

Manufactura Diversificada
Venezuela
Análisis de Crédito

Corporación SAI 888 C.A.
SAI

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	A-(ven)
Nacional de Corto Plazo	F-2(ven)
Obligaciones 2009-I	A3

Información Financiera

SAI (M VEF)	31/03/2009 (UDM)	31/12/2008
Activo Total	135.003	117.818
Patrimonio	70.267	65.573
Ingresos	157.907	154.768
EBITDA	35.097	40.322
Deuda Total	17.934	7.865

* Cifras a marzo 2009 no auditadas

Analistas

Jorge Yanes
+58 212 286 3844
jorge.yanes@fitchratings.com

Hilario Ramírez
+58 212 286 3232
hilario.ramirez@fitchratings.com

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a SAI reflejan la adecuada posición competitiva de la empresa en su mercado relevante, al erigirse como líder en el sector. Dicha posición está soportada en la licencia de exclusividad de uso de la marca Simmons en Venezuela, la cual mantiene una alta fortaleza en el mercado. Asimismo, la empresa ha generado sinergias operativas con otras empresas controladas por sus accionistas, siendo que su principal canal de distribución está representado por una cadena de tiendas que comercializa productos de la marca Simmons en el país. Los accionistas proyectan un ambicioso plan de expansión de dicho canal de distribución en los próximos 4 años, lo cual contribuiría a mantener el liderazgo de SAI en el sector.
- SAI ha mantenido un continuo incremento de su volumen de operaciones en los últimos 5 años, a pesar de la desaceleración económica que ha experimentado el país desde el segundo semestre del año 2008. La estabilidad en la generación de flujo de caja le ha permitido a la empresa mantener indicadores de cobertura de intereses y deuda en niveles conservadores, si bien la concentración de la deuda financiera en el corto plazo generan ciertas presiones en los niveles de liquidez. Las calificaciones incorporan el mayor apalancamiento esperado luego de la emisión de obligaciones propuesta, lo cual le presenta el reto a SAI de mantener un flujo de caja creciente que mitigue el riesgo de refinanciamiento que podría presentarse en el año 2013, cuando se realicen la amortización de los títulos emitidos.
- Las calificaciones también incorporan la tendencia decreciente en los márgenes de comercialización de SAI; arrastrados por las mayores dificultades de trasladar el incremento en los costos operativos en los precios de los productos. Dada la alta dependencia del proceso productivo de SAI a la procura de materia prima importada, las crecientes dificultades en la adquisición de divisas podría seguir presionando los márgenes de la empresa en el mediano plazo.
- Las operaciones de SAI conllevan una estrecha relación operativa y financiera con empresas controladas por los mismos accionistas, que participan en sectores conexos al de fabricación de colchones, derivando en una volatilidad de las cuentas por cobrar y pagar a entidades relacionadas. La transferencia de recursos hacia otras entidades que no necesariamente comparten el mismo nivel de riesgo de SAI podrían generar presiones en el flujo de caja de la empresa. La emisión de obligaciones propuesta contiene restricciones que limitan el monto de estas transferencias.

Elementos Clave de la Calificación de Riesgo

Las calificaciones asignadas pudieran ser mejoradas si la empresa logra mantener un creciente flujo de caja operativo que le permita compensar el mayor endeudamiento asumido. Por su parte, descensos adicionales en los márgenes de comercialización o mayores recursos transferidos a entidades relacionadas que presionen el flujo de caja de SAI podrían reducir las calificaciones asignadas.

Perfil

SAI, fundada en el 1998, es una empresa que se dedica a la producción y comercialización de colchones, colchonetas y almohadas, así como también a la importación de productos conexos para su distribución en el mercado local.

Perfil

SAI fue fundada en el año 1998 con el objeto de dedicarse a la manufactura y venta de colchones, colchonetas y almohadas en el territorio nacional, así como también a la importación y comercialización de productos similares. Desde el año 1999, SAI posee una licencia exclusiva para comercializar productos de las marcas Simmons. Beautyrest y Back Care, las cuales cuentan con un alto reconocimiento en el mercado.

