPMG, para los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006, así como el corte correspondiente a los primeros 3MAF07. Los estados financieros empleados siguen las normas establecidas por la Comisión Nacional de Valores e incluyen el efecto de la inflación.

Operaciones

Los ingresos de DEFORSA II se derivan principalmente de las ventas de madera de Eucalipto utilizada para la producción de pulpa de papel. La empresa fue constituida por su accionista (PAVECA) dentro de un proyecto integral de producción de pulpa con el fin de sustituir parte de las importaciones de esta materia prima para la producción de papel.

Gráfico N° 1
Distribución de las Ventas
En Bolívares
Año Fiscal 2006



De esta forma, se inició el proyecto forestal, ubicado en el estado Cojedes, que actualmente consta de 5.100 hectáreas

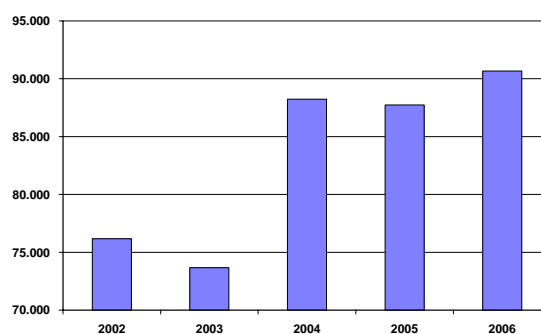
de bosques de eucalipto con una capacidad de producción de 102.000 m³ de madera, destinada fundamentalmente a proveer a la planta de pulpa de PAVECA que a la fecha tiene una capacidad de manufacturar 36.000 TM de Pulpa Quimiotermodomecánica Blanqueada (BCTMP).

Recientemente, como complemento de la actividad forestal y con el fin de usar en forma más eficiente la capacidad de producción de madera de la empresa, DEFORSA II inició la actividad ganadera, así como, la producción de carbón vegetal y de estantillos, utilizando madera de eucalipto, los cuales representan conjuntamente un 10% de los ingresos de la empresa.

Para el desarrollo del proyecto forestal DEFORSA II cuenta con el soporte técnico de KRUGER, la cual posee una amplia experiencia en la siembra y operación de bosques destinados a la producción de pulpa de papel. Debe destacarse, que la industria papelera mundial se ha orientado en mayor medida al autoabastecimiento de pulpa a través de la utilización de fibras recicladas y al uso de fibras obtenidas de bosques productivos como el eucalipto. Asimismo, en las zonas tropicales el período de maduración de los árboles de eucalipto se encuentra entre 5 y 6 años, cerca de la mitad del correspondiente en las zonas templadas.

Los precios de la madera de eucalipto siguen la tendencia de los precios de la pulpa, aún cuando su demanda se ha incrementado adicionalmente por su inicio como materia prima para la producción de biocombustibles. Como consecuencia, su precio ha registrado una importante tendencia creciente en los últimos meses, alcanzando en la actualidad un valor de 108 dólares por m³.

Gráfico N° 2
Ventas de Madera
(M³)



Durante los últimos años las ventas de madera de DEFORSA II se han mantenido en promedio cerca de los 90.000 m³ a excepción de los años 2002 y 2003, caracterizados por un importante descenso de los niveles de actividad económica. Debe destacarse por otro lado que el volumen de ventas de la empresa se ha mantenido estable

ya que está asociado directamente a la capacidad de producción de la planta de pulpa de PAVECA.

▪ Estrategia y Posición Competitiva

Varios factores inciden en el volumen de ventas de DEFORSA II. En primer lugar, el nivel de demanda de papel tissue en el mercado venezolano, dada la posición de liderazgo de PAVECA dentro del mismo, destacando que la demanda de estos productos muestra una reducida elasticidad precio, considerando su carácter de bien de primera necesidad. En segundo lugar, las ventas están en función como se citó previamente, de la capacidad de producción de la planta de pulpa de PAVECA. Por último, la capacidad de la empresa de diversificar su producción incidirá en la evolución de sus ingresos futuros.

