

Corporativo/Venezuela Análisis de Riesgo

Corporación Industrial Americer, C.A. (AMERICER)

Ratings

Emisiones De Deuda	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Obligaciones 2007-I	B3	NC	Mar-07
Obligaciones 2006-I	B3	C1	Mar-07
Obligaciones 2006-II	B3	C1	Mar-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 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 principalmente hacia el mercado local, mientras que las exportaciones son realizadas mayoritariamente hacia Estados Unidos, a través de una empresa relacionada comercializadora de cerámicas importadas localizada en la ciudad de Miami. Las exportaciones representaron 44% de las ventas totales de la empresa durante el año fiscal 2006.

Fortalezas y Oportunidades

- Mejora en el perfil de vencimiento de la deuda
- Incremento de los indicadores de rentabilidad

Debilidades y Amenazas

- Deterioro de los indicadores de apalancamiento y cobertura de intereses
- Pérdida de competitividad de las exportaciones
- Inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela

Fundamentos

La calificación asignada a la emisión propuesta de obligaciones garantizadas de AMERICER reflejan la mejora del perfil de la deuda financiera, producto de la reestructuración de los pasivos y la constitución de una garantía hipotecaria y de un fondo de reserva que cubre 3 meses de pagos de intereses, conjuntamente con la mejora en los indicadores de rentabilidad. Asimismo, las calificaciones también incorporan las aún débiles relaciones de cobertura y apalancamiento, derivadas del endeudamiento asumido para financiar las inversiones para la construcción de la planta de *porcelanatto*, aunado a las mayores necesidades de capital de trabajo, como consecuencia del importante incremento de los inventarios de productos terminados que se ha generado desde el año 2006.

La emisión de obligaciones propuesta por AMERICER forma parte de un programa de reestructuración de sus pasivos financieros, con el objetivo de extender los plazos de financiamiento de la deuda y reducir los costos financieros. Dichas obligaciones están garantizadas por una hipoteca inmobiliaria sobre todos los activos poseídos por la empresa. Los recursos provenientes de la emisión serán utilizados para cancelar la totalidad de los pasivos bancarios de AMERICER (unos 23.000 millones de bolívares al cierre del año fiscal 2006), así como también para extender los plazos de vencimiento de las emisiones de largo plazo que actualmente la empresa posee en circulación y para constituir un fondo de reserva que cubra como mínimo 3 meses del pago de intereses de las obligaciones emitidas.

Los indicadores de apalancamiento y cobertura de AMERICER se deterioraron durante el año 2006, producto de la ejecución del proyecto de una nueva planta destinada a la producción de *porcelanatto*. Dicha planta inició operaciones en abril del año 2006, aumentando la capacidad instalada de la empresa de 2,8 a 6,5 millones de metros cuadrados anuales. Si bien su producción estuvo planificada inicialmente para ser colocada totalmente en los mercados de exportación, la gerencia de la empresa decidió durante el año comercializar una mayor parte de la producción en el mercado local, dado que la apreciación real de la moneda redujo la rentabilidad relativa de sus exportaciones. La mayor dificultad para introducir este producto en el mercado local ha resultado en un significativo incremento de inventarios de productos terminados. Vale destacar que la gerencia ha realizado grandes esfuerzos en la labor comercial, con el fin de incrementar paulatinamente la colocación del *porcelanatto*, sin sacrificar sus márgenes de comercialización, siendo que durante el mes de febrero del año 2007, AMERICER logró colocar cerca de 150.000 metros cuadrados de este producto (70% en el mercado local), un 88% de la producción mensual de esta planta, la cual se encuentra operando por decisión de la gerencia a un 56% de su capacidad instalada.

El cambio en la estrategia comercial de la empresa y los avances en términos de eficiencia permitieron registrar un incremento en los niveles de rentabilidad. Los esfuerzos realizados por la empresa para promover las ventas en el mercado local, en donde cuenta con un mayor margen de contribución, aunado a la superación de algunos problemas operativos no recurrentes, permitieron que el margen EBITDA aumentara hasta 16,9% al cierre del año fiscal 2006. La gerencia de AMERICER estima que todavía tiene espacio para incrementar los precios de sus productos sin sacrificar significativamente su producción, lo cual redundaría en mayores niveles de rentabilidad y por ende, en una mayor capacidad para afrontar la volatilidad en el entorno operativo venezolano.

Marzo 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

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 fabricación de cerámicas de AMERICER está localizada en Cúa, Estado Miranda y posee dos líneas de producción diferenciada con una capacidad acumulada de 6,5 millones de metros cuadrados anuales. La línea de producción de monococción ha venido operando desde que la empresa fue constituida y mantiene una capacidad de 2,8 millones de metros cuadrados anuales, siendo que AMERICER comercializa sus productos cerámicos bajo las marcas propias “Americer” y “Regina”.

