

Corporativo/República
Dominicana
Análisis de Riesgo

Industrias Nigua, C. por A. (NIGUA)

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-2(dom)	NC	Jun-04
Largo Plazo	A-(dom)	NC	Jun-04

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-2(dom): La calificación F-2(dom) denotan una satisfactoria capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros, pero el margen de seguridad no es tan grande como en el caso de las calificaciones superiores.

Analistas

Franklin Santarelli
(58 212) 286 32 32
franklin.santarelli@fitchvenezuela.com

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

Perfil

Industrias Nigua C. por A. (NIGUA), fundada en el año 1959, es una empresa dedicada a la conversión y comercialización de productos de papel en la República Dominicana. La empresa es líder en el mercado de fundas de papel, cuadernos, papel higiénico y servilletas, con ventas superiores a los 395 millones de pesos al año.

Fortalezas y Oportunidades

- Relaciones de cobertura de deuda e intereses adecuadas
- Liderazgo de mercado
- Apalancamiento razonable

Debilidades y Amenazas

- Niveles de liquidez inferiores a la media
- Estructura de vencimientos de la deuda financiera
- Deterioro del ambiente operativo en la República Dominicana

Fundamentos

Desde el momento de su constitución, NIGUA ha mantenido un claro liderazgo dentro del mercado de manufactura de productos de papel. Actualmente NIGUA participa directamente en cuatro diferentes submercados dentro de la industria del papel en la República Dominicana: a) la elaboración y venta de fundas de papel con aplicaciones industriales (principalmente cemento y alimentos); b) rollos de papel higiénico; c) servilletas y d) cuadernos y otros artículos de escritorio. Para ello, la empresa convierte bobinas de papel importado en diferentes productos, los cuales son comercializados a través de una red que atiende tanto a mayoristas como minoristas y en algunos casos también se ocupa de ventas directa al consumidor final. Al cierre de 2003, las ventas de la empresa por línea de negocios se distribuían de la siguiente forma: papel higiénico (41%), cuadernos (27%), fundas multicapas (22%), mientras que el restante 10% correspondía a servilletas, fundas plegadas y otros productos menores. Las ventas de fundas se encuentran altamente concentradas, ya que la mayoría de dichas ventas se dirigen al mercado cementero dominicano, el cual similar a los estándares internacionales, muestran altos grados de concentración. Así, cerca de un 80% de las ventas de fundas son colocadas en la mayor fábrica de cementos del país desde el año 1992, mientras que el 20% restante es distribuido en los otros participantes del mercado.

A pesar que la estructura de costos de NIGUA está estrechamente vinculada al comportamiento de la tasa de cambio, habida cuenta la mayoría de sus insumos son importados, la empresa no sólo ha logrado manejar un proceso de fijación de precios proactivo, sino también acometió diversas estrategias para disminuir la exposición cambiaria, a través de la contratación de deuda denominada en pesos para hacer pagos al contado o pre-pagos de la materia prima importada, reduciendo así la exposición derivada de la volatilidad del tipo de cambio en estos últimos 18 meses. Tal estrategia ha resultado en un crecimiento sostenido de sus márgenes operativos, sin que ello haya implicado un crecimiento desproporcionado de la deuda, toda vez que las relaciones de apalancamiento y cobertura de deuda e intereses han logrado mejorar significativamente a lo largo del tiempo.

La drástica caída del ingreso de los consumidores durante el año 2003 junto al incremento de los precios de los productos, ha resultado en una menor demanda de la mayoría de las líneas comercializadas por la empresa, situación que podría extenderse en el corto plazo de mantenerse el ambiente de recesión en la República Dominicana. Sin embargo, vale destacar que debido a la naturaleza de la demanda de papel higiénico la cual es relativamente inelástica a cambios en los precios, las ventas de dichos productos podrían presentar un patrón de recuperación relativamente más rápido, todo esto junto con los esfuerzos de la gerencia de penetrar algunos mercados de exportación para el caso de las fundas de papel. Durante el año 2003, la gerencia de empresa inició las labores para ampliar las ventas de la división de sacos, a través de la incursión en algunos mercados del caribe, siendo que se estima que las ventas de exportación podrían alcanzar un 5% de las ventas durante el año 2004.

