

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	CERÁMICA CARABOBO, S.A.C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de SESENTA MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 60.000.000.000,00), Aprobado en Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 31 de octubre de 2017, y acordado por la Junta Directiva en sesión del 13 de marzo de 2018.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Cuarenta y ocho (48) meses.
USO DE LOS FONDOS:	Compra de materia prima e insumos (80%) y para reestructuración de pasivo bancario (20%).
INFORMACION ANALIZADA:	<ul style="list-style-type: none">a) Estados los estados financieros consolidados al 30 de Abril de los años 2015, 2016 y 2017 auditados por Rodríguez, Velázquez y Asociados, más un corte no auditado al 30 de Septiembre de 2017.b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresac) Información sectorial
RIESGO:	B1 <u>Categoría:</u> "B" Corresponde aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptible de ser afectada en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. <u>Sub-categoría:</u> "B1": Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando GLOBAL RATINGS SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

CERÁMICA CARABOBO es una empresa de amplia trayectoria en la industria venezolana, dedicada a la fabricación y comercialización de revestimientos cerámicos y porcelánicos para paredes y pisos. Es importante destacar, las técnicas innovadoras que ha introducido en el mercado local, como la tecnología INKJET, lo que se ha traducido en una mejora de calidad y eficiencia dentro de sus procesos productivos, posicionándose hoy día como líder dentro del mercado nacional. En referencia al horizonte estratégico, CERÁMICA CARABOBO, tiene previsto aumentar los volúmenes de exportación con el desarrollo de un centro logístico que permita optimizar los despachos a los clientes del Caribe, Florida y Costa Oeste de EEUU. Adicionalmente, tiene previsto formular nuevos diseños de baldosa de cerámica bajo el formato 20x60. A pesar del entorno macroeconómico, la caída en los niveles de consumo y la contracción registrada en el sector construcción, los resultados financieros del emisor son favorables, medidos en términos de solvencia y eficiencia. Por su parte, los indicadores de rentabilidad reflejan una variación interanual decreciente de 24,4%, que se traduce en resultados netos negativos a Sep2017. Razón por la cual, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es limitada. Con respecto al endeudamiento expone un comportamiento similar a la rentabilidad, donde refleja un punto de inflexión en los niveles de cobertura sobre EBITDA durante los primeros semestres 2017 a razón de (1,07), materializando a la fecha de corte la tendencia decreciente que ha esbozado este indicador durante todo la serie. Es importante mencionar que la emisión que se califica, le permitirá mejorar el perfil de deuda, reestructurando sus pasivos financieros. Es de suma importancia monitorear algunos factores fundamentales de desempeño cuya evolución puede influir de forma determinante en los resultados de CERÁMICA CARABOBO, los mismos se describen a continuación: posición en moneda extranjera con marcada tendencia decreciente, contracción de las cantidades producidas durante toda la serie en estudio, alta concentración de clientes lo que eleva el riesgo de impago, resultado financiero ajustado y consolidación del plan expansión geográfica emprendido por la empresa. Hechas estas consideraciones, la Junta Calificadora asigna la Categoría "B", Subcategoría "B1" a la emisión de Obligaciones Quirografarias por un monto de SESENTA MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 60.000.000.000,00) de Cerámica Carabobo.

1. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA EMISIÓN

El presente informe se realiza con el objetivo de sustentar, de acuerdo a los procedimientos técnicos debidamente aprobados por la Superintendencia Nacional de Valores, la calificación de riesgo del siguiente programa:

Emisor: Cerámica Carabobo, S.A.C.A.

Instrumento: Obligaciones Quirografarias al Portador no convertibles en Acciones.

Monto: Sesenta mil Millones de Bolívares (Bs. 60.000.000.000,00).

Plazo: Hasta cuatro (4) años.

Fecha de aprobación: Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 31 de octubre de 2017, y acordado por la Junta Directiva en sesión del 13 de marzo de 2018.

Uso de los fondos: Compra de materia prima e insumos (80%) y para reestructuración de pasivo bancario (20%).

2. EMISOR

2.1 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Cerámica Carabobo, S.A.C.A (en adelante CERÁMICA CARABOBO) es una empresa de amplia trayectoria en la industria venezolana, su fundación data del año 1956. La Compañía y algunas de sus compañías subsidiarias se dedican a la fabricación y comercialización, principalmente

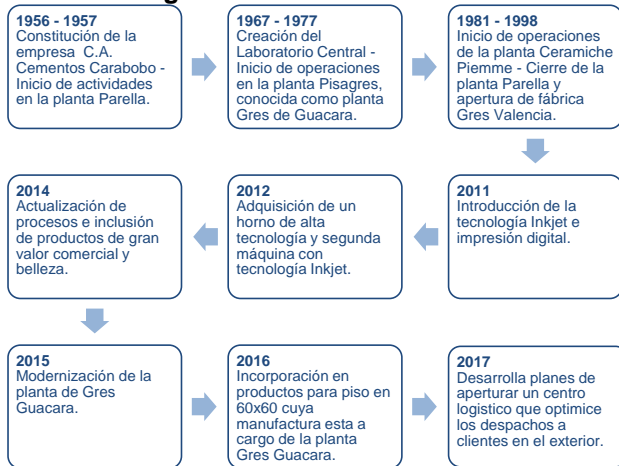
de revestimientos cerámicos y porcelánicos para paredes y pisos.