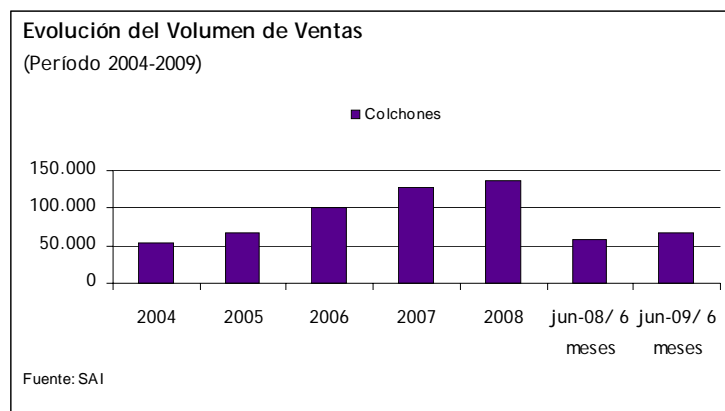
SAI es controlada desde sus inicios por una familia de empresarios venezolanos, quienes a su vez poseen un grupo de empresas que producen y comercializan colchones de diversas marcas, así como también parte de la materia prima utilizada en el proceso de producción y una red de tiendas encargadas de la distribución al detal de los productos de la marca Simmons.

Presentación de cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma local Orchilles, Labrador y Asociados para los años fiscales culminados en el período 2004-2008, así como también el corte preliminar de 3 meses finalizado el mes de marzo de 2009. Los referidos estados financieros fueron elaborados de acuerdo a los principios de contabilidad aceptados en Venezuela, los cuales reconocen los efectos de la inflación en el poder adquisitivo de la moneda.

Adicionalmente, durante el año 2007, el Gobierno Nacional decidió realizar un proceso de reconversión monetaria, cuyas bases fueron establecidas en la Ley de Reconversión Monetaria, publicada en la Gaceta Oficial Nro. 38.617 del 1ero de Febrero del año 2007. Allí se establece que a partir del 1ero de Enero del año 2008, la unidad monetaria debe ser reexpresada en el equivalente a 1.000 bolívares de los existentes hasta el año 2007. En tal sentido, para la elaboración del presente reporte, Fitch hará referencia a los valores expresados en moneda nacional como "Bolívares Fuerte". y, en los caso que aplique, colocará entre paréntesis la cifra que haya sido expresada en bolívares vigentes hasta el año 2007.

Operaciones

Los ingresos de SAI provienen principalmente de la venta de colchones, boxes y productos similares en el mercado local. Como se comentara anteriormente, la empresa mantiene desde el año 1999 la licencia de uso de las marcas Simmons en el mercado local, entre las cuales se cuentan los productos premium Beauty Rest y Back Care, además de la línea infantil Simmons Kids, los productos ortopédicos y semi-ortopédicos, además de accesorios como almohadas, cobertores, protectores de colchón, entre otros.



La empresa posee una planta de producción ubicada en Los Teques, estado Miranda, la cual tiene una capacidad de producción de 900 unidades diarias en las áreas de resortes y

cerrado, además de 1200 unidades en el área de acolchado. Es importante destacar que según estimaciones de la empresa dicha capacidad está siendo utilizada en un 78% lo que le permite a la empresa continuar satisfaciendo la demanda de sus productos sin requerir inversiones de capital en el mediano plazo.

A lo largo de los años, la licencia de uso exclusivo de las marcas de Simmons le ha permitido a SAI acceder a tecnología de última generación en la fabricación de colchones, lo que ha derivado en un adecuado control de los costos operativos y en la fabricación de productos que cumplen con los estándares de calidad de uno de los principales participantes de este mercado a nivel global. Simmons es una empresa fundada en 1870, pionera en la investigación y desarrollo de nuevas tecnologías en este mercado, con el objeto de elaborar productos de alta calidad. A lo largo de los años, Simmons ha introducido tecnologías como los resortes de acción independiente, los cuales son incluidos en los productos comercializados por SAI. Es importante destacar que las licencias de uso de las marcas de Simmons son renovables cada 5 años (última renovación en el año 2008), al tiempo que el contrato exige un pago de 7 dólares en promedio al dueño de la marca por unidad de producto vendida.

