

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	DESARROLLOS FORESTALES SAN CARLOS II, S.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de SIETE MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 7.000.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 15 de abril de 2016, y acordado por la Junta Directiva en sesión del 15 de agosto de 2017.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Hasta cuarenta y ocho (48) meses.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos provenientes de la colocación de estos valores serán utilizados para el desarrollo de las operaciones propias de su objeto social destinados al desarrollo del proyecto forestal y ganadero de la empresa.
INFORMACION ANALIZADA:	<ul style="list-style-type: none">a) Estados financieros al 31 de diciembre de los años 2014, 2015 y 2016 auditados por Pacheco, Apostólico y Asociados, más un corte no auditado al 30 de junio 2017.b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresac) Información sectorial
RIESGO:	A3 <u>Categoría: "A"</u> Corresponde aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado. <u>Sub-categoría: "A3"</u> : Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
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

Desarrollos Forestales San Carlos II, S.A. –DEFORSA–, es una empresa con 30 años de trayectoria en la explotación forestal y manejo agrícola, siendo su principal actividad la producción de madera de eucalipto, para la obtención de pulpa termo mecánica usada en la fabricación de papel en sus distintos tipos. La empresa posee una capacidad productiva de 120.000 m3 entre todas sus fincas, en las que desarrolla paralelamente actividades agropecuarias. DEFORSA está integrada verticalmente con Papeles de Venezuela, C.A. –PAVECA–, principal cliente y accionista, dedicada a la producción de papel higiénico, servilletas, toallas, etc., con una capacidad de producción de unas 90.000 toneladas métricas de papel por año, posicionándose además como líder en los segmentos de mercado que atiende, con una participación aproximada del 50%. Entre ambas empresas existe un acuerdo de suministro de madera, donde DEFORSA debe despachar mensualmente a PAVECA, una cantidad determinada de madera. Luego de la revisión de las condiciones del contrato de suministro, se concluye que el mismo mitiga en un alto grado el riesgo de DEFORSA de colocar su producción en PAVECA, su principal cliente, brindando soporte para la continuidad de operaciones del emisor y la generación de caja. Adicionalmente, se estima que el riesgo de reputación para PAVECA sería elevado ante la sola posibilidad de un default de DEFORSA, por lo que se entiende que el control y monitoreo del cumplimiento de las cláusulas establecidas en el contrato mencionado, serán cumplidas por las partes a cabalidad. La problemática principal que rodea al emisor es su riesgo comercial, dada la situación en la que ha estado envuelta la industria en los últimos años, donde productos como papel higiénico han estado atados a regulación de precios, hecho que ha impactado de manera importante en los márgenes del negocio, y que tiene como consecuencia final la disminución real en los ingresos para el accionista. Durante este año, los reguladores fijaron nuevos precios a dichos productos, los cuales se ubicaron entre un 400% y 600% de incremento, y que en el corto plazo se traducirá en una mejora de los ingresos por venta. Sin embargo, se aprecia que la actividad de la empresa puede verse afectada de manera adversa en su operatividad, con el desfase en futuros ajustes de precios, menor disponibilidad de productos en el corto plazo y mayores presiones inflacionarias, dado que la integración entre PAVECA y DEFORSA, puede implicar que el impacto de la coyuntura económica en las operaciones de una empresa, directamente afecte a la otra. La mayor parte de los ingresos del emisor, vienen dados por su relación con PAVECA, quien a pesar de ostentar una posición competitiva en el mercado, ha presentado una desaceleración en sus ventas al corte Jun2017, lo que a su vez se traduce en menores ingresos y reducción de los márgenes del negocio, para ambas empresas. Dados estos resultados, la rentabilidad de DEFORSA, tanto del activo como patrimonio, desmejoraron al primer semestre de 2017, tanto reducción de la producción como por efecto de presiones inflacionarias. Sin embargo, el aumento en el uso de pulpa de eucalipto de origen local, aunado a mejoras en la eficiencia en el uso de la materia prima que sustenta la expansión del flujo de efectivo, permitirá concretar al cierre de 2017, un incremento sustancial de los rendimientos respecto a 2016, según informa el emisor. En concordancia con lo anterior, el emisor ha mantenido una estructura financiera con tendencia al corto plazo, con pasivos corrientes que representan en promedio 63% del total de pasivos en los últimos tres ejercicios fiscales. A pesar que el nivel de endeudamiento sobre patrimonio resulta bajo, las pérdidas operativas han afectado considerablemente los márgenes EBITDA, En contraposición a los niveles de cobertura, tanto de intereses como servicio de la deuda, que mejoraron considerablemente al corte Jun2017, por lo que debe monitorearse el cierre de las operaciones del año 2017, a fin de evaluar la capacidad que tenga el emisor para hacer frente a las obligaciones que aquí se califican. Hechas las anteriores consideraciones, la junta calificadora le asigna la Categoría “A”, Subcategoría “A3” a la presente emisión de Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en acciones por un monto de SIETE MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 7.000.000.000,00) de Desarrollo Forestales San Carlos II, S.A.

1. EMISOR

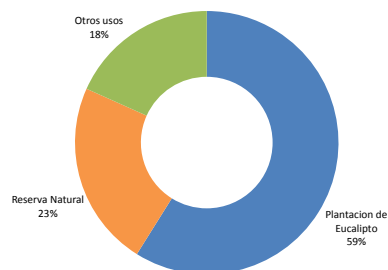
1.1 PERFIL Y DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

La empresa DESARROLLOS FORESTALES SAN CARLOS II, S.A. –DEFORSA–, fue creada en el año 1987, teniendo como horizonte el aprovechamiento de los suelos para la siembra, cultivos y uso de árboles para el desarrollo agroindustrial, y su posterior transformación en productos y subproductos derivados principalmente de la madera.