CERÁMICA CARABOBO posee tres plantas donde se produce revestimiento cerámico para pisos y paredes, tanto por bicocción como por monococción, las cuales se detallan a continuación:

- Planta Gres Valencia: Fábrica de baldosas de piso, con una capacidad de 4,3 millones de metros cuadrados al año, con equipos de última generación tecnológica. En esta planta se fabrican baldosas de gres esmaltadas, mediante el proceso de monococción.
- Planta Gres Guacara: Esta planta a lo largo de su trayectoria, ha sido modernizada y ampliada en diversas oportunidades. Hoy día produce cerámicas de gres en formato 60x60.
- Planta Piemme: esta tercera planta destinada a la fabricación de baldosas de pared formatos 30x60 mediante método de bicocción, en sociedad con Ceramiche Piemme, luego de cumplir un intenso ciclo productivo de varios años, es modernizada con la instalación de hornos de última tecnología, instaurando el avanzado proceso de bicocción rápida.

En el Diagrama 1 se puede apreciar parte de la evolución de CERÁMICA CARABOBO:

Diagrama 1. Evolución histórica



Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

2.2 PROCESO PRODUCTIVO

Los distintos formatos y modelos de baldosas que fabrica CERÁMICA CARABOBO, son elaborados en sus distintas plantas, mediante dos tipos de procesos: monococción y bicocción. El proceso de manufactura ejecutado en la empresa, puede dividirse en siete (7) etapas, las cuales se describen a continuación:

Recepción de materias primas: el principal insumo para el proceso son las distintas arcillas, que por lo general se obtienen de canteras cercanas a las plantas de producción. Además de esto se agregan materias primas no plásticas y algunos aditivos, que serán necesarios durante el proceso de molienda.

Molienda: una vez que las materias primas se encuentran almacenadas en los silos, éstas son cargadas en los molinos donde pasarán por un proceso de dosificación automatizado. Al terminar el proceso, se realizan pruebas de densidad y viscosidad de la pasta obtenida.

Atomización: la pasta cerámica es bombeada del tanque de almacenamiento hasta el atomizador, donde pasa por unas boquillas, con el fin de transformarlo en un rociado que al entrar en contacto con aire caliente, produce el secado de las partículas y genera lo que se conoce como polvo atomizado, que será transportado a los silos de almacenamiento.

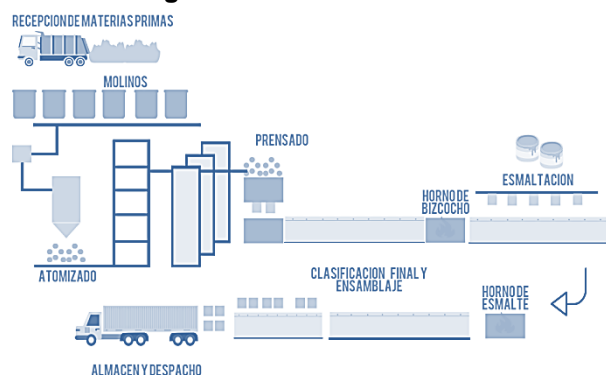
Prensado: el polvo atomizado se coloca en las cintas transportadoras que lo llevan a las prensa y se obtiene un bizcocho crudo. El prensado puede ser en semi-seco, para baldosas y azulejos, o en seco, para azulejos, baldosas, refractarios, vajillas y piezas especiales.

Cocción: el bizcocho crudo es sometido a un período de secado rápido, para reducción del contenido de humedad de las piezas antes de su cocción. Luego la pieza es llevada al horno de bizcocho, es la fase más importante y delicada del proceso de fabricación de productos cerámicos, ya que, se confiere a la pieza las propiedades deseadas, al mismo tiempo que se muestra si las fases precedentes se han llevado a cabo correctamente.

Esmaltado: el bizcocho cocido se coloca en cintas transportadoras, donde es impregnado con engobe, pintura y esmalte. En los procesos de bicocción, la pieza es introducida en el horno de esmalte, donde cumplirá un nuevo ciclo de cocción, con el fin de lograr la vitrificación del esmalte.

Almacenamiento y despacho: las baldosas son colocadas en las líneas de selección final, las cuales son clasificadas de acuerdo a las normas Convenin en 1° calidad, 2° calidad y rechazo, para ser embaladas y almacenadas según cada criterio. A partir de este momento, el producto está disponible para su distribución.