Junio 2004

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.

www.fitchdominicana.com

▪ Perfil

NIGUA, 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 más tarde la empresa completó la instalación de una línea de producción de tapas de metal y tapitas corona para suplir al mercado de cervezas y refrescos. También en dicho año, se inició la producción de cuadernos, papel higiénico y bolsas plegadas para envasar café. Desde el momento de su constitución hasta el año 1991, NIGUA mantenía una participación del capital accionario de una fábrica de cal, la cual fue vendida para ese año, mientras que durante el año 1994, fue vendida la línea de producción de tapas y tapitas corona, los recursos obtenidos por ambas operaciones fueron utilizados para reforzar las inversiones en la expansión de la capacidad instalada de la empresa en su negocio tradicional, y también para la mejorar la eficiencia de los procesos y apuntalar los estándares de calidad de los mismos.

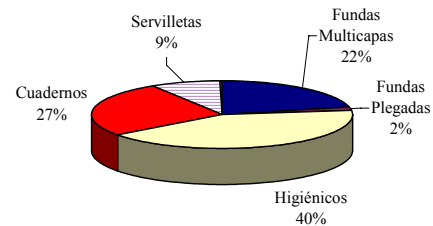
Actualmente la empresa es controlada por un grupo de ocho familias dominicanas que manejan cerca del 80% del capital de NIGUA, siendo que el Estado Dominicano vendió la última porción de su participación (10%) durante el año 1998.

Dentro de las diversas inversiones que ha acometido la empresa a lo largo de sus historia, no sólo destacan las realizadas en los años 1970 y 1994, tendientes a la ampliación de su capacidad de producción y la introducción de nuevos productos, sino que también, desde el año 2001 la empresa cuenta con la certificación ISO-9002 para la fabricación de sacos de papel y cuadernos. Por su parte, y en respuesta a las necesidades del mercado de cuadernos a nivel local, motivadas por el cambio constante en los diseños de las carátulas de los mismos, la empresa cuenta con diversas licencias internacionales para el uso de imágenes y diseños decorativos que potencian el atractivo de los cuadernos, como es el caso de las licencias de Barbie, Baywatch, Animaniacs y NBA, junto con otras relacionadas con personajes de moda entre el público infantil. Dichas licencias se negocian por periodos 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.

▪ Operaciones

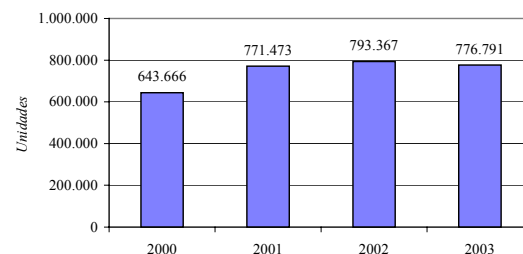
Como se mencionó anteriormente, la empresa se encarga de la conversión y comercialización de productos de papel, siendo que participa en cuatro mercados claramente diferenciados: a) papel higiénico; b) fundas o sacos de papel para uso industrial; c) cuadernos y d) servilletas, complementados con la elaboración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

Gráfico N° 1
Distribución de las Ventas
(Año 2003)