Como se comentara anteriormente, los accionistas de SAI también controlan un conjunto de empresas en Venezuela que participan o son conexas al mercado de colchones. En este sentido, durante el año 2008, el 40% de las materias primas utilizadas por SAI, constituidas principalmente por goma espuma, bases y marcos para box, fueron provistas por Corporación Monfort y Algodonera "C". Asimismo, el principal canal de distribución utilizado por SAI para la comercialización de sus productos es representado por la cadena de 25 tiendas Simmons Collections (13,3% de las ventas de la empresa al cierre del año 2008), siendo estas tres empresas pertenecientes al mismo grupo accionista de SAI. Adicionalmente, otras empresas hermanas del grupo se dedican a la fabricación de colchones bajo diversas marcas, como Divenca, Sweet Dream y Confort. Es importante que a lo largo de los años todas las empresas del grupo han mantenido una estrecha vinculación operativa y financiera, manteniendo una estructura centralizada en la toma de decisiones y en la tesorería de las mismas.

En cuanto a la distribución de ventas por canal, durante el año 2008, los 20 principales clientes representaron 51,03% de las ventas, incluyendo la cadena de tiendas Simmons Collections. Es importante destacar que el 90% de dichos clientes están representados por tiendas especializadas en ventas de muebles y colchones, representando un flujo continuo de ingresos para SAI. El 10% restante está diseminado puntuales a hoteles o a través de ferias organizadas en el país.

SAI mantiene un estricto control en su sistema de cobranza y una política de minimización de los inventarios de productos terminados, con el objeto de maximizar la gestión de capital de trabajo. La empresa otorga un plazo máximo de 20 días de financiamiento a clientes comerciales, al tiempo que mantienen una estructura de descuentos por pronto pago y de productos prepagados, los cuales han reducido los tiempos de cobranza. Por su parte, debido a que cerca del 48% del volumen de materia prima son de origen importado, la empresa es altamente dependiente a la oportuna liquidación de divisas por parte del organismo regulador. En este sentido, durante el año 2009, SAI ha registrado algunos retrasos en el pago a sus proveedores, debido a las dificultades generadas recientemente en la adquisición de divisas. Es importante destacar que si bien a la fecha la empresa ha logrado negociar extensión en los plazos con tales proveedores, esta situación podría afectar los márgenes de SAI a mediano plazo.

Estrategia y Posición Competitiva

La estrategia de SAI se ha enfocado en la continua innovación en sus productos, a través de la introducción al mercado venezolano de los productos elaborados por Simmons. Si bien la empresa ha segmentado sus modelos de acuerdo a los precios, con el objetivo atender a los distintos estratos de la población, la estrategia de la empresa se ha basado en ofrecer productos de alta calidad y de características diferenciadas, lo que apoyado en la fortaleza de la marca Simmons, ha permitido a SAI mantener una estructura de precios superior al resto de sus competidores, sin sacrificar su posición de liderazgo en el mercado. Cónsono con las características del mercado venezolano, la empresa proyecta que el 56% del volumen de ventas en los próximos cuatro años estarán concentradas en sus productos de menor precio, mientras que sus líneas media y Premium explicarían el 34% y 10%, respectivamente.

Por su parte, los accionistas de la SAI proyectan un ambicioso plan de expansión de la cadena de tiendas de Simmons Collections, en un esquema mixto bajo la modalidad de franquicia y tiendas propias que lograría la apertura de 120 tiendas en todo el país durante los próximos 4 años (40 tiendas propias principalmente situadas en Caracas). La empresa espera que dicha expansión promueva un sostenido incremento de las ventas de SAI y una mejora en los márgenes de comercialización de sus productos en el mediano plazo.

El mercado de colchones en Venezuela se encuentra relativamente poco concentrado y segmentado en cuanto a calidad y precios. Según estimaciones de SAI, los productos comercializados por SAI mantienen la posición de liderazgo, concentrando una participación de 19%, mientras que las otras 3 empresas de los accionistas que participan en este sector tienen una participación acumulada similar a la de SAI.