Por su parte, durante el año 2006, la empresa inició las operaciones de una nueva planta de producción, dedicada a la fabricación de un producto cerámico denominado *porcelanatto*, con una capacidad de 3,7 millones de metros cuadrados anuales. Es importante destacar que AMERICER se constituye como la única empresa venezolana que fabrica este producto, siendo que históricamente solo se había comercializado *porcelanatto* importado en el mercado local.

En el año 1994, Industria Amerifel, C.A. (AMERIFEL), empresa relacionada de AMERICER, decidió adquirir Molinos San Antonio C.A. (MOLISANCA) una empresa dedicada a la explotación del mineral feldespató, uno de los principales insumos necesarios 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 feldespató presentes en la concesión otorgada a MOLISANCA alcanzan unos 1,77 millones de metros cúbicos del mineral. En septiembre del año 2004, los accionistas de AMERICER y AMERIFEL completaron un proceso de fusión de ambas empresas, con lo cual AMERICER se asegura el suministro oportuno de este insumo de producción.

AMERICER está controlada en su totalidad por un empresario venezolano, quien a su vez ejerce la dirección de la empresa.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2000-2006, 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

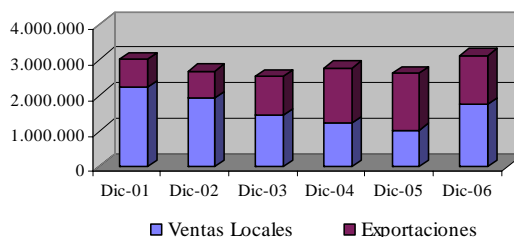
Los ingresos de AMERICER están representados principalmente por la comercialización de cerámicas y baldosas esmaltadas para el revestimiento de pisos y paredes. La empresa comercializa sus productos en el mercado local, a través de una gran cantidad de distribuidores a nivel nacional, siendo que sus 10 principales clientes en Venezuela concentraron un 27% de las ventas locales al cierre de diciembre del año 2006. Por su parte, el transporte de la mercancía vendida es gestionado a través de transportistas independientes.

En el mercado de exportación, a lo largo de los años AMERICER ha vendido la totalidad de su producción 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 2006, un 78% de las ventas de MEGATRADE fueron realizadas a la empresa The Home Depot, Inc (HOME DEPOT) cuyas calificaciones de riesgo internacionales se corresponden con A+ 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 desde el año 1994.

La apreciación real del tipo de cambio ha reducido significativamente la rentabilidad de las exportaciones de AMERICER, con lo cual la empresa decidió a partir del año 2006 dirigir una mayor parte de su producción hacia el mercado local, en detrimento de las exportaciones, mientras que procura los productos dirigidos a MEGATRADE a través de otros fabricantes internacionales. En opinión de Fitch, si bien la pérdida de competitividad de las exportaciones de la empresa es considerada una debilidad, tal situación es compensada parcialmente por la relativa flexibilidad que ha mostrado AMERICER en cambiar la mezcla de venta entre locales y exportaciones, sin perder sus clientes más importantes en ambos segmentos.

Gráfico N° 1

Volumen de Ventas de AMERICER (m²)



Sin embargo, vale destacar que 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. Durante el año 2006, el PIB del sector de la construcción experimentó un sólido crecimiento 32%, comparado con el año anterior, impulsado por el incremento del gasto público soportado por los altos precios del petróleo.

▪ Estrategia y Posición Competitiva

El mercado de las cerámicas es un mercado muy competitivo. Según información provista por la gerencia de AMERICER, la producción de cerámicas del país ronda los 3 millones de m²/mes, 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.

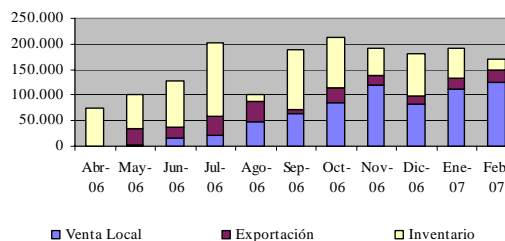
Dadas las posibles ventajas competitivas en términos de costo de energía y disponibilidad de materias básicas utilizadas para la producción de cerámicas en el país, la participación de baldosas importadas solo representan aproximadamente un 20% de las ventas en el mercado, siendo Colombia el principal 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 la mayor parte de los productos cerámicos son de origen importado.