La estrategia de la empresa por consiguiente, estará centrada en primera instancia en incrementar la participación de las ventas de otros productos como carbón vegetal y los estantillos. En el primer caso, la estrategia se sustentará en la venta a granel del producto a diversas empresas distribuidoras del producto a nivel nacional, así como el desarrollo de la marca propia *Toro*. En el segundo caso, de acuerdo a lo establecido en la Ley de Tierras y Desarrollo Agrario (ver *Aspectos Regulatorios*), las tierras dedicadas a la producción agrícola deben estar debidamente parceladas y cercadas, lo cual ha generado una mayor demanda de estantillos en los últimos meses, tendencia que se estima se mantendrá en el corto plazo. Igualmente, DEFORSA II está incursionando en el mercado de postes de madera a fin de aprovechar la mayor resistencia de los mismos al óxido, especialmente en las zonas costeras.

Adicionalmente, tomando en cuenta la disponibilidad prevista de árboles a partir del próximo año y la intención de PAVECA de reducir las importaciones de pulpa, ésta prevé culminar la expansión de su planta de producción de pulpa en 17% y llevarla hasta 42.000 TM anuales para el cierre del año 2007. Con ello los requerimientos de madera de PAVECA se incrementarán hasta 110.000 m³ a partir del año 2008.

Igualmente, DEFORSA II prevé realizar una emisión de deuda a largo en el mercado de capitales local, la cual se destinará a la sustitución de deuda a corto plazo y largo plazo.

▪ Aspectos Regulatorios

Dado el carácter agropecuario de las actividades de DEFORSA II, sus operaciones están reguladas por la Ley de Tierras y Desarrollo Agrario promulgada durante el año 2005, la cual estipula entre otros aspectos, el censo de las tierras con vocación agrícola, la determinación del adecuado uso de las mismas, así como de las aguas ubicadas dentro de dichas tierras y el pago de un impuesto en función del nivel de ociosidad de las mismas. A la fecha, DEFORSA II ha obtenido el certificado de uso adecuado de las tierras, cumpliendo con lo relacionado con el racional uso de las aguas, no estando sujeto al impuesto por ociosidad de tierras.

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, que 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 medida podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas: 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; d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero; y e) La necesidad del registro de las empresas exportadoras a fin de realizar las solicitudes de divisas.

DEFORSA II ha efectuado el registro de su deuda comercial relacionada con la adquisición de maquinarias y repuestos ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), la cual fue aprobada en su totalidad. A la fecha, tomando en cuenta la resolución 195 del Ministerio de Industrias Ligeras y Comercio, la cual estableció mayores restricciones al acceso a divisas al tipo de cambio oficial al reducir el número de materias primas, maquinarias y repuestos importables al tipo de cambio oficial, siendo que para el caso de DEFORSA II, solo ciertos repuestos están excluidos de esta resolución, los cuales implican un monto muy reducido de compras en el exterior.

▪ Desempeño Financiero¹

Durante el AF06, finalizado el 31 de diciembre de 2006, las ventas de DEFORSA II estuvieron favorecidas por el incremento del volumen de ventas de papel tissue por parte de su accionista PAVECA, aún cuando el precio promedio en términos reales se vio afectado en forma adversa por la estabilidad del tipo de cambio durante el año 2006. De esta manera, los ingresos de la empresa registraron un descenso de 2% con relación al año 2005.

DEFORSA II ha registrado conservadores márgenes EBITDA. Como consecuencia de los favorables precios de la madera y la mayor productividad del desarrollo forestal, la empresa mantiene elevados márgenes EBITDA, el cual alcanzó 59% para el año fiscal 2006, superior al promedio de los últimos 5 años.

La empresa mantiene una adecuada cobertura de gastos financieros. Para el AF06, el aumento de la deuda financiera compensó el descenso de las tasas de interés locales incidiendo en el leve aumento de los gastos

¹ Cifras expresadas en bolívares constantes del 31 de marzo de 2007.

financieros. Lo anterior unido a la caída del EBITDA con relación al AF05, implicó la disminución de la relación de EBITDA a gastos financieros, el cual no obstante se mantienen en un valor adecuado de 4,6 veces

La empresa registra un nivel de apalancamiento relativamente elevado. Al cierre de diciembre de 2006, producto los mayores requerimientos de recursos para las inversiones en planta y por las mayores necesidades de capital de trabajo, determinaron el aumento de la deuda financiera, por lo que la relación de deuda total ajustada a EBITDA se incrementó a 2,2 veces.