Diagrama 2. Proceso Productivo



Fuente: Elaboración propia

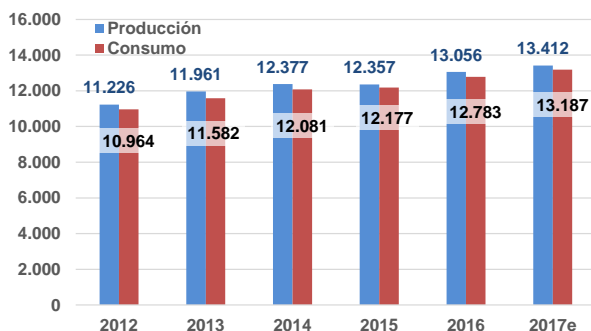
Un aspecto de gran interés es que CERÁMICA CARABOBO ha innovado en parte de sus procesos, siendo pionero al incorporar la tecnología *Inkjet* que agrega valor y calidad al producto final. La tecnología de decoración digital se basa en un

sistema de transferencia de diseños sobre diferentes superficies (lisas o estructuradas), que permite imprimir las piezas cerámicas por completo. A través de esta innovación se consiguen imágenes/diseños de gran definición y realismo. Este sistema digital, es un proceso de impresión sin contacto donde las imágenes están formadas por pequeñas gotas disparadas a altas velocidades desde los inyectores de los cabezales de impresión. Las gotas de tinta se combinan con precisión dando lugar a los varios colores, que observados a distancia, componen una imagen.

2.3 ANÁLISIS DEL ENTORNO

Las cifras globales de producción, consumo y comercio internacional de baldosas de cerámica han aumentado rápidamente en la última década, aparentemente no se han visto afectadas por las tendencias económicas y las crisis que perjudicaron la producción en diversos mercados.

Gráfico 1. Evolución mercado mundial de baldosas de Cerámica (millones de mts²)



Fuente: ACIMAC Research Department – Elaboración propia

Sin embargo, al examinar los datos con mayor detalle, se evidencia que la situación es más compleja de lo que parece. Encontramos por ejemplo, que la mayoría de las baldosas se producen para la venta en mercados cercanos, mientras que solo una de cada diez se envía a un área fuera de la región en la que se ubica el lugar de fabricación. Además destaca que China no solo es el mayor productor y consumidor de cerámica, sino también, es el mayor exportador, ya que sus clientes se componen de más de 70 países en todo el mundo, seguida de Italia y España que conservan su liderazgo y posición en un número significativo de mercados.

Adicionalmente, se muestra que las regiones con tasas más altas de crecimiento de la población

urbana también muestran las mayores tasas de crecimiento en el consumo de baldosas. Asia es la región del mundo que consume los mayores volúmenes de baldosas 42,8%, aunque las tasas de crecimiento de la producción más altas se registran en los países africanos 13,3% a cierre de 2016. Lo anterior proporciona una visión general del sector internacional, las perspectivas de futuro, los cambios en la estructura y el origen del mercado de baldosas de cerámica en los últimos años.

En lo que se refiere al Mercado Nacional de cerámicas, -segmento de mercado en el cual opera el emisor- dada la elevada durabilidad de las piezas, la reposición de las mismas es reducida, por lo que la demanda de estos productos, está asociada directamente con el desempeño del sector construcción, tanto de comercios, oficinas como de residencias, por lo que vale señalar, que el Estado Venezolano es el cliente habitual, a través de instituciones estatales y las empresas mixtas, debido a que actualmente son pocos los actores con capacidad real de emprender proyectos de gran envergadura.

Históricamente este sector ha guardado un comportamiento paralelo con los ciclos de la economía nacional y ha mostrado además, un mayor grado de sensibilidad y un leve rezago frente a las variaciones de la actividad económica interna. Por lo que, a pesar de no disponer de cifras recientes sobre el desempeño real, mediante la evaluación de la actividad relacionada y su comportamiento en los últimos meses, se puede inferir que la actividad económica interna se mantiene en un estado de contracción situación que continuará en los siguientes meses, lo cual podría influir negativamente al traducirse en una contracción del mercado de cerámicas ocasionando un impacto significativo sobre las operaciones del emisor.

2.4 ESTRATEGIA Y POSICIONAMIENTO

CERÁMICA CARABOBO se dedica a la fabricación y comercialización de revestimientos cerámicos y porcelánicos para paredes y pisos. Su producción es vendida al mercado local, siendo uno de los principales productores en este segmento de negocio. De acuerdo a cifras proporcionadas por el emisor, las ventas de la industria cerámica en el país, se aproxima al 1.000.000 metros cuadrados por mes a Abr2017, bajo el panorama actual de mercado.

Al día de hoy CERÁMICA CARABOBO dentro de su portafolio maneja cinco (05) tipos de formatos: 33X33, 30X60, 40x60, 45X45 y 60x60. Analizando la composición de las ventas por formato, se observa una distribución con tendencia marca a piezas de mayores dimensiones. Como se puede apreciar en la Tabla 2, los formatos 30x60, 45x45 y 60x60 representando en promedio 70% de las ventas totales de la empresa.