Como se comentó anteriormente, la producción de la planta de *porcelanatto* fue inicialmente planificada para ser comercializada en los mercados de exportación, con el objetivo de sustituir parte de los productos importados que actualmente comercializa MEGATRADE. Sin embargo, la drástica reducción de la rentabilidad de las exportaciones de AMERICER impulsó a la gerencia de la empresa a concentrar una mayor cantidad de las ventas en el mercado local. La mayor dificultad para introducir este producto en el mercado ha resultado en una importante acumulación de inventarios. Al cierre de diciembre del año 2006, un 68% de la producción de *porcelanatto* fue dirigida hacia el mercado local, AMERICER estima que para el segundo semestre del año fiscal 2007, la empresa esté en capacidad de procurar la totalidad del *porcelanatto* destinado a MEGATRADE a través de productores internacionales, con lo cual la totalidad de la oferta será destinada al mercado doméstico. Asimismo, es importante destacar que en este mercado el precio de venta del *porcelanatto* es en promedio un 30% superior al de las baldosas cerámicas convencionales, mientras que los costos de producción del primero no son significativamente superiores, por lo que la venta local de este producto podría seguir apoyando el

incremento de los márgenes de comercialización AMERICER.

Gráfico N° 2

Ventas Mensuales de Porcelanatto (m²)



Por otro lado, vale destacar que la adquisición de MOLISANCA por parte de AMERIFEL le ha permitido a la empresa contar con un suministro confiable y a precios competitivos de feldespatos necesarios para el proceso de elaboración de la cerámica, habida cuenta que durante el año fiscal 2006 este material registró un significativo aumento en sus precios.

▪ 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 desde finales del año 2006, el gobierno venezolano ha ejercido acciones que han retrasado el

proceso de liquidación de divisas por parte de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) lo cual ha afectado el proceso de importación de insumos por parte de algunas empresas venezolanas. En el caso de AMERICER, si bien un 35% de los insumos utilizados son de origen importado, la empresa planea gestionar sus importaciones a través de empresas localizadas en países miembros de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), siendo que el procedimiento para el otorgamiento de divisas en este caso resulta un poco más flexible.

▪ Desempeño Financiero¹

Durante el AF06, finalizado el 31 de diciembre de 2006, los ingresos de AMERICER registraron un incremento de 26%, soportados por el aumento de 20% en los volúmenes de venta, los cuales se beneficiaron del inicio de operaciones de la planta de *porcelanatto*, así como también por la expansión de las actividades del sector construcción en Venezuela. Por su parte, como fue comentado anteriormente, la expansión de las operaciones de la empresa también resultó en una mayor necesidad de capital de trabajo, producto del significativo aumento de los inventarios, lo cual presionó el flujo de caja operativo neto de AMERICER. Fitch estima que el flujo de caja podría mejorar durante el año fiscal 2007, producto de la comercialización de *porcelanatto* en el mercado local, lo cual aumentaría el margen operativo de la empresa, así como también reduciría el alto nivel de inventarios.

Los niveles de apalancamiento y cobertura de AMERICER se deterioraron durante el AF06, producto del endeudamiento asumido para financiar el proyecto de expansión de la empresa. Así, al cierre de diciembre del año 2006, la relación de deuda a EBITDA aumentó hasta 8,4 veces, mientras que la relación de EBITDA a gastos financieros se ubicó en 0,79 veces. Los recursos provenientes de la emisión de obligaciones garantizadas propuesta, si bien aumenta los niveles absolutos de deuda, servirán para cancelar la totalidad de los pasivos bancarios de AMERICER (unos 23.000 millones de bolívares al cierre del año fiscal 2006), así como también para extender los plazos de vencimiento de las emisiones de largo plazo que actualmente la empresa posee en circulación y para constituir un fondo de reserva que cubra como mínimo 3 meses del pago de intereses de las obligaciones emitidas. Aunque la emisión descrita extiende el plazo de vencimiento de la deuda, se considera que el riesgo de refinanciamiento dependerá de la favorable evolución del negocio. Fitch estima que los indicadores de apalancamiento continuarán en niveles relativamente elevados en el mediano plazo, aunque el aumento esperado de EBITDA podría mejorar la relación de deuda a EBITDA. Por su parte, la reducción de los costos financieros producto de la emisión fortalecería los indicadores de cobertura en el mediano plazo.

¹ Las cifras correspondientes están expresadas en bolívares constantes del 31 de diciembre de 2006.

Resumen Financiero - Corporación Industrial Americer C.A.

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de diciembre de 2006)

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	12 Dic-06	9 Sep-06	12 Dic-05	12 Dic-04	12 Dic-03	12 Dic-02	12 Dic-01
Indicadores Financieros							
EBITDA/Gastos Financieros	0,79	0,62	3,04	8,93	4,19	2,24	1,08
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	-0,60	-1,83	4,23	-6,50	4,05	-5,44	0,13
Deuda Total Ajustada/EBITDA	8,40	12,17	7,93	1,79	0,62	2,37	7,98
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	8,02	12,08	7,89	0,31	0,58	2,36	7,94
Deuda Total Ajustada/Capitalización	71,3%	72,0%	59,9%	22,5%	14,7%	29,3%	53,7%
Estado de Resultados							
Ingresos	33.764	23.526	26.744	30.976	21.244	22.305	21.600
Cambio (%)	26,2%	17,3%	-13,7%	45,8%	-4,8%	20,3%	16,5%
EBITDA	5.703	2.583	2.935	6.945	7.031	3.828	1.395
Margen EBITDA	16,9%	11,0%	11,0%	22,4%	33,1%	17,2%	6,5%
Depreciación y Amortización	2.782	1.870	903	2.860	1.939	2.559	5.580
EBIT	2.921	713	2.031	4.085	5.091	1.269	-4.185
Gastos Financieros	7.224	4.149	965	778	1.679	1.712	1.291
Costo Financiero Implícito (%)	20,3%	15,4%	5,4%	9,3%	25,0%	13,5%	9,4%
Utilidad Neta	1.407	650	1.612	-1.290	4.768	-1.173	-4.899
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	7,92%	5,44%	5,50%	-3,80%	20,26%	-7,44%	-40,69%
Retorno sobre Activo Promedio*	1,70%	1,23%	2,19%	-2,54%	11,22%	-3,09%	-13,70%
Flujo de Caja							
Flujo de Caja Operativo	4.888	1.570	2.929	5.459	6.714	3.374	1.840
Variación en Capital de Trabajo	-17.316	-9.670	4.039	-2.896	-1.401	1.913	3.456
Flujo de Caja Operativo Neto	-12.428	-8.100	6.967	2.563	5.313	5.287	5.296
Inversión en Activos Fijos	-10.060	-10.178	1.152	-12.004	-224	-13.142	-431
Otras Inversiones, netas	-989	-552	-653	-358	-8	-222	-121
Variación Neta de Deuda	17.110	14.405	10.280	4.503	-5.167	-9.693	-6.232
Variación Neta de Patrimonio	2.259	59	-28.849	18.963	-1.563	13.520	0
Otros financiamientos netos	6.119	4.557	901	-3.575	1.849	4.220	1.524
Variación Neta de Caja	2.010	192	-10.201	10.091	200	-30	36
Flujo de Caja Libre	-28.897	-21.413	7.160	-8.733	3.726	-9.112	3.129
Balance							
Caja y Valores Líquidos	2.123	305	113	10.314	223	23	53
Cuentas por Cobrar	13.733	12.069	10.163	1.699	1.598	1.237	1.637
Activos Totales	87.389	78.616	62.011	60.142	41.589	43.403	32.438
Deuda a Corto Plazo	6.756	327	7.844	1.897	1.923	3.590	7.959
Deuda a Largo Plazo	41.133	41.575	15.423	10.550	2.406	5.485	3.168
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	47.889	41.902	23.267	12.447	4.330	9.075	11.127
Total Patrimonio	19.244	16.287	15.578	42.815	25.142	21.937	9.589
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0
Total Capital	67.134	58.190	38.846	55.263	29.472	31.012	20.716
Liquidez							
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	14%	1%	34%	15%	44%	40%	72%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,31x	0,93x	0,01x	5,44x	0,12x	0,01x	0,01x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,41x	0,59x	0,33x	2,60x	1,95x	0,72x	0,15x

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de diciembre de 2006)

Año	2006	2007	2008	2009
Vencimientos			10.000	31.133

* 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:	2007-I
Tipo de Emisión:	Obligaciones Garantizadas
Monto:	Hasta 35.000 millones de bolívares.
Rendimiento:	Fijada al momento de la emisión.
Plazo:	48 meses
Riesgo:	B3
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 B3	Se trata de instrumentos que presentan algún riesgo para la inversión en ellos. Tienen capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador son susceptibles a ser afectados ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico al que ésta pertenece, o en la marcha de los negocios en general.
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.
Garantía	La emisión está garantizada en capital e intereses con hipoteca inmobiliaria sobre el establecimiento mercantil propiedad del emisor.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Obligaciones, se destinarán para la reestructuración de los pasivos bancarios del emisor, así como también para la constitución de un fondo de reserva que cubra 3 meses de pago de intereses y que solo será utilizado cuando el emisor experimente insuficiencia en el flujo de caja.
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada en las Asambleas Extraordinarias de Accionistas de los días 20 de noviembre de 2006 y 15 de enero de 2007.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 2000-2006.2. 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 marzo de 2007.

Marzo 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