Desempeño Financiero

El volumen de operaciones de SAI ha mantenido una tendencia creciente desde el año 2004, impulsado por el incremento tanto del nivel de ingreso como de la propensión marginal a consumir de los particulares. Aun cuando durante el año 2009 se ha registrado una desaceleración en la actividad económica en el país, el volumen de ventas de SAI incrementó en 15% al cierre de junio del año 2009, comparado con el mismo período del año anterior.

Las mayores dificultades para trasladar el incremento de los costos operativos al precio de sus productos han derivado en una reducción del margen EBITDA de la empresa desde el año 2007, alcanzando 22% al cierre de marzo del año 2009. En el mediano plazo, las crecientes dificultades para la adquisición de divisas al tipo de cambio oficial para la procura de materia prima, podría generar presiones adicionales en los márgenes de la empresa. Sin embargo, SAI espera compensar la caída en sus márgenes de comercialización con el plan de expansión de la cadena de tiendas Simmons Collections, basado en un 66% en negocios establecidos bajo la modalidad de franquicia, con las cuales la empresa tendría un mayor poder de negociación que con distribuidores independientes.

Los indicadores de cobertura de intereses y apalancamiento son considerados adecuados y comparan favorablemente dentro de la categoría de calificación de riesgo asignada. Al cierre de marzo del año 2009, la relación de EBITDA a gastos financieros y de deuda financiera EBITDA se ubicaron en 8,06 y en 0,51 veces, respectivamente. Sin embargo, el perfil de vencimiento de la deuda financiera de SAI, concentrado en el corto plazo genera cierta presión en la liquidez de la empresa y deriva en algún riesgo de refinanciamiento. Al cierre de marzo del año 2009, las posiciones en efectivo y el flujo generado por las operaciones cubrían en 1,12 veces la deuda financiera de corto plazo. Conscientes de

esta situación, SAI espera realizar una emisión de obligaciones quirografarias por 60 millones de bolívares fuerte con vencimiento a 4 años, los recursos provenientes de la emisión cancelarían la totalidad de la deuda de corto plazo, así como también proveería de liquidez a la empresa para emprender las inversiones de capital estimadas en su plan de negocios, las cuales incluyen la compra de maquinarias y la expansión de la cadena de tiendas propiedad de los accionistas de la empresa. Las calificaciones asignadas incorporan el mayor apalancamiento esperado luego de la emisión de obligaciones prevista por la empresa.

Como se comentara anteriormente, SAI pertenece a un grupo de accionistas que a su vez controlan otras empresas que participan en el mercado de colchones en Venezuela. En este sentido, dada la estrecha vinculación operativa y financiera de las mismas, incluyendo la centralización de las tesorerías, con la consecuente volatilidad en las cuentas por cobrar y pagar a empresas relacionadas de SAI, las cuales no tienen un esquema específico de cobro, Fitch consideró calcular los principales indicadores financieros en términos combinados para el año 2008, incluyendo las empresas más importantes del grupo. Es así como al cierre del año 2008, los indicadores de cobertura de intereses y deuda se ubicaron en 6,25 y 0,39, respectivamente, niveles considerados como adecuados. La transferencia de recursos hacia entidades relacionadas que no necesariamente comparten el mismo nivel de riesgo que SAI pudiera presionar el flujo de caja de la empresa, por lo que Fitch hará seguimiento financiero en dichas empresas en términos combinados. Asimismo, la emisión de obligaciones propuesta contiene una disposición que limita el saldo de cuentas por cobrar de SAI a empresas relacionadas hasta un máximo de 50 millones de bolívares y del endeudamiento total, incluyendo emisiones públicas o privadas de deuda de SAI y todas sus empresas relacionadas a un máximo de 60 millones de bolívares fuerte.

Resumen Financiero- Estados Financieros Combinados	
Resumen Financiero	2008
Rentabilidad	
EBITDA Operativo	66.715.024,0
Margen de EBITDA	20,00
Coberturas	
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,75
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	6,25
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,80
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,80
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,55
FGO / Inversiones de Capital	0,84
Estructura de Capital y Endeudamiento	
Deuda Total Ajustada / FGO	0,37
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,39
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,21
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,00
Balance	
Total Activos	268.132.041,00
Caja e Inversiones Corrientes	12.196.507,00
Deuda Corto Plazo	26.343.930,00
Deuda Largo Plazo	
Deuda Total	26.343.930
Flujo de Caja	
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	61.395.986
Variación del Capital de Trabajo	(48.602.369)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	12.793.617,0
Inversiones de Capital	(15.293.383)
Estado de Resultados	
Ventas Netas	333.550.001
Resultado Neto	29.177.603

Resumen Financiero - Corporación SAI 888 C.A.