Debido a la concentración de la deuda financiera en el corto plazo, los indicadores de liquidez registraron una reducción con relación al AF05. De esta manera, el índice de EBITDA a deuda a corto plazo y gastos financieros se redujo a 0,6 veces.

■ Eventos Financieros Recientes¹

Para el primer trimestre del año 2007, las operaciones de DEFORSA II mantuvieron un desempeño adecuado, acorde con la calificación asignada. De esta forma, el margen EBITDA se mantuvo en niveles conservadores, aún cuando registró un descenso con relación al cierre del AF06, afectado por los mayores costos de producción.

DEFORSA II mantiene adecuados niveles de apalancamiento y de cobertura de intereses. Como consecuencia del apropiado margen EBITDA registrado durante los primeros 3MAF07, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se situó en 2,9 veces, mientras que el indicador de EBITDA a gastos financieros alcanzó 3,3 veces.

Por su parte, el índice de EBITDA a deuda a corto plazo y gastos financieros se mantuvo en un nivel relativamente bajo de 0,4 veces a marzo de 2007; aun cuando debe destacarse, que la empresa prevé realizar una emisión de deuda a largo plazo a fin de incrementar la vida promedio de sus pasivos y favorecer sus indicadores de liquidez.

Como se explicara anteriormente, las ventas futuras de la empresa estarán soportadas a través de un contrato de suministro de madera mediante el cual DEFORSA II proveerá los volúmenes de madera requeridos para la producción de pulpa de papel utilizada en las actividades industriales de su accionista PAVECA. Este contrato establece los volúmenes mensuales y precios de venta de la madera, siendo que los recursos generados por este acuerdo sean suficientes (estipulando un valor mínimo mensual) y se utilicen prioritariamente por parte de DEFORSA II a la cancelación del servicio de capital e intereses de las obligaciones, cuyo cronograma de pago forma parte integral del contrato. Asimismo, PAVECA cancelará el monto establecido en el contrato independientemente de que DEFORSA II suministre los volúmenes requeridos. Se podrán hacer ajustes a las cantidades de madera a suministrar sin que esto implique la disminución del valor mínimo mensual, con el fin de cubrir cualquier cambio de las variables macroeconómicas en Venezuela que incremente el servicio de deuda.

PAVECA es la empresa líder del mercado de papel tissue en Venezuela y cuenta con conservadores indicadores financieros, caracterizados por amplios niveles de cobertura de intereses y de deuda. Sin embargo, la mayor parte de su cartera de productos está sujeta a control de precios por parte del Ejecutivo Nacional.

Resumen Financiero - Desarrollos Forestales San Carlos II, S.A. (DEFORSA II)