Tabla 2. Ventas por Formato (Bolívares)

	Abr2015	Abr2016	Abr2017	Sep2017
45x45	44%	38%	30%	25%
40x60	-	-	7%	15%
33x33	16%	26%	9%	3%
60x60	-	5%	24%	29%
30x60	40%	31%	30%	28%

Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

A continuación se muestran los 10 clientes con mayor participación en las ventas del emisor para el 2017:

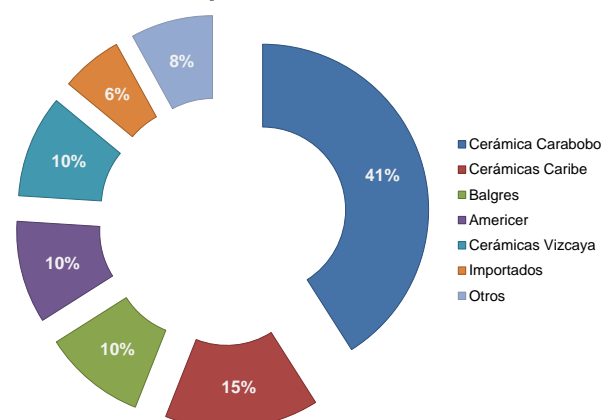
Tabla 3. Diez Principales Clientes

Distribuidor	% Participación
Domosa decoraciones, C.A	10,05%
Simpolo, C.A.	5,15%
Arcosan Barquisimeto, C.A.	3,56%
Cerámicas Optima, C.A.	2,64%
Ceramimport 2010, C.A.	1,99%
El Mar de la Cerámica, C.A.	1,96%
Puraceramica Litoral, C.A.	1,92%
Grupo Decogres 2012, C.A.	1,73%
Centro Cerámico Litomar, C.A.	1,72%
Ferroceramica Valcro	1,69%
Otros	67,60%

Fuente: Dirección de mercadeo y venta de Cerámica Carabobo

En términos de *competencia*, el mercado nacional está liderado por tres (3) empresas que concentran más del 60% del mismo, lo que convierte a CERÁMICA CARABOBO en el líder con más de 41% de participación.

Gráfico 2. Participación de Mercado 2016-2017



Fuente: Dirección de mercadeo y venta de Cerámica Carabobo

Según indica el emisor, su producto final es colocado en el mercado nacional a través de distribuidores, siendo los estados Carabobo, Distrito Capital, Anzoátegui, Miranda y Bolívar, los que cuentan con una *red de distribución* por encima de las 180 tiendas.

Es importante destacar que el mercado de la cerámica se caracteriza por atender distintos niveles del mercado de construcción, como el mercado de reposición que abarca todas aquellas remodelaciones y adaptaciones realizadas a las viviendas, también está bien desplegado el mercado de las obras que atiende toda la cadena de constructores y grandes y/o pequeños contratistas.

En cuanto a los *proveedores*, por un lado su principal materia prima como arcillas es surtida por proveedores nacionales, con los cuales ha mantenido una relación comercial estable y de largo tiempo. Con respecto al resto de materiales empleados en las distintas etapas del proceso productivo, silicatos, tintas (en toda su diversidad), engobes, pigmentos, colorantes químicos para esmaltes, o pacificantes, etc., la mayoría son adquiridos a proveedores internacionales, así como insumos para la operatividad correspondientes a punzones, cuerpos moledores, rodillos de horno y roto color. Un punto crítico para el emisor, son las restricciones en el acceso a divisas, que representa una amenaza latente a sus operaciones, no sólo por los insumos que debe importar directamente, sino por el riesgo indirecto de sus proveedores.

En relación al horizonte estratégico, CERÁMICA CARABOBO, tiene previsto aumentar los volúmenes de exportación con el desarrollo de un centro logístico que permita optimizar los despachos a los clientes del Caribe, Estado de Florida, Costa oeste de EEUU. Adicionalmente, tiene previsto formular nuevos diseños de baldosa de cerámica bajo el formato 20x60.

Considerando el comportamiento de la economía nacional y su tendencia para los meses venideros, así como la evolución de las actividades y procesos productivos de la empresa durante los últimos ejercicios, en el Diagrama 3 podemos sintetizar algunas de sus fortalezas y puntos críticos al momento de realizar este análisis:

Diagrama 3. Posicionamiento Estratégico de CERÁMICA CARABOBO



Fuente: Elaboración propia

2.5 PROPIEDAD Y GERENCIA

El Capital social suscrito y pagado de CERÁMICA CARABOBO al 30 de septiembre de 2017 es de Bs. 28.354.310,00 dividido en 2.835.431 acciones comunes nominativas no convertibles al portador, con un valor nominal de Bs. 10 cada una.

Tabla 4. Composición Accionaria de CERÁMICA CARABOBO

Accionista	% Accionario
Grupo Boulton	53,40%
Grupo Henriquez	12,72%
Grupo Cisneros	10,99%
Grupo Levi Duer	6,78%
Grupo Falcón	4,61%
Grupo Rojas Córdoba	3,24%
Grupo Capriles	1,33%
Accionistas Minoritarios*	6,93%

* Incluye Acciones en Tesorería
Fuente: CERÁMICA CARABOBO

La administración, gestión y dirección de CERÁMICA CARABOBO está a cargo de una Junta Directiva, compuesta por siete (7) o nueve (9) miembros conforme decida la Asamblea de Accionistas en cada ocasión en que haya elección. La actual Junta Directiva fue designada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 31 de octubre de 2017, y está conformada de la siguiente manera:

Directores Principales: Carlos Alberto Carlés Rodríguez, Carlos J. Acosta López, Miguel Ángel Capriles López, Philip Henríquez, Gerardo Chacón, Emilio Fernando Álvarez y Vladimir Falcón.