Las ventas de papel higiénico se constituyen como la principal fuente de ingresos de NIGUA, al aportar cerca del 42% de las ventas totales en los último 4 años. Para ello, la empresa cuenta con 5 marcas perfectamente diferenciadas en relación a suavidad del papel, cantidad de hojas, color de las hojas, etc., que le permiten satisfacer las diferentes necesidades de precio y calidad en el mercado dominicano. Por su parte, la empresa también atiende directamente el mercado turístico e institucional a nivel nacional, a través de ventas con empaques personalizados a diversas cadenas de hoteles y empresas. La mayor penetración de las marcas de la empresa en el mercado nacional, la reducción de la demanda de papel higiénico de calidad extra premium (importados) habían representado una demanda creciente para NIGUA; sin embargo, la drástica caída del ingreso de la población durante el año 2003 y el ajuste de los precios consecuencia de la devaluación, resultaron en una caída de 2% en las ventas en términos de volúmenes, aunque las mismas aún se ubican por arriba del nivel alcanzado en el año 2001, debido a la fortaleza de sus marcas y ventajas frente a otros productos importados.

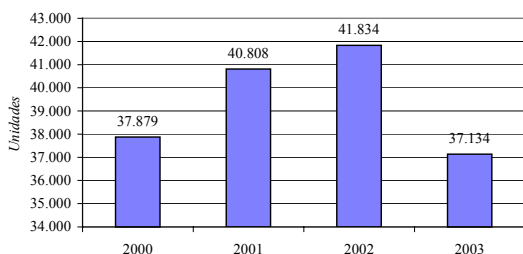
Gráfico N°2
Evolución de las Ventas: Papel Higiénico



Luego de ser el producto insignia de la empresa durante sus inicios, las fundas o sacos han pasado a ser la segunda línea de ventas de mayor importancia en términos de ingresos para NIGUA. Las fundas multicapas, son sacos manufacturados a partir de papel kraft diseñados para resistir roturas y la humedad. Dichas fundas son utilizadas mayoritariamente para el envasado de cemento por la industria nacional, siendo que la empresa también produce sacos cosidos, los cuales son utilizados para envasar productos alimenticios, farmacéuticos o veterinarios. Las ventas de fundas (multicapas y plegadas) han concentrado

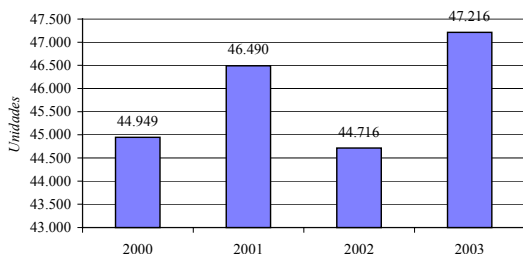
en promedio un 23% de las ventas (en términos de ingresos en los últimos 4 años), siendo que la industria cementera se constituye en su principal cliente.

Gráfico N°2
Evolución de las Ventas: Fundas



Dentro de las ventas a dicha industria, destacan las ventas a la mayor cementera del país, CEMEX Dominicana, una empresa subsidiaria de la tercera cementera de mayor tamaño a nivel mundial (CEMEX S.A.de C.V), con quien mantiene un flujo de negocios ininterrumpido durante los últimos 11 años. Es importante destacar que, desde el inicio de las relaciones con CEMEX Dominicana, NIGUA se dedicaba a la manufactura y pintado de los sacos, siendo que CEMEX Dominicana proveía la materia prima a ser convertida; sin embargo, a partir del año 2004, NIGUA asumirá los costos y beneficios de todo el proceso de confección del producto para lo cual se han dispuesto algunas formulas para el ajuste periódico de los precios del producto final vinculadas al precio de la materia prima y la devaluación. Este cambio en el contrato con CEMEX Dominicana no sólo le permitirá a NIGUA dar un mayor valor agregado a su cliente, sino que también significará un aumento significativo de la facturación lo cual podría casi duplicar las ventas de la empresa por este efecto. Si bien la concentración de las ventas a CEMEX Dominicana pueden ser consideradas una debilidad, la calidad crediticia del comprador, la estabilidad de la relación y el liderazgo de mercado de NIGUA permiten mitigar parcialmente dicho riesgo.

Gráfico N°4
Evolución de las Ventas: Cuadernos



La elaboración y comercialización de cuadernos es la tercera línea de negocio más importante para NIGUA, siendo que ha aportado cerca del 25% de los ingresos de la empresa en los últimos 4 años. La empresa participa en la elaboración de cuadernos de diferentes tipos: cocidos, espirales, grapados, etc., los cuales son ofrecidos en diferentes presentaciones en cuanto a la cantidad de hojas

empleadas y también ofrecen una amplia gama de portadas con diseños juveniles, educativos e infantiles. Para cubrir las necesidades del mercado en cuanto a portadas de refiere, la empresa cuenta con diversas licencias internacionales para el uso de imágenes y diseños decorativos que potencian el atractivo de los cuadernos, como es el caso de las licencias de Barbie, Baywatch, Animaniacs y NBA, junto con otras relacionadas con las cómicas y personajes infantiles de moda entre el público infantil. 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. Es importante destacar que a pesar de la caída del ingreso de la población en el año 2003, la empresa logró recuperar y superar la caída en las ventas de cuadernos registrada en el año 2002 (-4%) gracias a un aumento de casi 6% en las ventas hasta 47.216 unidades al cierre del año 2003 como resultado de un mejor desempeño de ciertos canales de distribución. La empresa maneja diferentes planes para introducir sus productos en el área del Caribe, para lo cual estiman completar una inversión de poco más de medio millón de dólares para ampliar su capacidad de producción.

A pesar de su relativa reciente introducción en el año 1997, NIGUA ha logrado posicionar exitosamente 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, textura y color que le permiten atender las diferentes necesidades de los consumidores. Durante el año 2003, las ventas de servilletas en términos de volumen registraron una contracción de 3% con relación a las registradas durante el año anterior, caída derivada del deterioro del ambiente operativo en la República Dominicana.

▪ Estrategia y Posición Competitiva

Debido a las características diferenciadas de los mercados donde participa la empresa, NIGUA 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, productos veterinarios y farmacéuticos, siendo que en algunos casos la empresa cuenta con contratos suministro en los cuales se acuerdan un volumen mínimo de compras y se estipulan fórmulas de ajuste de precios. En parte gracias al contrato suscrito con CEMEX Dominicana desde el año 1992, NIGUA provee cerca del 85% de las fundas o sacos a nivel industrial en la República Dominicana, siendo que dicha participación de mercado ha sido relativamente estable a lo largo del tiempo según declaraciones de la gerencia.

En el caso de los productos de consumo masivo (papel higiénico, servilletas y cuadernos) la empresa emplea diversas formulas para cubrir el mercado dominicano, entre ellas destacan las ventas a mayoristas, minoristas y también

la empresa cuenta con una red de distribuidores asociados a través de los cuales atienden a pequeños comercios (colmados) y al cliente final. En cuanto al papel higiénico y servilletas cerca de un 60% de las ventas se distribuye a través de colmados, los cuales son pueden ser atendidos tanto por los intermediarios (mayoristas, almacenes) o por distribuidores asociados. En términos de participación de mercado, las diferentes marcas de papel higiénico concentran cerca del 35% de las ventas de ese producto a nivel nacional, ocupando el primer puesto dentro del ranking, mientras que sus principales competidores, el distribuidor Cesar Iglesias, la empresa Continental de Negocio y Kimberly Clark Dominicana, manejaban cada uno el 22%, 12% y 10% del mercado aproximadamente, siendo que el resto del mercado era atendido por unas 5 empresas con participaciones de mercado inferiores al 10% del total. En el caso de las servilletas, NIGUA maneja cerca del 23% del mercado, siendo la primera empresa en ventas seguida por unos 5 competidores de menor tamaño. Es importante destacar, que si bien se ha registrado recientemente el cierre de algunas pequeñas empresas dentro de este mercado, las relativas bajas barreras para la entrada de nuevos competidores podrían resultar en un mayor grado de competencia en el futuro para NIGUA.

La distribución de cuadernos es realizada de forma similar a la del papel higiénico y las servilletas, salvo que la distribución de las mismas es ligeramente diferente, siendo que las ventas a grandes cadenas de distribución concentran la mayoría de las ventas. Debido a la fuerte estacionalidad de las ventas de cuadernos, las cuales se concentran durante el tercer trimestre de cada año como consecuencia del inicio del año escolar, NIGUA dispone de diferentes formas de control de inventario y manejo de pedidos para garantizar el correcto abastecimiento del mercado. Al cierre de 2003, las diferentes líneas de cuadernos comercializadas por NIGUA concentraban cerca del 42% de las ventas a nivel nacional ocupando el segundo puesto del ranking, mientras que su principal competidor Distribuidora Corripio manejaba una porción similar del mercado nacional de cuadernos, siendo que el resto de la demanda nacional estaba cubierta por otros competidores marginales. Es importante destacar los bajos precios relativos de producción de cuadernos de NIGUA versus otros competidores regionales, lo cual junto a las características del mercado nacional de cuadernos concentrado en la demanda de cuadernos cosidos, representan ventajas comparativas importantes para NIGUA frente a estos competidores del extranjero enfocados en la producción de cuadernos grapados y en espiral.

▪ **Desempeño Financiero**

Las actividades de NIGUA durante el AF03 transcurrieron en medio de un franco deterioro del ambiente operativo en la República Dominicana, caracterizado por una depreciación de la moneda de más de más 110%, un repunte en el nivel inflacionario y una reducción del ingreso familiar. Dicho entorno resultó en un comportamiento adverso en los volúmenes de ventas para

la mayoría de las líneas de negocio de la empresa, siendo que las ventas de la línea de sacos registró una reducción de 11% con respecto a las ventas registradas durante el año anterior, mientras que las ventas de papel higiénico cayeron en 6% y las servilletas en un 3%. Tan sólo las ventas de cuadernos registraron un comportamiento positivo en el año (+6%). A pesar de este comportamiento de las ventas por volumen, el drástico ajuste de los precios por efecto de la devaluación permitió un aumento de 46% en las ventas en términos de pesos, mientras que la utilidad bruta se elevó en 53% lo cual permitió que el margen bruto se elevara hasta 36%; el más alto en los últimos 5 años. Por su parte, y a pesar del aumento de 40% en los gastos de administración, el mayor margen bruto permitió un aumento de 76% en la utilidad operativa, mientras que la relación de utilidad una vez descontada la depreciación (EBITDA) se elevó en 68% hasta 71 millones de pesos. El aumento de las tasas de interés y el mayor nivel deuda promedio, producto de la política de pre-cancelación de los compromisos comerciales en moneda extranjera, resultaron en un aumento de 36% en los gastos financieros, mientras que la pérdida cambiaria se elevó en 93%, aunque la misma sigue aún sin representar más del 25% del EBITDA. Una vez deducidos los costos de financiamiento (financieros y cambiarios) y las mayores provisiones de impuestos, la utilidad neta de la empresa aumentó hasta 34 millones de pesos, mientras que las relaciones ROAA y ROAE se elevaron hasta 15% y 29% respectivamente.

El aumento de la deuda financiera de corto plazo y la reducción de las disponibilidades re reflejaron en un ligero deterioro de las relaciones de liquidez. Así, al cierre de diciembre de 2003 la relación de activo circulante a pasivo circulante alcanzó 1,7 veces, mientras que la prueba ácida (la cual excluye los inventarios) fue 0,8 veces. Por su parte, la relación de efectivo e inversiones temporales a deuda financiera de corto plazo se ubicó en 0,40 veces, relación que luce conservadora, considerando el adecuado flujo de caja de la empresa, pero inferior al promedio de los últimos 4 años (1,7 veces).

El crecimiento más que proporcional del EBITDA con relación a los gastos financieros resultó en una mejora de la relación de cobertura de intereses, aunque el mayor nivel de endeudamiento bancario no permitió una mejora de las relaciones de cobertura de deuda. Para el cierre del AF03, la relación de EBITDA a gastos financieros netos se elevó hasta 11,2 veces, mientras que la relación de EBITDA a deuda financiera de corto plazo se redujo hasta 2,1 veces. Por su parte, la relación de EBITDA a deuda financiera total fue de 1,6 veces.

Históricamente la empresa ha registrado niveles de apalancamiento relativamente estables, con un bajo nivel de exposición cambiaria lo que refuerza la calidad de la capitalización de la empresa. Al cierre de diciembre de 2003, la relación de pasivo a patrimonio se elevó ligeramente hasta 1,0 veces, mientras que los pasivos en moneda extranjera superaban a los activos en tan sólo USD 0,03 millones.

Industrias Nigua, C. Por A.

(Cifras no consolidadas expresadas en miles de pesos dominicanos)

Tipo de Cambio DOP/USD a final del Período 37,44 17,56 16,97 16,53 15,92

Meses 12 12 12 12 12
Dic-03 Dic-02 Dic-01 Dic-00 Dic-99

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	11,17x	9,08x	5,09x	3,24x	1,96x
EBITDA*/Deuda de Corto Plazo	2,11x	8,44x	1,54x	1,00x	0,67x
EBITDA*/Deuda Financiera Total	1,61x	5,33x	1,54x	1,00x	0,67x
EBITDA*/Deuda Financiera Neta de Corto Plazo	3,73x	-3,14x	2,14x	1,22x	1,07x
Pasivo/Patrimonio	0,99x	0,87x	0,76x	0,98x	0,94x

Resultados

Ventas Netas	397.056	271.329	269.559	227.285	181.363
% de Cambio*	46,3%	0,7%	18,6%	25,3%	-
EBITDA	70.732	42.205	37.729	31.969	16.851
Margen EBITDA	17,8%	15,6%	14,0%	14,1%	9,3%
Depreciación y Amortización	10.402	7.946	7.101	6.239	5.190
EBIT	60.330	34.259	30.628	25.731	11.661
Gastos Financieros	6.334	4.650	7.409	9.852	8.583
Costo de Financiamiento Estimado	24,5%	28,7%	26,2%	34,4%	68,4%
Pérdida Cambiaria	17.311	8.976	52	0	0
Utilidad Neta	33.657	22.445	20.526	17.602	(2.949)
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	28,5%	23,0%	25,0%	25,6%	-9,2%
Retorno sobre Activo Promedio*	14,7%	12,6%	13,5%	13,0%	-4,7%

Flujo de Caja

Efectivo Neto Provisto por las Actividades Oper.	(20.234)	51.570	19.618	4.839	7.973
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Inv.	(11.641)	(15.455)	(7.509)	(7.118)	(13.903)
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Financ.	28.073	7.883	(11.105)	(1.180)	6.742
Flujo de Efectivo Neto	(3.801)	43.999	1.004	(3.458)	812

Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	14.638	18.440	6.881	5.877	9.335
Cuentas por Cobrar	71.642	51.701	47.532	32.890	23.097
Activo Total	260.614	195.933	159.384	145.769	124.305
Deuda Financiera de Corto Plazo	33.593	5.000	24.509	32.126	25.079
Cuentas y Gastos por Pagar	82.598	82.042	44.324	37.615	35.096
Deuda Financiera de Largo Plazo	10.278	2.925	0	0	0
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	129.815	90.919	68.840	72.263	60.176
Patrimonio Total	130.799	105.015	90.543	73.505	64.129

Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	77%	63%	100%	100%	100%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	0,44x	3,69x	0,28x	0,18x	0,37x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,77x	4,37x	1,18x	0,76x	0,50x
Prueba Acida	0,80x	0,98x	0,82x	0,60x	0,63x

Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (USD)	-0,03	-0,91	-0,57	-0,94	-0,87
--	-------	-------	-------	-------	-------

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre del 31 de diciembre de 2003)

Año	2005	2006	2007	> 2008
Vencimientos	2.077	2.376	2.717	3.107

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