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de marzo de 2007)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período	2.150,00	2.150,00	2.150,00	1.920,00	1.600,00	1.401,25	763,00
Meses	3 mar-07	12 dic-06	12 dic-05	12 dic-04	12 dic-03	12 dic-02	12 dic-01
Indicadores Financieros							
EBITDA/Gastos Financieros	3,29	4,61	5,01	7,15	1,98	0,58	0,53
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	1,48	2,59	3,02	5,16	1,19	0,63	N.D.
Deuda Total Ajustada/EBITDA*	2,85	2,16	1,67	0,88	1,94	4,97	13,56
Deuda Neta Ajustada/EBITDA*	2,83	2,14	1,59	0,86	1,86	4,82	11,33
Deuda Total Ajustada/Capitalización	50,7%	54,0%	21,9%	16,6%	24,4%	27,9%	43,2%
Estado de Resultados							
Ventas	5.289	22.324	22.767	22.095	14.904	12.859	10.756
Cambio (%)	-5,2%	-1,9%	3,0%	48,2%	15,9%	19,6%	N.D.
EBITDA	2.478	13.053	13.896	15.252	8.430	4.066	2.573
Margen EBITDA	46,9%	58,5%	61,0%	69,0%	56,6%	31,6%	23,9%
Depreciación y Amortización	0	634	685	124	124	124	1.411
EBIT	2.478	12.419	13.211	15.128	8.306	3.943	1.162
Gastos Financieros	752	2.834	2.772	2.134	4.253	6.965	4.859
Costo Financiero Implícito (%)	10,7%	11,0%	15,2%	14,3%	23,2%	25,3%	N.D.
Utilidad Neta	3.549	12.382	10.609	15.736	7.769	4.378	-181
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	55,13%	23,23%	14,14%	26,61%	15,09%	8,93%	N.D.
Retorno sobre Activo Promedio*	15,08%	12,35%	11,24%	19,69%	10,19%	5,58%	N.D.
Flujo de Caja							
Flujo de Caja Operativo	2.821	12.620	13.842	14.695	7.598	3.341	N.D.
Variación en Capital de Trabajo	-2.315	57.793	-19.262	-10.037	8.412	2.872	N.D.
Flujo de Caja Operativo Neto	506	70.413	-5.420	4.658	16.009	6.213	N.D.
Inversión en Activos Fijos	-1.365	-5.717	-5.516	-4.233	-3.358	346	N.D.
Otras Inversiones, netas	-22	34	-36	90	-9	32	N.D.
Variación Neta de Deuda	-701	2.206	6.949	-5.098	-8.062	-19.725	N.D.
Variación Neta de Patrimonio	0	-71.036	4.557	915	-9.086	1.818	N.D.
Otros financiamientos netos	1.505	3.267	252	3.307	4.577	6.180	N.D.
Variación Neta de Caja	-77	-833	786	-361	71	-5.136	N.D.
Flujo de Caja Libre	-1.954	62.295	-13.653	-1.152	9.231	320	N.D.
Balance							
Caja y Valores Líquidos	193	270	1.102	316	677	606	5.742
Cuentas por Cobrar	153	796	268	47	0	0	0
Activos Totales	94.410	93.851	106.737	81.958	77.853	74.696	82.132
Deuda a Corto Plazo	21.025	20.783	12.505	3.249	9.796	16.003	18.477
Deuda a Largo Plazo	7.225	7.415	10.654	10.182	6.599	4.200	16.414
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	28.250	28.199	23.159	13.431	16.395	20.203	34.892
Total Patrimonio	27.524	23.976	82.629	67.463	50.812	52.129	45.934
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
Total Capital	55.774	52.174	105.788	80.894	67.207	72.333	80.825
Liquidez							
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	74%	74%	54%	24%	60%	79%	53%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,01x	0,01x	0,09x	0,10x	0,07x	0,04x	0,31x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,41x	0,55x	0,91x	2,83x	0,60x	0,18x	0,11x

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

Año	2008	2009
Vencimientos	1.250	5.975

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

Características de la Emisión

Emisor:	Desarrollos Forestales San Carlos II, S.A. (DEFORSA II)
Identificación de la Emisión:	OQ-2007
Tipo de Emisión:	Obligaciones Quirografarias
Monto:	Hasta 67.500 millones de bolívares.
Rendimiento:	Fijada al momento de la emisión.
Plazo:	Cinco años.
Contrato de Suministro de Madera:	Entre el emisor y Papeles Venezolanos C.A (PAVECA) se ha celebrado un contrato de suministro de materia prima con la misma duración que el plazo de la emisión, por medio del cual PAVECA se obliga a adquirir madera de eucalipto, siendo que ésta se realizará el pago por dicha materia prima independientemente de que se haya hecho efectiva la entrega de la misma, destacando que los fondos pagados por PAVECA al emisor por el suministro de madera serán siempre utilizados para la cancelación del capital, los intereses y/o rendimiento, así como demás gastos derivados de la emisión hasta el momento en que ésta haya sido pagada en su totalidad.
Riesgo:	A3
Categoría A	Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
Subcategoría A3	Se tratan de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, solo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
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:	El cien por ciento de los fondos que se obtengan de la colocación de la emisión será utilizado para pagar obligaciones contraídas con instituciones bancarias locales, capital de trabajo e inversiones de capital. De esta manera los fondos obtenidos por la colocación estarán destinados a mantener la estructura financiera del emisor y a la realización de actividades relativas a su objeto social.
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 17 de abril de 2007.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 2001-2007.2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de Desarrollos Forestales San Carlos II, S.A. (DEFORSA II) publicado en junio de 2007.

Junio 2007

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

www.fitchvenezuela.com