Directores Suplentes: Juan Velutini Octavio, Guillermo Sosa Schlageter, Eduardo Fortuny, Juan José Espinoza, Mauricio Andarcia Martínez, Eduardo López y Gonzalo Denis Boulton.

Para el cierre del año 2017, la empresa cuenta con una plantilla de 300 trabajadores aproximadamente.

3. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 30 de Abril de los años 2015, 2016 y 2017 auditados por Rodríguez, Velázquez y Asociados, más un corte no auditado al 30 de Septiembre de 2017. Toda la información se encuentra en valores constantes, de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La consolidación incluye las cuentas de CERÁMICA CARABOBO y subsidiarias que a Sep2017 son: Inexcro, C.A., Cerámicas Royal, C.A. e IMC Consultans, LTD totalmente poseídas, así como Importadora de Cerámica, C.A., Eurocerámica Carabobo, C.A., Azulejos Carabobo, C.A., Eurogres Piemme, C.A., Maquinarias Industriales Carabobo,

Maquinca, C.A., Porcelanato Carabobo, C.A. y Revestimiento Porcelánico Piemme, C.A. poseídas en un 98,33% y Cerámica Piemme, C.A. poseída un 80,10%.

Hasta el 31 de marzo de 2012, el Emisor mantenía control sobre Cerámicas para El Hogar Ceramihogar, C.A., situación que cambió al cierre del ejercicio 2014-2013, cuando sólo ejerce influencia significativa y su participación en el patrimonio pasó del 70% al 50%.

3.1 SOLVENCIA Y LIQUEDEZ

CERÁMICA CARABOBO mantiene a Sep2017 activos corrientes por 94.679,5 MMBs., entre los cuales destacan: cuentas por cobrar, inventarios y anticipos a proveedores además de efectivo que representan el 54% del total de activos. Al descontar los inventarios que componen el 33,2% de los activos corrientes y están integrados principalmente por productos terminados, materias primas y repuestos. Se contará solo con el resto de las partidas antes descritas para hacer frente a las obligaciones corrientes.

Analizando con más detenimiento las subcuentas que componen las acreencias, se evidencia que la mayor proporción, 80% corresponde a obligaciones comerciales, y ascienden a 41.238,9 MMBs. donde el promedio de crédito otorgado al cierre de 2017 es 30 días, lo que explica en buena medida la reducción en 46,5% que registraron al cierre del último ejercicio, como resultado de las estrategias que sigue el emisor en la mejora de su proceso de cobranzas. Al corte de Sep2017 observamos un incremento en dicha partida, fundamentalmente por el incremento en el valor nominal de las ventas.

Respecto a los anticipos a proveedores los mismos totalizan 11.209,2 MMBs., y tiene como objeto el suministro de insumos, repuestos y servicios que permitan garantizar el funcionamiento normal de la planta. Finalmente el efectivo y equivalentes suman 9.379,3 MMBs., sustentados en el aumento del precio promedio de los productos y en una eficiente gestión de cobranza. Todo lo anterior demuestra la capacidad de la empresa de hacer frente al pasivo a corto plazo, con una razón de índice ácido medio de 1,45x con una tendencia relativamente estable durante la serie, por lo que es claro que mantiene unos niveles considerables de liquidez.

Tabla 5. Posición de Liquidez de CERÁMICA CARABOBO

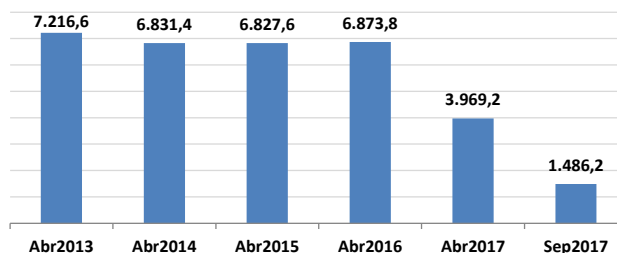
	Abr2015	Abr2016	Abr2017	Sep2017
Solvencia Total	2,54	1,98	2,26	1,81
Solvencia Corriente	2,21	2,39	1,93	1,31
Liquidez Ácida	1,78	1,75	1,41	0,87
Activo Circulante / Activos	0,58	0,61	0,48	0,55

Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

3.2 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

A la fecha de corte analizada Sep2017, CERÁMICA CARABOBO registran unos ingresos por ventas de 55.411,9 MMBs, reflejando una variación interanual negativa de 37,3%, lo que va en concordancia con la tendencia decreciente esbozada durante toda la serie estudiada, este comportamiento está asociado principalmente, a la reducción drástica de las cantidades producidas y al aumento sustancial de los costos de producción; específicamente insumos importados además de costos de empaque.

Gráfico 3. Evolución Cantidades Vendidas (miles de mts²)



Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

Es de hacer notar el incremento registrado en las ventas durante el período Sep2017. Según expone el emisor, fue causado por el aumento en los precios, derivados a su vez del alza en los costos de producción, sin que esto afectara significativamente los niveles de venta en unidades. Esto además coincidió con la introducción al mercado de nuevos diseños, permitiendo reforzar la posición del emisor dentro del sector.

Tabla 6. Ventas por Formato (Cantidades)

	Abr2015	Abr2016	Abr2017	Sep2017
45x45	43%	42%	34%	28%
40x60	-	-	6%	13%
33x33	34%	33%	12%	6%
60x60	-	1%	22%	28%
30x60	23%	24%	26%	25%

Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

Al observar de manera más exhaustiva, se verifica que dentro del portafolio del cliente los formatos 60x60, 45x45 y 30x60 a Sep2017 representan la mayor fuente de ingresos de la empresa y demuestra a su vez una marcada tendencia del mercado hacia baldosas de mayores dimensiones, por lo cual el desarrollo de las mismas pasa a ser un objetivo estratégico de la empresa, según argumenta la gerencia. Cabe destacar que el formato 40x60 ha ido ganando espacio dentro de la estructura de ingresos del emisor, alcanzando una porción superior al 13% de las cantidades totales comercializadas.

Tabla 7. Indicadores de Rentabilidad

	Abr2015	Abr2016	Abr2017	Sep2017
Margen Bruto	30,82%	14,87%	-16,43%	-20,34%
Margen Operativo	18,90%	7,77%	-20,97%	-29,64%
Margen Neto	14,48%	10,57%	-26,30%	-14,62%
ROA	-	13,23%	-15,79%	-11,94%
ROE	-	24,60%	-30,45%	-23,94%

Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

Cuando analizamos el ciclo de caja de CERÁMICA CARABOBO, las rotaciones en las cuentas por cobrar, netamente comerciales, evidencian el descenso continuo en los días de crédito; por otra parte, el promedio de pago a proveedores es de 7 días, siendo una brecha favorable para el emisor, por lo que se puede inferir que una de las principales políticas dentro de la empresa es el manejo eficiente en el uso y generación del efectivo, para cumplir con sus compromisos de pagos y obligaciones financieras.

Tabla 8. Ciclo Operativo y Efectivo CERÁMICA CARABOBO

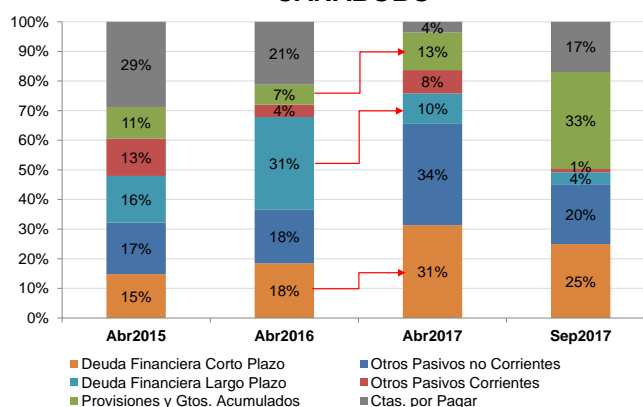
	Abr2015	Abr2016	Abr2017	Sep2017
Rotación Ctas. por Cobrar	57	96	108	47
Rotación Ctas. por Pagar	53	44	6	36
Rotación Inventarios	53	67	52	71
Ciclo operativo	110	164	161	117
Ciclo efectivo	57	120	154	81

Fuente: CERÁMICA – Elaboración propia

3.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

La estructura financiera del emisor ha mantenido a lo largo de la serie una tendencia al corto plazo, de manera que los pasivos corrientes en promedio representan un 62,2% del total de pasivos. Compuestos principalmente por préstamos bancarios contratados con instituciones financieras nacionales por un monto de 23.845,4 MMBs., por su parte los préstamos a largo plazo a la fecha de corte ascienden a 3.857,0 MMBs.

Gráfico 4. Estructura Pasivos de CERÁMICA CARABOBO



Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

Respecto a las cuentas por pagar en su mayoría son de tipo comercial y ascienden a 16.222,9 MMBS., están representadas por pagarés con vencimientos variables con tasas que oscilan entre el 13% y 24% al cierre de Abril2017. Por su parte, los gastos acumulados y otras cuentas por cobrar que totalizan 31.229,1 MMBs. están integrados mayoritariamente por servicios, honorarios e insumos por pagar, todo lo anterior se corresponde con las estrategias del emisor de reestructurar sus pasivos a fin de hacer frente a la necesidad de materia prima e insumos requeridos para el proceso productivo, comportamiento que es razonable dado el escenario inflacionario.

Tabla 8. Indicadores de Cobertura

	Abr2015	Abr2016	Abr2017	Sep2017
Cobertura Intereses	7,43	2,44	(2,60)	(4,34)
EBITDA/Servicio Deuda	1,41	0,28	(0,66)	(1,07)
EBITDA/Servicio Deuda CP	2,41	0,63	(0,80)	(1,20)
EBITDA/Servicio Deuda LP	2,32	0,42	(1,50)	(3,05)
FCO/Servicio Deuda	13,70	0,34	(0,70)	(1,44)

Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

4. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

4.1 GESTIÓN: Se considera que CERÁMICA CARABOBO está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos del funcionamiento de la empresa, tanto en lo referido a la gestión financiera, como industrial y comercial, así lo sustenta su extensa trayectoria en el mercado nacional, siendo además pionera en la industria de la cerámica en el país, con la introducción de nuevas técnicas y productos a nivel local, ostentando una participación de mercado mayoritaria.

4.2 RENTABILIDAD: Es uno de los aspectos más sensibles, el emisor refleja una variación interanual negativa promedio de 67,0% de los resultados netos, tendencia que se mantiene en el corte. Adicionalmente, los costos de producción mantienen por su parte una tendencia creciente totalizando a Sep2017 111,0%, respecto al total de ingreso, razón por la cual, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es limitada.

4.3 SOLVENCIA: La empresa tiene un índice de solvencia total adecuada, sus bienes representan en promedio 2,15 veces su pasivo exigible a durante la serie, situación que se mantiene al corte, en la misma línea el patrimonio presenta resultados positivos en cifras importantes, sin embargo, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar la alta concentración de su cartera de clientes, en la cual los diez (10) principales ostentan más del 60% de las ventas realizadas por el emisor, saldos que se incrementaron de forma significativa en el último corte, situación que podría impactar en el futuro sus niveles de solvencia. Según informa la gerencia, la concentración de riesgo crediticio de los clientes es bastante limitada, dado que el número de clientes es lo suficientemente amplio y diversificado entre varios tipos de industria así como ubicación geográfica, para generar una alta exposición de riesgo.

4.4 LIQUIDEZ: Es quizás el aspecto más robusto del emisor, en promedio el activo corriente representa 56% de su activo total, situación que mejora en su resultado reciente a Sep2017, resultado que se sustenta principalmente en: efectivo, anticipos otorgados a proveedores y cuentas por cobrar a clientes. Hasta ahora el emisor muestra buena reciprocidad de los clientes con niveles mínimos de incobrabilidad, que ha Abril2017 ascienden a 0,08% de las acreencias. Con respecto a la gestión del efectivo y sus equivalentes, el emisor prepara mensualmente los flujos de efectivo con la finalidad de planificar oportunamente sus necesidades de caja.

4.5 ENDEUDAMIENTO: Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados; pero destaca la alta concentración de la deuda financiera a corto plazo, comportamiento que se corresponde con incrementos de los costos operativos y de producción, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de materia prima e insumos,

situación que se espera sea disminuida mediante la colocación de la presente emisión.

4.6 JURÍDICO: Al analizar la posibilidad de incumplimientos en el pago a los inversionistas, así como la eventual aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados se identifica que el riesgo jurídico es mínimo. Adicionalmente, es importante mencionar que CERÁMICA CARABOBO es una empresa de amplia trayectoria en el mercado nacional de revestimientos cerámicos para paredes y pisos, siendo líder en dicho segmento, por lo que se podría inferir que existe un elevado riesgo reputacional para toda la organización, donde ante un actuación inadecuada, no sólo se verá impactado el reconocimiento de la marca, sino el de la cadena en su totalidad incluyendo aliados y filiales.

4.7 MERCADO: la actividad comercial del emisor está condicionada al escenario económico y sus causas, como los elevados niveles de inflación que aceleran la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores, impactando directamente en sus ventas y por ende en sus ingresos. A pesar de que el emisor mantiene su posicionamiento en el mercado y ha logrado conservar un nivel de venta razonable que permite su funcionamiento, sin embargo, de acelerarse la pérdida de poder adquisitivo, en el mediano plazo podrían verse afectados los volúmenes de venta.

4.8 CAMBIARIO: El emisor presenta una elevada exposición ante variaciones en el régimen cambiario, que se derivan principalmente de operaciones comerciales, ya que mantiene una relación de dependencia con proveedores internacionales para la obtención de insumos, situación que puede afectar considerablemente las operaciones de la compañía, podría materializarse una coyuntura operacional ante un escenario cambiario más restrictivo. Es de resaltar, la posición en moneda extranjera del emisor presenta una tendencia deficitaria durante la serie en estudio, y está representada fundamentalmente por cuentas por pagar a proveedores del exterior.

**Tabla 9. Posición en Moneda Extranjera
(Expresado en miles de US\$ y €)**

Activo	Abril 2015		Abril 2016		Abril 2017		Septiembre 2017	
	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR
Efectivo y equivalentes	1.375,5	178,1	244,4	7,5	94,5	23,7	438,2	23,1
Cuentas por Cobrar	234,1	-	427,0	20,0	503,4	-	637,0	-
Otros activos	9.611,5	757,0	4.076,8	351,6	4.173,7	326,3	3.681,5	241,4
Total activos	11.221,0	935,2	4.748,2	379,0	4.771,6	350,0	4.756,7	264,5
Pasivo								
Prestamos y sobregiros bancarios	-	-	304,5	-	364,0	-	380,0	-
Gastos acumulados por pagar	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	5.852,3	5.591,6	6.339,9	4.095,5	5.432,2	4.099,5	5.044,5	4.111,1
Otros pasivos a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-
Total pasivos	5.852,3	5.591,6	6.644,4	4.095,5	5.796,2	4.099,5	5.424,5	4.111,1
Posición neta	5.368,7	(4.656,4)	(1.896,2)	(3.716,5)	(1.024,5)	(3.749,4)	(667,8)	(3.846,7)

Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

5. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de CERÁMICA CARABOBO bajo tres escenarios: 1) Base: condiciones provistas por el emisor; 2) Restricciones Leves: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) Restricciones Graves: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, considerando estabilidad en los volúmenes de venta, el margen operativo se ubicaría en promedio en 15% para el período comprendido entre 2018 - 2022, con unas *coberturas estimadas* de gastos financieros en 1,12x, y del servicio de la deuda de 0,45x al vencimiento de la emisión.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un menor crecimiento promedio de las ventas, así como un costo implícito de los fondos superior, se obtuvo una *cobertura proyectada a vencimiento* para gastos y servicio de la deuda de 1,10x y 0,45x, respectivamente. Por último, considerando condiciones más exigentes, tales como un crecimiento inferior en las ventas anuales, se reducen los indicadores de cobertura tanto de gasto como de deuda totalizando a cierre de Mar2022: 0,77x y 0,32x respectivamente.

Tabla 9. Indicadores Proyectados

Escenario Base	Mar2018	Mar2019	Mar2020	Mar2021	Mar2022
Cobertura de Intereses	0,82	0,92	0,98	1,05	1,12
Cobertura Servicio de Deuda	0,31	0,35	0,38	0,41	0,45
Restricciones Leves	Mar2018	Mar2019	Mar2020	Mar2021	Mar2022
Cobertura de Intereses	0,43	0,59	0,77	1,02	1,10
Cobertura Servicio de Deuda	0,16	0,21	0,28	0,37	0,45
Restricciones Graves	Mar2018	Mar2019	Mar2020	Mar2021	Mar2022
Cobertura de Intereses	0,25	0,34	0,45	0,59	0,77
Cobertura Servicio de Deuda	0,10	0,14	0,18	0,24	0,32

Fuente: CERÁMICA CARABOBO – Elaboración propia

6. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una variación de la calificación:

6.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Reestructuración de la deuda de corto a largo plazo en mayor proporción.
- Estabilidad de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Consolidación de los proyectos de expansión geográfica emprendidos.

6.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Contracción insostenible de los niveles de producción.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento superior al resultado operativo acumulado de los periodos recientes de forma sostenida.
- Política de inversiones superiores a las anticipadas.



CERÁMICA CARABOBO, S.A.C.A.

INDICADORES FINANCIEROS

Expresado en miles de bolívares

Cifras constantes al 30 de septiembre de 2017

	Abr2015	Abr2016	Abr2017	Sep2017
Liquidez y Solvencia				
Solvencia	1,29	1,98	2,26	1,81
Solvencia corriente	1,48	2,39	1,93	1,31
Liquidez Acida	1,19	1,75	1,41	0,87
Capital de Trabajo	29.434.406	85.336.782	35.129.537	22.313.833
Activos circulante / Activo total	58%	61%	48%	55%
Rotación Ctas. por Cobrar	57	96	108	47
Rotación Ctas. por Pagar	78	44	6	36
Rotación Inventarios	53	67	52	71
Ciclo operativo	110	164	161	117
Ciclo efectivo	33	120	154	81
Endeudamiento				
Pasivo Total / Patrimonio	1,03	1,03	0,79	1,24
Pasivo Total / Activo Total	0,78	0,51	0,44	0,55
Pasivo Circulante / Pasivo Total	51%	51%	56%	76%
Pasivo con Costo Financiero/ Pasivo Total	49,92%	49,75%	41,60%	29,01%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	13,41%	40,77%	-38,49%	-23,05%
Eficiencia				
Crecimiento de las Vtas (%)	-	43,34%	-52,41%	12,91%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	-	3,57	1,40	1,69
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	-	1,25	0,60	0,82
Costos / Ventas	-69%	-85%	-116%	-120%
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	30,82%	14,87%	-16,43%	-20,34%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	18,90%	7,77%	-20,97%	-29,64%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	12,45%	10,57%	-26,30%	-14,62%
Rentabilidad				
EBITDA	32.488.341	19.137.721	(24.714.509)	(39.423.661)
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	-	13,2%	-15,8%	-11,9%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	-	22,1%	-30,4%	-23,9%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)	-	9,68%	-12,60%	-24,22%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)	-	16,19%	-24,30%	-48,55%
Costo Implícito de la Deuda	7,23%	13,00%	33,77%	32,80%
Cobertura de Deuda				
Gastos financieros	4.374.712	7.837.038	9.506.055	9.086.425
Deuda Financiera Total	60.502.312	60.289.612	28.147.872	27.702.479
Corto Plazo	22.346.078	22.346.092	21.200.802	23.845.450
Largo Plazo	38.156.234	37.943.520	6.947.070	3.857.029
Deuda Neta (Deuda - Caja)	39.799.503	48.496.566	25.669.905	18.323.097
Variación de la deuda neta	-	0,22	-0,47	-0,29
Cobertura Intereses	7,43	2,44	-2,60	-4,34
EBITDA/Servicio Deuda	0,50	0,28	-0,66	-1,07
EBITDA/Servicio Deuda CP	1,22	0,63	-0,80	-1,20
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,76	0,42	-1,50	-3,05
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,74	0,34	-0,70	-1,44
FCO / Servicio Deuda	0,15	-0,88	-0,11	0,31

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