(Bolívares fuerte, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

	31/03/2009 (UDM)	2008	2007	2006	2005
Resumen Financiero					
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	35.097.201,5	40.322.095,5	39.119.967,3	17.504.342,7	12.598.049,7
EBITDAR Operativo	35.097.201,5	40.322.095,5	39.119.967,3	17.504.342,7	12.598.049,7
Margen de EBITDA	22,23	26,05	29,62	20,05	18,60
Margen de EBITDAR	22,23	26,05	29,62	20,05	18,60
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,93	50,03	25,72	42,43	29,42
Margen del Flujo de Fondos Libre	(8,16)	(0,27)	24,76	6,31	0,84
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,67	29,42	71,34	50,54	46,52
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,24	8,17	7,90	7,73	4,27
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	8,06	8,96	16,91	13,44	8,66
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	8,06	8,96	16,91	13,44	8,66
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,57	3,26	1,44	2,70	2,73
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,57	3,26	1,51	2,82	2,74
FGO / Cargos Fijos	4,24	8,17	7,90	7,73	4,27
FFL / Servicio de Deuda	-0,38	0,33	1,35	1,10	0,44
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-0,11	0,69	1,53	2,20	0,79
FGO / Inversiones de Capital	-7,78	0,69	4,81	13,37	2,64
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,97	0,21	1,29	0,49	0,51
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,51	0,20	0,60	0,28	0,25
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,34	0,09	0,48	(0,11)	0,12
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,51	0,20	0,60	0,28	0,25
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,34	0,09	0,48	(0,11)	0,12
Costo de Financiamiento Implícito (%)	26,42	28,56	15,40	30,71	29,59
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1	1,00	1,00	1,00	1,00
Balance					
Total Activos	135.003.474	117.818.038	94.610.590	49.465.785	32.367.211
Caja e Inversiones Corrientes	6.091.014	4.397.970	4.809.992	6.828.862	1.605.681
Deuda Corto Plazo	17.934.826	7.865.952	23.634.585	4.902.671	3.148.228
Deuda Largo Plazo					
Deuda Total	17.934.826	7.865.952	23.634.585	4.902.671	3.148.228
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.934.826	7.865.952	23.634.585	4.902.671	3.148.228
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.934.826	7.865.952	23.634.585	4.902.671	3.148.228
Total Patrimonio	70.267.640	65.573.996	50.608.205	19.878.768	18.016.852
Total Capital Ajustado	88.202.466	73.439.948	74.242.790	24.781.439	21.165.080
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	14.106.747	32.243.676	15.963.489	8.764.870	4.753.934
Variación del Capital de Trabajo	(25.529.683)	(31.318.041)	25.316.940	2.886.797	(3.841.580)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(11.422.936,4)	925.634,6	41.280.428,5	11.651.667,6	912.353,6
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.467.644)	(1.341.310)	(8.580.413)	(871.526)	(345.730)
Dividendos	0	0	0	(5.266.941)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(12.890.580)	(415.675)	32.700.015	5.513.201	566.623
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	(34.718.885)	0	(857.849)
Variación Neta de Deuda	10.523.584	0	0	0	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(2.366.996)	(415.675)	(2.018.870)	5.513.201	(291.225)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	157.907.198	154.768.242	132.089.959	87.314.697	67.747.464
Variación de Ventas (%)		17	51	29	30
EBIT Operativo	34.319.292	39.585.988	38.700.593	17.038.065	12.227.050
Intereses Financieros Brutos	4.354.919,5	4.498.315,5	2.313.365,4	1.301.961,4	1.454.396,0
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	11.803.166	17.089.956	25.143.171	9.576.624	6.670.161

* Cifras al cierre de Marzo 2009 no auditadas

Copyright © 2009 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos