

Corporativo/República Dominicana  
Análisis de Riesgo

Industrias Nigua, C. por A.  
(INDUSNIG)

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-1(dom)	F-1(dom)	Oct-07
Largo Plazo	A+(dom)	A(dom)	Oct-07

NC – No calificado anteriormente.

**Definición General de la Calificación:**

**A(dom):** La calificación A(dom) denota una baja expectativa de riesgo de crédito. La capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros es considerada como sólida. Dicha capacidad puede, sin embargo, ser más vulnerable a cambios en circunstancias o condiciones económicas que en el caso de las calificaciones más altas.

**F-1(dom):** Las calificaciones F-1 (dom) indican la más alta capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros; puede ir acompañada de un sufijo "+" para denotar una posición excepcionalmente sólida.

Analistas

Jorge Yanes  
(58 212) 286 32 32  
[jorge.yanes@fitchratings.com](mailto:jorge.yanes@fitchratings.com)

Hilario Ramírez  
(58 212) 286 38 44  
[hilario.ramirez@fitchratings.com](mailto:hilario.ramirez@fitchratings.com)

Perfil

Industrias Nigua C. por A. (INDUSNIG), fundada en el año 1959, es una empresa dedicada a la conversión y comercialización de productos de papel en la República Dominicana. La empresa mantiene posiciones de liderazgo en el mercado de fundas de papel, cuadernos, papel higiénico y servilletas.

Fortalezas y Oportunidades

- Posiciones de liderazgo en los mercados que atiende
- Relaciones de cobertura de intereses adecuadas
- Apalancamiento conservador

Debilidades y Amenazas

- Concentración de ingresos por cliente
- Necesidad de consolidación de procesos operativos
- Mayor competencia

▪ Fundamentos

Las calificaciones asignadas a INDUSNIG reflejan las posiciones de liderazgo en los mercados que atiende, así como también sus adecuadas relaciones de cobertura de intereses y su conservador apalancamiento. Asimismo, las calificaciones también incorporan la concentración de ingresos por cliente, la necesidad de consolidación de sus procesos operativos y la mayor competencia en los segmentos de mercado en los cuales INDUSNIG ofrece sus productos.

La empresa se ha mantenido dentro de las posiciones de liderazgo en todos los sectores que atiende, producto de la amplia experiencia de INDUSNIG en el mercado dominicano, aunado al mantenimiento de sólidas relaciones comerciales con sus principales clientes. Sin embargo, durante el año 2006, la mayor competencia experimentada en los productos de consumo masivo (papel higiénico, servilletas y cuadernos) por parte de pequeños productores e importadores, así como también la reciente presencia en el país de una multinacional de reconocida trayectoria en la producción de artículos de papel, ha presionado la participación de INDUSNIG en estos sectores, por lo cual la empresa ha realizado esfuerzos para incentivar las ventas de sus productos de mayor valor, así como también ha modificado su logística de comercialización, con el objetivo de utilizar en mayor medida los grandes distribuidores como canal de distribución de sus productos. Esta estrategia también le ha permitido incrementar la rotación de cuentas por cobrar, mejorando la gestión de capital de trabajo de la empresa.

Los indicadores de cobertura de INDUSNIG mostraron avances durante el año 2006, manteniéndose en niveles consonos con la calificación asignada. Al cierre del año 2006, la relación de EBITDA a gastos financieros se ubicó en 4,29 veces, mientras que la relación de deuda financiera a EBITDA cerró en 0,77 veces. Tales avances estuvieron impulsados por el incremento de 15% en las ventas de la empresa, soportadas por la sólida expansión del segmento de fundas multicapas, aunado al mayor control de los gastos administrativos, siendo que durante el año 2006, INDUSNIG promovió una reestructuración operativa, con el objetivo de reducir sus costos laborales. Fitch espera que estos indicadores puedan ser mantenidos en los niveles actuales, habida cuenta que la empresa no prevé inversiones adicionales a las requeridas para asegurar la continuidad del negocio.

El sólido incremento de 41% en los ingresos provenientes del segmento de fundas multicapas, impulsadas por la expansión del sector construcción en el país, compensó el menor crecimiento de las ventas en los rubros de cuadernos y servilletas, así como también la reducción de los ingresos en el segmento de papel higiénico. Es importante destacar que las ventas de fundas multicapas se encuentran concentradas, siendo que una proporción importante están dirigidas a las principales fábricas de cemento del país. Sin embargo, la calidad crediticia y la estabilidad de la relación comercial con estos clientes, mitigan parcialmente el riesgo de concentración INDUSNIG en torno a sus ingresos.

Octubre 2007

La presente calificación de riesgo otorgada por Fitch Dominicana refleja la capacidad del emisor de cumplir con sus obligaciones contraídas en moneda local, por lo cual éste reporte tiene fines informativos y no representa oferta de compra o venta de un determinado título o producto. La presente calificación no aplica a las empresas subsidiarias y/o afiliadas del emisor. Esta información puede ser reproducida únicamente con indicación de la fuente. Fitch Dominicana no es responsable por los errores, omisiones o resultados obtenidos por el uso de tal información. Toda la información incluida en este reporte proviene de fuentes consideradas por Fitch Dominicana como confiables (emisor, auditores, reguladores, etc.). Fitch Dominicana no verifica ni audita dichas informaciones.

▪ Perfil

INDUSNIG, fundada en el año 1959 bajo el auspicio del Estado Dominicano, se inició dentro del mercado de elaboración de sacos multicapas para el envasado de cemento y harina, cubriendo las necesidades de la industria cementera y de molienda de maíz y trigo a nivel nacional. Un año después, se inició la producción de cuadernos, papel higiénico, bolsas plegadas y servilletas, siendo que estas líneas componen la cartera de productos que INDUSNIG ofrece a sus clientes en la actualidad. Es importante destacar que a lo largo de los años, la empresa incurrió en algunos negocios no relacionados con la industria del papel, tales como la comercialización de tapas de metal para la industria de bebidas enlatadas, así como también la fabricación de cal, siendo que estos negocios fueron desincorporados de INDUSNIG a principio de los años 90, con el objetivo de concentrarse la producción de productos de papel.

INDUSNIG es controlada por un grupo de familias dominicanas, siendo que el Estado Dominicano vendió la última porción de su participación (10%) durante el año 1998.

La producción de INDUSNIG es comercializada en su mayor parte en el mercado local. Sin embargo, la empresa ha dedicado esfuerzos en promover sus exportaciones, las cuales concentraron un 5% de las ventas al cierre de año 2006.

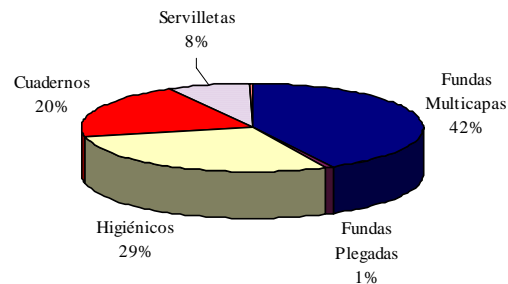
Desde el año 2001 la empresa cuenta con la certificación ISO-9002 para la fabricación de sacos de papel y cuadernos. Por su parte, en respuesta a las necesidades del mercado de cuadernos a nivel local, la empresa ha adquirido diversas licencias internacionales para el uso de imágenes y diseños que potencian el atractivo de esta línea de productos. Dichas licencias se negocian por períodos de uno a dos años mediante la suscripción de un acuerdo de exclusividad a nivel local (y en algunos casos la exclusividad se circunscribe al área del Caribe) el cual es remunerado a través de un pago único anual.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros correspondientes al año 2006, auditados por la firma KPMG, los mismos fueron preparados de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Adicionalmente, se analizaron los estados financieros preliminares preparados por la empresa al cierre de julio del año 2007.

▪ Operaciones

INDUSNIG se dedica a la conversión y comercialización de productos de papel, siendo que participa en cuatro mercados claramente diferenciados: a) fundas o sacos de papel para uso industrial; b) papel higiénico; c) cuadernos y d) servilletas, complementados con la elaboración de bolsas de papel para tiendas.

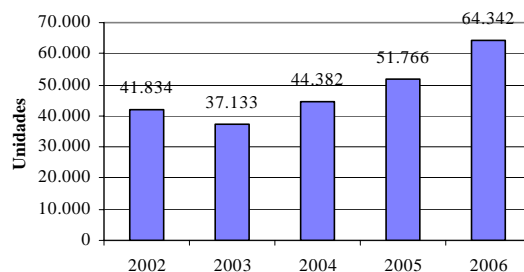
**Gráfico N° 1**  
**Distribución de los Ingresos**  
(Año 2006)



Durante los últimos años, las fundas multicapas han incrementado su presencia dentro de la mezcla de productos que comercializa INDUSNIG, convirtiéndose en la principal línea de producción de la empresa desde el año 2004. Estos productos son manufacturados a partir de papel kraft, utilizados mayoritariamente para el empaque de cemento por la industria nacional, siendo que la empresa también produce sacos cosidos, los cuales son utilizados para empaque de productos alimenticios, farmacéuticos o veterinarios. Las ventas de fundas se beneficiaron durante el año 2006 de la expansión de 22,7% en el sector construcción dominicano, con lo cual el volumen de ventas de INDUSNIG en este segmento se incrementó en un 24% hasta alcanzar su mayor nivel desde hace al menos 7 años. Sin embargo, la capacidad instalada de esta línea de producción está siendo utilizada en un 66%, por lo que la empresa podría continuar incrementando su producción sin realizar inversiones de ampliación de la planta.

Es importante destacar que las ventas en este segmento se encuentran concentradas, siendo que una proporción importante están dirigidas a las principales fábricas de cemento del país. Sin embargo, la calidad crediticia y la estabilidad de la relación comercial con estos clientes, mitigan parcialmente el riesgo de concentración INDUSNIG en torno a sus ingresos.

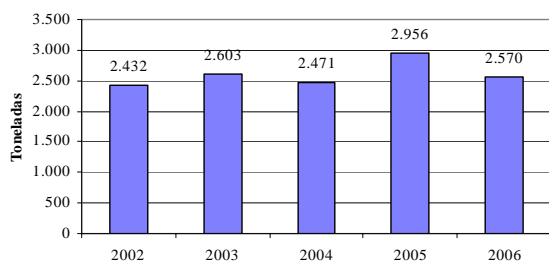
**Gráfico N°2**  
**Evolución de las Ventas: Fundas Multicapas**



Por su parte, producto del auge en las ventas de fundas multicapas, las ventas de papel higiénico pasaron a

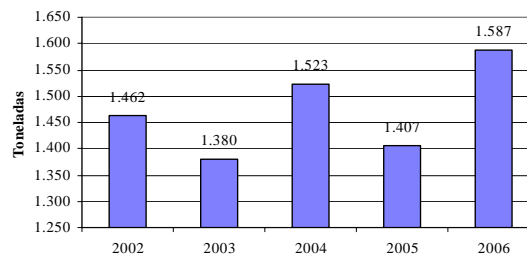
constituir la segunda fuente de ingresos de INDUSNIG, concentrando un 29% de las ventas al cierre del año 2006. En esta línea de negocio, la empresa cuenta con diversas marcas claramente diferenciadas en relación a su calidad, que le permiten atender las necesidades de los diferentes segmentos en el mercado dominicano. La ocurrencia de algunos problemas operativos experimentados por esta línea de producción, aunado a la mayor competencia en este mercado se reflejó en una caída de 13% en los volúmenes de venta de este segmento al cierre de diciembre del año 2006. Sin embargo, el incremento en las ventas de los productos de mayor precio mitigó parcialmente la caída en los volúmenes, por lo cual los ingresos en esta línea de producción solo se redujeron en 6%, mientras que la capacidad utilizada de la planta alcanzó el 80%. La reciente presencia en este segmento de un competidor con alta penetración en los mercados internacionales impone considerables retos a INDUSNIG en términos de consolidación de los procesos de producción, para poder revertir el comportamiento decreciente en los volúmenes de venta de papel higiénico.

**Gráfico N°3**  
**Evolución de las Ventas: Papel Higiénico**



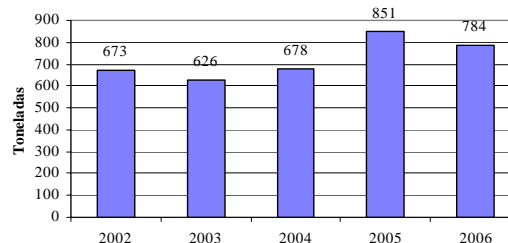
La elaboración y comercialización de cuadernos es la tercera línea de negocio más importante para INDUSNIG. La empresa fabrica cuadernos de diferentes tipos: cosidos, espirales, engrapados, etc., los cuales son ofrecidos con diversas presentaciones para atender a todos los nichos de mercado. Para satisfacer las necesidades en cuanto a portadas de refiere y mantener un elevado posicionamiento de mercado, la empresa cuenta con diversas licencias internacionales para el uso de imágenes y diseños que potencian el atractivo de sus productos. Durante el año 2006, INDUSNIG se enfocó en comercializar aquellos tipos de cuadernos de mayor valor, con el objetivo de incrementar la contribución de esta línea de producción al flujo de caja de la empresa. Dicha estrategia también le permitió diferenciarse de la mayor competencia experimentada en el segmento de productos de bajo precio, la cual había impactado en los volúmenes comercializados por INDUSNIG durante el año 2005. La capacidad de producción utilizada en esta línea fue de 88%.

**Gráfico N°4**  
**Evolución de las Ventas: Cuadernos**



A pesar de su relativa reciente introducción en el año 1997, INDUSNIG ha logrado posicionar sus diferentes marcas de servilletas, las cuales han pasado a representar cerca del 9% de las ventas totales de la empresa. Al igual que en el caso del papel higiénico, la empresa mantiene la oferta de diferentes productos diferenciados por calidad, que le permiten atender las diferentes necesidades de los consumidores. Durante el año 2006, las ventas de servilletas en términos de volumen registraron una reducción de 8% producto de la mayor competencia de pequeños productores en el segmento de bajo precio. La capacidad utilizada de la planta se redujo al 70%. En este sentido, similar a la estrategia seguida en el ramo de cuadernos, INDUSNIG se enfocó en la producción de servilletas de mayor calidad, con lo cual los ingresos por este segmento registraron un incremento de 1%, a pesar de la caída en el volumen de ventas.

**Gráfico N°5**  
**Evolución de las Ventas: Servilletas**



## ▪ Estrategia y Posición Competitiva

Debido a las características diferenciadas de los mercados donde participa la empresa, INDUSNIG ha mantenido diferentes estrategias para la comercialización de sus productos a lo largo del tiempo. Así, en el caso de las fundas o sacos de uso industrial la empresa ha priorizado las ventas directas a los fabricantes de cemento y de alimentos, con los cuales han mantenido una estable relación comercial desde hace más de 10 años.

En el caso de los productos de consumo masivo (papel higiénico, servilletas y cuadernos) INDUSNIG modificó su logística de distribución durante el año 2006, concentrando

sus esfuerzos en la utilización de canales mayoristas, en con los cuales la empresa ha diseñado un esquema de incentivos basados en descuentos por pronto pago, lo cual ha optimizado la rotación de cuentas por cobrar e inventarios, resultando en una mejora de la gestión de capital de trabajo de la empresa. La desincorporación de pequeños distribuidores de su cartera de clientes es cónsona también con la estrategia de incentivar la venta de productos mayor calidad y, por ende de mayores precios, con lo cual la empresa busca evitar la competencia de pequeños productores e importadores de productos destinados a los segmentos de la población de menores ingresos.

En términos de participación de mercado, las diferentes marcas de papel higiénico comercializadas por INDUSNIG concentran cerca del 28% de las ventas de ese producto a nivel nacional (según información suministrada por la empresa), siendo que la participación de mercado en este segmento se ha reducido en los últimos dos años como consecuencia de la incorporación de una multinacional de la industria del papel como competidor en el país.

En el segmento de cuadernos, debido que el comportamiento de sus ventas presenta un alto componente de estacionalidad, concentrándose en el tercer trimestre de cada año como consecuencia del inicio del año escolar, INDUSNIG dispone de diferentes estrategias de control de inventario y manejo de pedidos para garantizar el adecuado abastecimiento del mercado. En este segmento, la empresa comparte la posición de liderazgo con un comercializador local, mientras que el mercado es complementado por un grupo de empresas de reducido tamaño.

En el caso de las servilletas, INDUSNIG comparte posiciones de liderazgo concentrando cerca del 19% de participación. Es importante destacar que, en los últimos años se ha evidenciado una recomposición del mercado fundamentado en la aparición de pequeñas empresas y en la incorporación de una multinacional como nuevo competidor, lo cual ha planteado significativos retos a INDUSNIG para consolidar su participación en el sector.

#### ▪ Desempeño Financiero

Durante el año 2006, las operaciones de INDUSNIG estuvieron beneficiadas por el sólido incremento del sector construcción en República Dominicana, el cual impulsó las ventas de fundas multicapas para el empaque del cemento, resultando en un incremento de 41% comparado con el año anterior. El comportamiento de esta línea de producción compensó el menor crecimiento de las ventas en los rubros de cuadernos y servilletas, así como también la reducción de los ingresos en el segmento de papel higiénico. En este sentido, los ingresos de INDUSNIG registraron un incremento de 15% al cierre de diciembre del año 2006.

El margen EBITDA de INDUSNIG registró un ligero avance durante el año 2006, impulsado por la estrategia de la empresa de incentivar la venta de sus productos de mayor valor, así como también por la reestructuración operativa llevada a cabo durante el año, con el objetivo de reducir los costos laborales. En este sentido, el margen EBITDA se ubicó en 8,3% al cierre de diciembre de 2006. Fitch espera que el mantenimiento de una política de mejora de la eficiencia operativa pudiera compensar la intensificación de la competencia en todos los mercados que atiende INDUSNIG, por lo que la rentabilidad de la empresa podría seguir aumentando en el mediano plazo. Por su parte, el flujo de caja de INDUSNIG registró un significativo incremento durante el año 2006, producto de la reducción de los plazos de financiamiento a sus clientes, lo cual se reflejó en una mejora de la gestión del capital de trabajo de la empresa.

Los indicadores de cobertura de INDUSNIG mejoraron durante el año 2006 y continúan siendo cónsonos con la categoría de calificación asignada. Al cierre del año 2006, la relación de EBITDA a gastos financieros aumentó hasta 4,29 veces, mientras que la relación de deuda a EBITDA se redujo hasta 0,77 veces. Dado que la empresa no prevé inversiones adicionales a aquellas requeridas para asegurar la continuidad del negocio, Fitch espera que estos indicadores puedan mantenerse en niveles adecuados en el mediano plazo.

#### ▪ Eventos Financieros Recientes

Las operaciones de INDUSNIG durante los primeros 7 meses del año fiscal 2007 estuvieron caracterizadas por una mayor racionalización de los costos administrativos, apoyados en la superación de las dificultades operativas experimentadas durante el año 2006. En este sentido, el EBITDA creció en más de dos veces en términos anualizados hasta alcanzar, su mayor nivel desde hace al menos 7 años. Este incremento compensó más que proporcionalmente el incremento del endeudamiento financiero, producto del financiamiento que de manera recurrente obtiene la empresa para apoyar la producción de la línea de cuadernos, que luego será comercializada en mayor medida durante el tercer trimestre del año, durante el inicio del año escolar. En este sentido, la relación de EBITDA a gastos financieros se ubicó en 11,4 veces, mientras que la relación de deuda financiera EBITDA mejoró hasta 0,64 veces.

## Industrias Nigua, C. Por A.

(Cifras consolidadas expresadas en miles de pesos dominicanos)

Tipo de Cambio DOP/USD a final del Periodo 33,14 33,29 33,39 29,33 37,44 17,56

Meses 7 Jul-07 12 Dic-06 12 Dic-05 12 Dic-04 12 Dic-03 12 Dic-02

### Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	11,49x	4,29x	3,05x	5,24x	11,17x	9,08x
(EBITDA-Inv en Act Fijo)/Intereses Financieros	10,57x	3,00x	1,07x	3,38x	9,34x	5,88x
Deuda Total Ajustada/EBITDA	0,64x	0,77x	1,52x	0,56x	0,62x	0,19x
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	0,61x	0,69x	1,40x	0,42x	0,41x	-0,25x
Deuda Total Ajustada/Capitalización	0,27x	0,20x	0,29x	0,20x	0,25x	0,07x

### Resultados

Ventas Netas	460.555	776.767	675.473	704.420	397.056	271.329
% de Cambio*	1,6%	15,0%	-4,1%	77,4%	46,3%	0,7%
EBITDA	83.188,0	64.747	49.004	72.942	70.732	42.205
Margen EBITDA	18,1%	8,3%	7,3%	10,4%	17,8%	15,6%
Depreciación y Amortización	11.534	16.574	14.727	12.936	10.402	7.946
EBIT	71.654	48.172	34.276	60.006	60.330	34.259
Gastos Financieros	7.238	15.083	16.068	13.929	6.334	4.650
Costo de Financiamiento Estimado	15,2%	24,2%	28,1%	32,9%	24,5%	28,7%
Pérdida Cambiaria	0	41	1.664	(5.900)	17.311	8.976
Utilidad Neta	58.884	29.571	15.096	47.974	33.657	22.445
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	44,5%	15,2%	7,5%	25,0%	28,5%	23,0%
Retorno sobre Activo Promedio*	24,9%	7,9%	4,2%	14,4%	14,7%	12,6%

### Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	83.188	61.269	48.681	67.550	66.060	40.912
Variación en Capital de Trabajo	-92.738	27.004	-33.682	-22.878	-65.394	22.076
Flujo de Caja Operativo Neto	-9.550	88.273	15.000	44.672	666	62.989
Inversión en Activos Fijos	-6.669	-19.485	-31.778	-25.849	-11.554	-14.869
Otras Inversiones, netas	-2.684	-18.427	-4.308	554	-1.381	-2.425
Variación Neta de Deuda	34.536	-39.582	15.884	-11.031	12.301	-30.209
Variación Neta de Patrimonio	-10.136	-11.203	1.472	-10.508	-7.872	-7.973
Otros financiamientos netos	-5.531	0	-1.126	-1.957	4.040	4.047
Variación Neta de Caja	-35	-424	-4.857	-4.119	-3.801	11.559
Flujo de Caja Libre	-23.458	57.183	-32.525	10.286	-12.550	44.762

### Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	5.204	5.239	5.663	10.519	14.638	18.440
Activo Total	423.158	384.390	359.719	299.151	260.614	195.933
Deuda Financiera de Corto Plazo	62.141	18.520	30.107	31.570	33.593	5.000
Deuda Financiera de Largo Plazo	29.661	31.508	44.379	9.300	10.278	2.925
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	91.802	50.028	74.486	40.870	43.871	7.925
Patrimonio Total	251.948	203.200	184.832	168.265	130.799	105.015
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0	0
Total Capital	343.750	253.228	259.318	209.134	174.670	112.940

### Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	68%	37%	40%	77%	77%	63%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	0,08x	0,28x	0,19x	0,33x	0,44x	3,69x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,91x	1,93x	1,06x	1,60x	1,77x	4,37x

### Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (USD)	-0,09	0,00	-0,76	-0,30	-0,03	-0,91
--	-------	------	-------	-------	-------	-------

### Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre del 31 de diciembre de 2006)

Año	2008	2009	>2009
Vencimientos	14.355	12.380	4.772

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