Actualmente, cuenta con una superficie total de 13.785 hectáreas, distribuidas en dos unidades productivas ubicadas en los municipios San Carlos y el Pao de San Juan Bautista del Estado Cojedes, repartidas por su uso en 8.119 hectáreas que están cubiertas por plantaciones

de Eucalipto, 3.144 hectáreas correspondientes a reservas naturales, y 2.522 hectáreas dedicadas a otros sistemas productivos como la cría de ganado ovino, bovino y bufalino.

Gráfico 1. Distribución del terreno



Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

Sus terrenos en producción se pueden dividir en dos (02) núcleos forestales: a) la finca principal que se encuentra en el Municipio San Carlos, y b) un grupo de seis (06) fincas ubicadas en el Municipio Caño Benito, que en su mayoría están aptas para los cultivos de pastos y bosques.

Tabla 1. Fincas de DEFORSA

	Ubicación	Superficie (has)
Deforsa	Mun. San Carlos	10.742,00
Cartanes	Mun. Caño Benito	2.905,85
Picatón		
Los Guices		
Guices II		
La Concordia		
La Coromotico		

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

Sus primeras plantaciones fueron realizadas en el año 1988, con fines de desarrollo agroindustrial y forestal, para el cual se enfocó en la producción de pinos, sin embargo, en 1993 la empresa inicia los cultivos con eucalipto, a partir de ensayos clonales, buscando el máximo rendimiento de su producto, tanto así que para 1995 DEFORSA comienza a hacer ensayos agroforestales (patilla eucalipto) y se plantan por primera vez áreas con cultivo de acacia mangium.

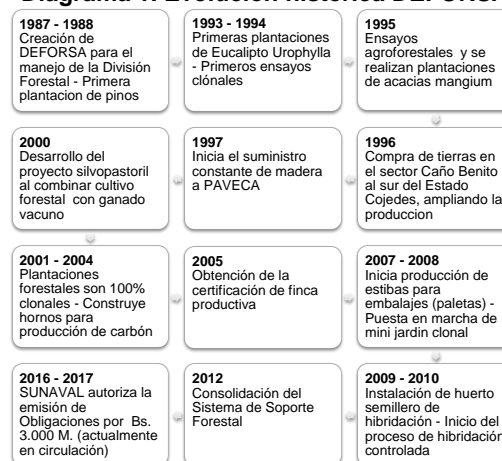
Esta especie, junto al eucalipto son de gran rendimiento por su tipo de tratamiento, que la hace de fácil transformación a pulpa para papel fino y residuos para manufactura de carbón. En 1997 DEFORSA inició el suministro constante de madera a la planta de procesamiento de pulpa de Papeles de Venezuela, C.A –PAVECA–, empresa que al inicio de la década de los 90 compró la totalidad de las acciones en DEFORSA, asegurando así el suministro de materia prima con total exclusividad, manteniendo una relación directa en el desarrollo de sus actividades económicas.

DEFORSA está integrada de manera vertical con PAVECA, siendo el eslabón principal dentro de la cadena de suministro y gozando ambas en la exclusividad de compra y venta de madera para la fabricación de los distintos tipos de papel que comercializa PAVECA.

PAVECA por su parte, es una empresa con presencia en el mercado nacional desde 1953 y ha estado dedicada a la elaboración de papel higiénico y demás productos afines. En el año 1957, PAVECA fue adquirida por Gene H. Kruger ciudadano canadiense, quien compró las mayorías de las acciones de esta empresa, e inyectó capital instalando maquinaria y modernizando la empresa en general.

En el Diagrama 1 se puede observar cómo ha sido la evolución histórica de DEFORSA desde su formación.

Diagrama 1. Evolución histórica DEFORSA



Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

En los años posteriores, DEFORSA ha consolidado diversas actividades, entre ellas, la producción de carbón, fabricación de estibas para embalajes (paletas) con madera aserrada, puesta en marcha del mini jardín clonal, avances tecnológicos en materia de cosecha forestal, así como también alcanzó la certificación de finca productiva, emitida por el Estado. En el año 2000, el emisor decide adentrarse también en el desarrollo del proyecto silvopastoril, combinando el cultivo forestal y ganado vacuno.

DEFORSA mantiene un plan denominado "Proyecto Forestal", que consiste en seleccionar cuidadosamente clones de eucalipto y acacia que sean genéticamente superiores para la obtención de madera destinada a transformarse en pulpa. La ejecución de este plan lleva un tiempo determinado, dado que debe cumplir con su ciclo biológico y a la vez pasar por el programa de mejoramiento genético para la plantación que comprende tres (3) zonas: a) Vivero, b) Jardín Clonal y c) Invernadero. Actualmente, la plantación se ubica en 120.000 m³ por año, de los cuales 90.000 m³ de madera se destinan a la producción de pulpa para papel.

DEFORSA tratando de maximizar el uso de los suelos y sus ingresos ha dedicado una porción de terreno a otras actividades como ganadería, cultivos de arroz y maíz, además de los productos derivados de la actividad económica principal. Su línea de negocio se divide en:

- **Madera para pulpa:** el 100% de este producto se destina a la producción de pulpa, siendo su único cliente PAVECA.

- Madera para producción de puntales, estantillos y otros: agrupa la producción de madera para uso agropecuario y de construcción.
- Desperdicio para carbón: se genera a partir de los desechos de la madera destinada para pulpa.
- Ganado: contemplado por el proyecto silvopastoril, actualmente la empresa cuenta con 3.162 animales vacunos y bufalinos, son utilizados para el mantenimiento de las áreas forestales y su posterior venta como ganado en pie o de matadero.

Las actividades económicas adicionales a la producción de madera para pulpa representan márgenes mínimos en las ventas totales de la empresa, ya que estos son productos usados para crear las condiciones biológicas favorables en el suelo y que al cumplir su ciclo se comercializa, reiniciando el proceso productivo. Con esta metodología el emisor logra capitalizar todas las líneas de negocios que se relacionan con su actividad económica principal.

Con referencia a los suministros de materiales para el funcionamiento de la empresa, esta mantiene una línea de proveedores que cubre las necesidades agrícolas, forestales y administrativas como, maquinaria pesada, seguridad personal y servicios de papelería para personal administrativo, hasta los momentos ha logrado obtener los insumos necesarios, basado en el sostenimiento a través del tiempo de vínculos comerciales importantes, no obstante las condiciones de comercialización han variado en los últimos años según datos suministrados por la Gerencia, en la que 55% de sus proveedores exigen pagos de contado y 45% mantienen un rango de ventas a crédito que va de 15 a 30 días.

Como se mencionó, DEFORSA vende su producción total y exclusiva a PAVECA según un Convenio de Suministro suscrito, en el que DEFORSA garantiza un mínimo de 7.500 m³ de madera al mes. Para la fecha de Jun2017, informa el emisor que la cantidad de madera destinada a PAVECA fue de 25.201 m³ y proyecta que para el cierre de 2017 totalice 63.723 m³, al comparar este volumen con los 91.206 m³ despachados el año anterior se evidencia un decrecimiento de la producción.

1.2 ESTRUCTURA Y PROPIEDAD

El Capital Social de DEFORSA a Sep2017 es de Bs. 51.523.520,00, representado por 515.235.200 acciones comunes nominativas con un valor nominal de Bs. 0,10 cada una. DEFORSA es 100% poseída por su único accionista Papeles Venezolanos, C.A.

La gestión de DEFORSA está a cargo de la Junta Directiva, que está compuesta por los siguientes miembros:

Directores Principales: Torbjorn Lovas, Gonzalo Álvarez, Salvador Doganieri Suarez, Winston Bernal, Pedro Duarte, José Román León, Antonio Bruni y Américo Valles.

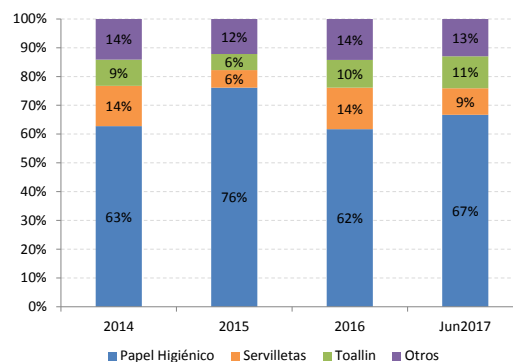
Directores Suplentes: Luis Pérez Díaz.

1.3 ESTRATEGIA Y POSICIONAMIENTO

En Venezuela son pocas las empresas que están plantando a gran escala el eucalipto, sólo Smurfit Kappa, realiza este tipo de cultivo para la producción de papel para cajas de embalaje. En su mercado como tal DEFORSA no tiene competencia, por lo que su entorno competitivo es ínfimo, motivado a que toda su fuerza productiva (pulpa termo mecánica) se suministra a un solo cliente y a la vez accionista PAVECA. Es importante señalar que este suministro permitió sustituir los niveles de importación de la mencionada empresa otorgándole ventaja competitiva en el mercado.

Para efectos del emisor es conveniente analizar el comportamiento del mercado en el cual se desenvuelve PAVECA, determinando los niveles de producción a la cual se somete y la fortaleza financiera de su principal cliente. PAVECA participa en el mercado principalmente a través de tres (3) tipos de productos: a) Papel higiénico, b) Servilletas y c) Toallas. PAVECA de contar con todos los insumos para la producción óptima, llegaría a mantener una capacidad instalada para producir hasta 90.000 toneladas métricas de papel por año en sus tres (3) tipos de producto.

Gráfico 4. Evolución de toneladas vendidas –PAVECA–



Fuente: PAVECA-Elaboración propia

El mercado del papel higiénico está conformado básicamente por tres empresas: PAVECA con una participación del 65%, Manufactura de Papel, C.A –MANPA– 25%, y Kimberly Clark, con el 10%, según datos suministrados por la Gerencia; sin embargo, estas son cifras

mantenidas en condiciones normales que no reflejan la situación real, donde existe una demanda insatisfecha, producto del deterioro del sector industrial.

En los últimos 3 años, la industria del papel en Venezuela ha estado enmarcada sustancialmente por las limitaciones en el acceso a suministros como; materia prima, insumos y maquinaria que impactan a todas las empresas del sector, lo cual dificulta la entrada de nuevas empresas y condicionan las existentes, en donde los objetivos se centran en incrementar la producción a niveles óptimos de acuerdo a la capacidad instalada de cada una de ellas.

Un factor a considerar dentro de las limitaciones que posee PAVECA, es la regulación en el precio de su mercancía –papel higiénico–, medida que tiene alrededor de 6 años impuesta, que impacta de manera importante en los márgenes de la empresa, y cuya última actualización de precios se realizó en el mes de Jun2016, mediante Providencia Administrativa N° 054-2016 de SUNDDE, que fijó nuevos precios a productos de higiene personal, entre ellos el papel higiénico, con incrementos que van entre el 300% y 640%, de acuerdo a las diferentes vertientes del producto, principalmente clasificado según la cantidad de hojas por rollo. Esta distorsión en el mercado tiene como consecuencia final la disminución real en los ingresos, lo que se puede apreciar en la participación de cada segmento dentro de las ventas, donde las ganancias por papel higiénico pasaron de representar el 27% en el año 2016 al 15% para el corte Jun2017. En la (tabla 2) se puede observar la expansión sustancial de la producción de productos institucionales con un crecimiento estimado de 241% respecto a 2016.

Tabla 2. Evolución de Ingresos Bs. – PAVECA–

	2013	2014	2015	2016	jun-17
Papel Higiénico	63%	62%	36%	27%	15%
Servilletas	14%	14%	24%	29%	13%
Toallas	9%	10%	22%	27%	14%
Otros	14%	14%	18%	17%	58%

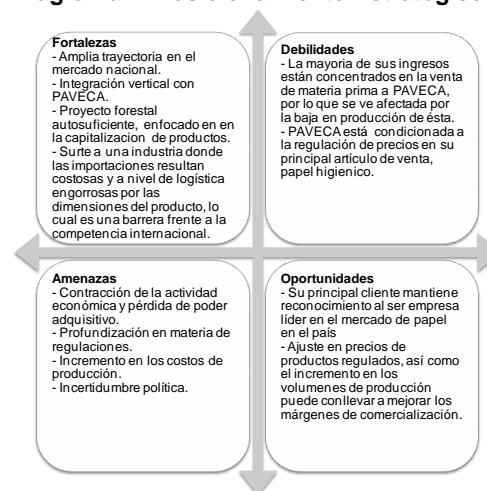
Fuente: PAVECA-Elaboración propia

Se evidencia que la actividad de la empresa puede verse afectada de manera adversa en su operatividad, con la profundización de las regulaciones existentes en materia de precios, menor disponibilidad de productos en el corto plazo y mayores presiones inflacionarias, dado que la integración entre PAVECA y DEFORSA, puede implicar que ante la coyuntura económica la falla en las operaciones de una empresa directamente afecte a la otra. A la fecha no existe un esquema preciso sobre los futuros ajustes de precios en los productos regulados, sin embargo, la Gerencia señala que cuenta con el

compromiso verbal por parte representantes del Gobierno Nacional, para realizar revisiones periódicas (trimestrales) sobre este tema, lo cual a juicio de Global Ratings no da certeza que se incrementen efectivamente los precios.

Ante una evolución positiva en las condiciones del mercado, se esperaría para los próximos años una recuperación del volumen de producción y la reincorporación de competidores que abandonaron el mercado a raíz de la regulación de precios. En el Diagrama 2 podemos sintetizar algunas de sus fortalezas y puntos críticos al momento de realizar el análisis:

Diagrama 2. Posicionamiento Estratégico



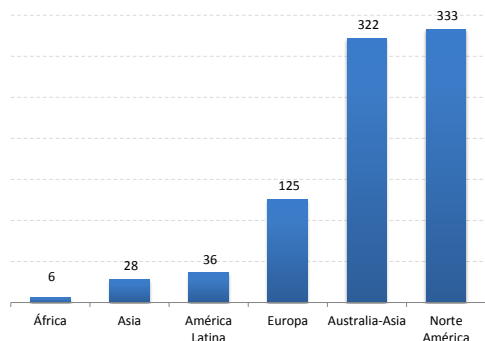
2. ANÁLISIS DEL ENTORNO

2.1 MERCADO MUNDIALES.

El papel como producto terminado, en todas sus formas, parte del consumo corriente de las personas en todo el mundo, donde su tendencia siempre ha estado ligada al crecimiento poblacional. Actualmente, el consumo aparente de papel en todos sus tipos está alrededor de los 48 kg anuales por persona en promedio, en el Gráfico 2 se presenta el consumo mundial por región.

Así mismo a nivel internacional se ha evidenciado una disminución en la producción de pulpa termo mecánica para la fabricación de papel, esto motivado a las nuevas tendencias de compromiso ambiental, y el planteamiento de alternativas ecológicas al uso de los derivados de la madera, entre otros.

Grafico 2. Consumo aparente de papel año 2016

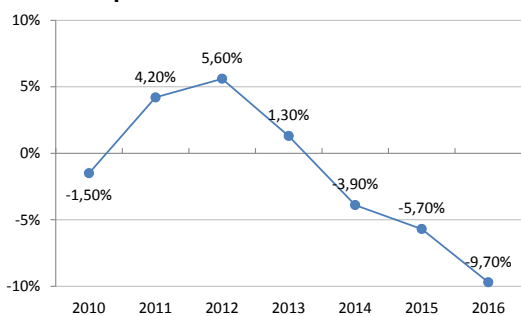


Fuente: Natura Medio Ambiente - Elaboración propia

2.2 ECONOMÍA LOCAL

En cuanto al panorama nacional, la actividad económica medida a través del Producto Interno Bruto –PIB–, el *Banco Mundial* estima una contracción por encima del 12,0% en 2016 y estima que se mantenga esta tendencia para el año 2017 proyectado una contracción superior a 4,3%. Las últimas cifras disponibles del PIB publicadas por el Banco Central de Venezuela corresponden al III Trimestre de 2015 muestran una contracción de 7,06%, determinada principalmente por el comportamiento en las actividades no petroleras que representan el 78,2% de la producción global y que experimentó una contracción de 4,6%.

Gráfico 3. Tasas de variación anual PIB total a precios constantes de 2010

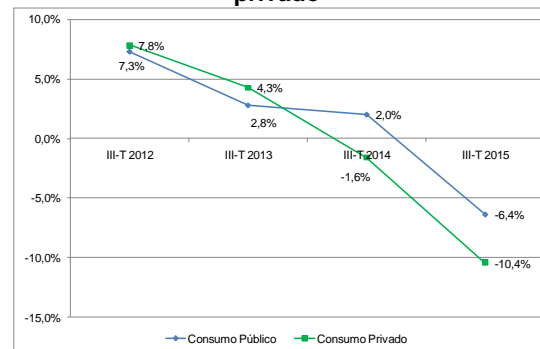


Fuente: CEPAL – Elaboración propia

La actividad industrial, ha tendido históricamente a ser uno de los sectores más importantes para el país, pues entre otras cosas, permite la creación de empleo, la inclusión e intercambio de diferentes bienes y servicios, midiendo así el crecimiento de la economía. Durante el período 2010-2012 dicho sector reportó un incremento en promedio del 2,8% del PIB. Sin embargo, en el período Ene/Sep 2015, la actividad de manufactura reflejó una contracción de 5,3%, mejorando en cierto modo la tendencia reflejada al mismo período del año anterior.

Por su parte con respecto al sector petrolero, el precio del crudo venezolano se redujo 22% en Jun2017, con un promedio de 40,8 USD / barril, mientras que la producción de petróleo también disminuyó. La caída en los precios del crudo a nivel mundial en 2015, ocasionó a nivel interno una reducción en los ingresos por exportaciones petroleras, los cuales representan cerca de un 96% del total de ingresos del país, y que al no ser compensados por otras fuentes de divisas, ha conllevado a una caída de las importaciones de bienes y servicios, las cuales presentan una variación anual a precios constantes de 30,5% para el año 2016, según estimaciones de la CEPAL, generando mayores presiones sobre los precios y menor abastecimiento interno. La inflación ha continuado acelerándose a lo largo del año 2017, mientras que la moneda ha continuado depreciándose. Desde febrero de 2015, las reservas internacionales se han reducido a más de la mitad, a US \$ 10.300mn a principios de marzo, con reservas de oro estimadas en US \$ 7.400mn, dejando una pequeña porción de divisas líquidas¹. Estos resultados en la actividad económica, se encuentran correlacionados con el comportamiento mostrado por la Demanda Agregada Interna (DAI), así como a las fuertes restricciones por el lado de la oferta, consecuencia directa de las limitaciones para tener acceso pleno a insumos, materias primas, etc. Efectivamente, la variación anual del consumo privado a precios constantes para el año 2016, se contrajo 8,0%², en parte como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, asociada a la aceleración de los niveles de inflación y el comportamiento real del gasto público corriente.

Gráfico 4. Evolución del consumo público y privado



Fuente: BCV – Elaboración propia

¹ <http://www.bancomundial.org/es/country/venezuela>

² <http://estadisticas.cepal.org/>

En cuanto al sistema cambiario nacional se mantiene el esquema de dos tipos de cambios establecido en 2016: a) Tipo de Cambio Protegido –DIPRO–, a una tasa de Bs./US\$ 10,00 reservado para importaciones de rubros prioritarios, como alimentos y medicinas; b) Tipo de Cambio Complementario Flotante de Mercado –DICOM–, con un tasa que durante el mes de Ago2017 ha promediado Bs./US\$ 3.345. Este esquema sirvió para aliviar una pequeña fracción de la demanda de divisas, mediante las asignaciones que permita a las empresas, y particularmente al emisor, abastecerse de materias primas, insumos y/o productos de origen importado, con menores restricciones, lo cual ha beneficiado sus operaciones. Sin embargo, para Sep2017 el sistema se ha detenido, debido a reestructuración del mecanismo para adaptarlo al uso de otras monedas como medios de cambio, lo cual ha conducido a incremento en la paridad cambiaria debido a reducción de la oferta –DICOM–, lo que ha generado un aumento significativo en los costos, causando una contracción en el poder de compra de los consumidores, particularmente en aquellos artículos que son de primera necesidad. La empresa no está directamente afectada respecto al acceso a divisas, pues señala que sus proveedores son netamente nacionales, y al no importar directamente, mitigan el riesgo cambiario, sin embargo, no escapa del riesgo indirecto que genera ante la posibilidad de que sus proveedores no puedan producir y/o importar en el corto plazo productos.

3. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 31 de diciembre de los años 2014, 2015 y 2016 auditados por Espiñeira, Pacheco y Asociados. Contadores Públicos. También se incluye un corte no auditado al 31 de julio de 2017. Toda la información se encuentra en valores constantes a la fecha de corte, de acuerdo a la estimación de INPC realizada por el emisor a dicho período, y en concordancia con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

3.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

La principal fuente de ingreso es la venta de madera de eucalipto, para la fabricación de papel higiénico y afines, que para el cierre del año 2016 representó el 86% de los ingresos totales, mientras que el restante correspondió a la comercialización de ganado y productos agrícolas derivados del proceso productivo (Ver Tabla 3). Al cierre del ejercicio fiscal 2016 los ingresos mostraron un incremento de 20,1% respecto a Dic2015, en gran parte explicado por los ajustes en los precios promedio en la mayoría de los productos que comercializa el emisor,

como es el caso de la madera para pulpa que pasó de Bs. 2.274 en dic2015 a Bs. 33.712 en 2016, la gerencia estima que para al cierre de 2017 los ingresos se crecerán 38,7% respecto al año anterior.

Analizando la evolución de las ventas, se puede apreciar que en términos monetarios la madera para pulpa ha representado en promedio el 89,2% del total, seguido por la comercialización de ganado (5,2%). En el área forestal PAVECA concentra el 63,5% de las ventas, según información proporcionada por el emisor, mientras que en el área ganadera corresponden en 66% a una sola empresa comercializadora, lo que pone de manifiesto el alto grado de dependencia de la producción que ambos clientes contemplan y proyecten para los siguientes ejercicios, afecta la generación de caja de DEFORSA.

Tabla 3. Distribución de las Ventas por Producto

	2014	2015	2016	Jun 2017
Madera para Pulpa	93,4%	84,8%	86,0%	92,7%
Residuo de Madera	1,1%	2,6%	1,1%	0,9%
Puntales	0,2%	2,3%	7,4%	4,0%
Ganado	4,8%	8,7%	5,3%	2,2%
Ovejas y Otros	0,5%	1,6%	0,2%	0,2%

Fuente: DEFORSA - Elaboración propia

Por otra parte, la actividad agropecuaria también presenta regulaciones en sus precios, lo que explica en buena medida la reducción del volumen vendido. Sin embargo, dadas las actualizaciones de precios de ganado en pie, efectuados por la SUNDDE mediante Providencia Administrativas N° 038-2015 y N° 052-2015, de fechas 20 de febrero y 01 de junio de 2015, respectivamente, le permitieron al emisor incrementar considerablemente sus ingresos a través de este producto.

En referencia al costo de ventas se observó una reducción sustancial desde el cierre 2016 al corte de Jun2017, cuando pasó de representar el 72,5% al 56,6%. La reducción en el costo de ventas se produjo principalmente por un menor consumo de materiales, insumos, suministros, adicionado a la disminución en la contratación de servicios de asistencia técnica entre otros servicios de contratistas externos con incidencia directa en los resultados financieros de DEFORSA.

Tabla 4. Indicadores de Rentabilidad

	DEFORSA			
	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Jun2017
Margen Bruto	21%	45%	28%	43%
Margen Operacional	-5%	28%	5%	20%
Margen Neto	24%	54%	6%	2%
Margen EBITDA	16%	73%	33%	64%
ROA	2,9%	7,0%	0,9%	0,1%
ROE	3,5%	7,6%	0,9%	0,1%

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

3.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

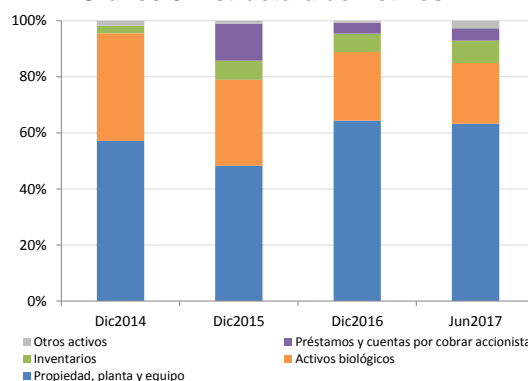
Los indicadores de solvencia del emisor han mostrado niveles favorables a lo largo de la serie analizada, manteniendo una razón de solvencia corriente en promedio para Dic2014-Jun2017 de 4,4x, que al descontar los inventarios, la prueba ácida mantiene una tendencia creciente en los últimos cierres fiscales promediando 2,3x.

Tabla 5. Posición de Liquidez DEFORSA

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Jun2017
Solvencia Total	9,13	25,97	28,73	24,42
Solvencia Corriente	0,85	3,49	4,85	8,34
Prueba Ácida	0,59	1,57	2,39	4,52

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

Dentro de sus activos, la partida más representativa, luego de Propiedad planta y equipo, son los activos biológicos (33,9%), que incluyen por una parte las plantaciones de reservas de eucalipto disponibles para su explotación y consumo, como también aquellas en formación, y por otra parte, las existencias de ganado en crecimiento, los cuales concentran la generación de ingresos a largo plazo. Llama la atención que los activos biológicos han disminuido paulatinamente su peso sobre los activos, toda vez que se han incrementado los inventarios, así como las cuentas y préstamos por cobrar al accionista. Según señala el emisor, el incremento en los inventarios viene dado en parte por la adquisición de repuestos estratégicos, compras que han sido realizadas como contingencia ante el entorno actual de escasez e incremento continuo de precios sobre estas mercancías, procurando así mantener la operatividad en planta.

Gráfico 5. Estructura de Activos


Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

El modelo de la empresa se enfoca en el mantenimiento de inventario y distribución directa a un solo cliente en el ramo de la madera, presentando una lenta rotación de inventarios, mientras que posee una rotación en cuentas por cobrar que promedia 42 días, esto no repercute en la liquidez del negocio, dado que en el marco del acuerdo de suministro entre DEFORSA y PAVECA, se enfatiza que el pago debe efectuarse dentro de los primeros quince (15) días luego de realizado la entrega, logrando disponer de los fondos a corto plazo.

Tabla 6. Indicadores de Eficiencia DEFORSA

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Jun2017
Rotación Ctas. x Cobrar	14	23	58	71
Rotación Ctas. x Pagar	31	36	79	120
Rotación Inventarios	3	1	2	1

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

El ciclo de caja de DEFORSA presenta en la serie analizada una evolución favorable, sustentada en las características que enmarcan la relación de venta que mantiene con su accionista, lo cual le permite una elevada convertibilidad de cuentas por cobrar comerciales e inventarios, implicando así, una fuente significativa de efectivo por operaciones.

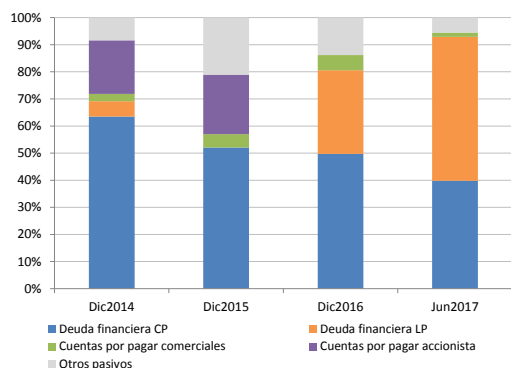
3.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

La estructura financiera de la empresa ha mantenido a lo largo del tiempo una tendencia al corto plazo, de manera que los pasivos corrientes en promedio han representado un 73,3% del total de pasivos en los últimos tres ejercicios fiscales.

En promedio para la serie, la deuda financiera total representa el 63,0% de los pasivos totales de la empresa, y a pesar que a Dic2016 su endeudamiento se redujo, su costo implícito se incrementó de manera significativa. Por su parte, los niveles de apalancamiento promedian para el período analizado en 0,06x, para una relación

deuda sobre patrimonio de 6,1%. Los préstamos bancarios habían mantenido una tendencia decreciente, hasta el corte Jun2017, momento en el cual se incrementó en forma importante, con el aumento de las líneas de crédito con distintas instituciones financieras, donde además PAVECA funge como avalista del emisor. Según la Gerencia, dichas líneas de crédito fueron usadas para la compra de repuestos y mantenimiento de actividades operacionales de la empresa.

Gráfico 6. Estructura de Pasivos



Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

Con el menor endeudamiento y el incremento en el margen EBITDA, los niveles de cobertura tanto de intereses como servicio de la deuda se mejora considerablemente al corte Jun2017, por lo que se debe monitorear el cierre de las operaciones del año 2017, a fin de evaluar la capacidad que tenga el emisor para hacer frente a las obligaciones que aquí se califican. En este contexto la empresa espera un nuevo reconocimiento de precio de la madera por parte de PAVECA, considerando el incremento de los costos experimentado en los últimos meses.

Tabla 7. Indicadores de Cobertura DEFORSA

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Jun2017
Cobertura de intereses	0,79	8,06	2,15	8,81
EBITDA/Servicio Deuda	0,10	1,91	0,78	1,05
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,10	1,91	1,03	2,12
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,49	8,06	1,28	1,69
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,10	2,16	0,88	2,67
Flujo de Caja / Servicio Deuda	0,07	0,11	0,12	1,21
FCO / Servicio Deuda	1,09	1,84	0,14	0,63

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

4. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

4.1 RIESGO COMERCIAL

Por la naturaleza de la relación con el accionista, y la existencia de un Contrato de Suministro entre ambas partes, gran parte de los riesgos de DEFORSA están concentrados en la actividad realizada por PAVECA, de tal forma que cualquier situación que afecte al accionista, impactará directamente al emisor.

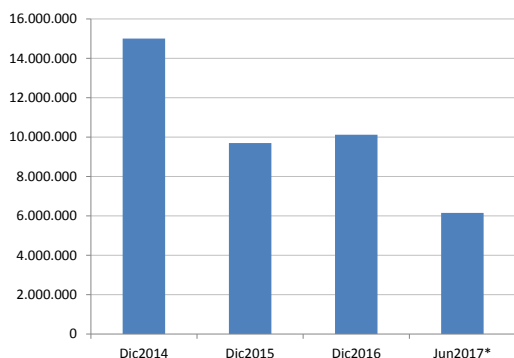
A pesar de que PAVECA mantiene una posición competitiva en el mercado en que se desenvuelve, no es menos cierta la contracción del sector que se puede apreciar por la desaceleración en las cantidades producidas, que a su vez se traduce en menores ingresos y reducción de los márgenes del negocio.

Según las condiciones de la presente emisión incluidas en el prospecto respectivo, el contrato de suministro tiene vigencia por el tiempo que se mantengan las obligaciones derivadas de la Emisión de Bonos Quirografarios DEFORSA 2017, contempla como aspectos más destacados a efectos del presente análisis lo siguiente:

- PAVECA se compromete a adquirir mensualmente a DEFORSA madera destinada a la producción de pulpa de papel, a razón de 100.000 m³ anuales y con las especificaciones de calidad establecidas en el convenio. El suministro anual de madera se ubicó en un promedio de 75.000 m³ en el período 2014-2016 estimándose que para el lapso de la emisión se incrementará en 20,0%, hasta 90.000m³.
- PAVECA pagará a DEFORSA las facturas por concepto de suministro, dentro de los quince (15) días continuos siguientes a la fecha de entrega de la correspondiente factura.
- En caso de que PAVECA requiera de una cantidad inferior de la estipulada, igualmente pagará a DEFORSA el monto acordado.
- La vigencia se contará a partir de la fecha de aprobación de la emisión por parte de la Superintendencia Nacional de Valores.

En vista del acuerdo de suministro de madera entre DEFORSA y PAVECA, se procedió a analizar la capacidad de pago de esta última empresa. La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 31 de diciembre de los años 2014, 2015 y 2016 auditados, más un corte no auditado al 31 de Junio de 2017. Toda la información se encuentra en valores constantes a la fecha de corte, de acuerdo a la estimación de INPC realizada por el emisor a dicho período, y en concordancia con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

PAVECA registró al cierre del 2016 una caída en sus ingresos del 24,7% respecto al año 2015, motivado principalmente a la pérdida de valor en sus productos principales, hechos que han mermado las ganancias por ventas en sus líneas de negocio, a pesar del incremento en los volúmenes vendidos del 4,2%, respecto al año anterior.

Gráfico 7. Evolución Ventas PAVECA –Unidades–


*Corresponden a las ventas acumuladas primer semestre
 Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

Por otra parte, el costo de ventas registró un reducción del 46,6% al cierre Dic2016 vs. Dic2015. Dentro de la estructura de costo una de las partidas de mayor disminución fue la asistencia técnica, insumos y suministros de producción y mantenimiento 64,2% respecto al período anterior, inducida por la devaluación de la moneda.

En cuanto a los resultados, sus márgenes operativos se han incrementado, presentado resultados operacionales positivos en el último ejercicio fiscal. En líneas generales la empresa demuestra indicadores de rentabilidad en recuperación, a pesar de las restricciones de precios que impiden trasladar costos asociados a los consumidores finales, impactando sus ingresos reales.

Tabla 8. Indicadores de Rentabilidad PAVECA

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Jun2017
Margen Bruto	15,8%	-14,6%	18,7%	18,0%
Margen Operacional	-3,8%	-40,4%	4,3%	2,1%
Margen Neto	3,8%	-5,4%	65,8%	47,2%
Margen EBITDA	0,9%	-23,6%	28,4%	27,7%
ROA	1,7%	-1,5%	15,0%	7,9%
ROE	3,3%	-2,7%	23,6%	11,0%

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

Por otro lado, la empresa presenta índices de endeudamiento (6,2% en promedio la relación Deuda Financiera a Patrimonio), con niveles que han disminuido progresivamente tanto en el corto como largo plazo. Sin embargo, PAVECA posee una evolución positiva en índices de cobertura que mejoran respecto a Dic2015, producto de la reducción costos, y su influencia directamente en el EBITDA.

Tabla 9. Indicadores de Cobertura PAVECA

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Jun2017
Cobertura de intereses	0,23	(5,47)	15,07	9,93
EBITDA/Servicio Deuda	0,03	(1,31)	2,85	1,90
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,05	(1,50)	3,01	2,02
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,08	(3,56)	11,76	7,66
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,04	(1,97)	4,59	3,55

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

Ahora bien, dado los ajustes en precios realizados sobre los productos de higiene personal, en este particular del papel higiénico, la empresa estima un incremento en los niveles totales de producción de 24,0% interanual que conllevaría a unos márgenes bruto y operativo en promedio de 23% y 11%, respectivamente. Asimismo, se observa que las coberturas de intereses y servicio de deuda (considerando un costo implícito anual de 24% en promedio), se ubicarían en valores de 7,7x y 1,2x para el período de análisis (Ver Tabla 10).

Tabla 10. Indicadores Proyectados PAVECA

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto	18,7%	22,7%	24,5%	22,2%	20,5%	27,1%
Margen Operacional	4,3%	10,0%	12,7%	10,3%	8,8%	15,0%
Margen Neto	65,8%	-1,0%	6,6%	6,2%	5,4%	9,4%
Cobertura intereses	15,1	8,3	7,7	7,9	7,0	7,7
FCO/Servicio Deuda	1,2	2,0	1,3	0,8	0,7	1,1

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

4.2 RIESGO OPERATIVO Y AMBIENTAL

Al estar la producción involucrada con la actividad forestal, se debe tomar en cuenta el riesgo ambiental, aspecto sobre el cual la Gerencia señala que existe un control adecuado de las plantaciones, con mecanismos de revisión e instalaciones que cuentan con estrictas condiciones de seguridad, torres de control corta fuegos, camiones de bomberos, de tal forma que los riesgos de este tipo están suficientemente cubiertos y que en caso de presentarse una eventualidad, no impactarían fuertemente en la operación.

De igual manera, se consideran los riesgos correspondientes a enfermedades y plagas que pueden dañar las plantaciones y por ende la producción, un aspecto sensible si se considera el período de tiempo óptimo de la plantación (5 años), así como el valor invertido para el desarrollo de un cultivo.

El emisor realiza un monitoreo permanente de todas las áreas plantadas con la finalidad de detectar la presencia de ataques de plagas o enfermedades. Las novedades son reportadas a un técnico, quien dicta las medidas permanentes, a fin de solventar la situación en particular, como el uso de productos químicos y biológicos, bajo las estipulaciones contenidas en el reglamento general de pesticidas, las especificaciones técnicas del fabricante, las medidas de seguridad que debe adoptar el personal que manipula los productos y las normas para el control de la generación y manejo de desechos peligrosos.

5. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de DEFORSA 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 tomando como referencia las estimaciones del emisor en el comportamiento futuro de las ventas, teniendo como referencia además la evolución de su principal cliente PAVECA, se obtienen márgenes operativos que promedian 16% hasta el vencimiento de la emisión. En este panorama los costos representan una proporción de 81% respecto a las ventas. Dados los niveles de endeudamiento contemplados y con la reestructuración de pasivos a realizar por el emisor, la empresa puede sostener sus obligaciones financieras con coberturas de intereses y servicio que se ubicarían en promedio en 2,89x y 0,44x, respectivamente.

Bajo un escenario de restricciones leves, con un volumen de venta menor al planteado en conjunto con precios inferiores a los estimados por el emisor, se obtendrían márgenes favorables, que permitirían soportar el nivel de endeudamiento (tasa implícita de 20% en promedio), obteniendo coberturas de gasto de interés y del servicio de deuda de 0,46x y 0,08x durante la vigencia de la emisión.

Para condiciones más exigidas se consideró una tasa significativamente menor en el crecimiento en las ventas, acompañado de un incremento en la proporción del costo sobre las ventas del 3%, a razones de aumento constante y progresivo de materias primas, así como otros gastos generales y de ventas, lo cual se traduciría en una contracción de los márgenes de rentabilidad en cuanto a la utilidad bruta y operativa. Adicionalmente, asumiendo un mayor costo del endeudamiento total, en promedio los indicadores de cobertura de intereses y servicio de la deuda retroceden para ubicarse en (2,57x) y (0,50x), respectivamente, hasta el vencimiento de la emisión.

Tabla 11. Indicadores Proyectados DEFORSA

	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	11,1%	16,2%	13,0%	3,2%	9,2%
Margen Operacional	6,8%	13,0%	9,6%	0,5%	7,0%
Margen Neto	5,2%	13,4%	10,1%	0,9%	7,3%
Cobertura intereses	1,9	2,1	2,4	0,3	7,7
FCO/Servicio Deuda	0,3	0,3	0,4	0,0	1,2

Fuente: DEFORSA – Elaboración propia

DESARROLLOS FORESTALES SAN CARLOS II, S.A. INDICADORES FINANCIEROS (EXPRESADOS EN MILES DE BOLIVARES CONSTANTES)				
	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Jun2017
Liquidez y Solvencia				
Solvencia	9,1	26,0	28,7	24,4
Solvencia corriente	0,9	3,5	4,9	8,3
Liquidez Acida	0,6	1,6	2,4	4,5
Capital de Trabajo	(1.073.036)	7.302.800	8.859.256	13.359.439
Activos circulante / Activo total	9%	12%	13%	17%
Días Cuentas por Cobrar	26	16	6	5
Días Clas. Por Pagar	12	10	5	3
Días Inventarios	108	366	232	414
Ciclo operativo	134	382	238	419
Ciclo efectivo	122	372	233	416
Endeudamiento				
Pasivo Total / Patrimonio	0,12	0,04	0,04	0,04
Pasivo Total / Activo Total	0,11	0,04	0,03	0,04
Pasivo Circulante / Pasivo Total	94%	92%	76%	51%
Índice de Endeudamiento Neto	0,08	0,02	0,02	0,01
Índice de Endeudamiento	0,09	0,02	0,02	0,04
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	-172,68%	18,11%	141,23%	18,71%
Eficiencia				
Crecimiento de las Vtas (%)	-33,13%	22,42%	20,09%	-12,00%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	0,23	0,25	0,25	0,10
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	0,12	0,13	0,14	0,06
Costos / Ventas	79%	55%	72%	57%
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	21,40%	45,31%	27,53%	43,38%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	-5,28%	28,08%	5,25%	20,26%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	24,03%	53,56%	5,90%	1,51%
Costo Venta / Inventario	3,33	0,98	1,55	0,87
Rentabilidad				
EBITDA	592.465	4.146.518	1.942.748	3.571.781
Utilidad Neta / Total Activo (ROA)	2,94%	7,03%	0,85%	0,09%
Utilidad Neta / Patrimonio (ROE)	3,46%	7,57%	0,88%	0,10%
EBITDA / Total Activo	0,88%	5,38%	2,30%	4,12%
EBITDA / Patrimonio	1,03%	5,79%	2,39%	4,28%
Costo Implícito de la Deuda	13,84%	31,14%	56,43%	13,58%
Cobertura de Deuda				
Gastos financieros	753.230	514.655	901.975	405.346
Deuda Financiera Total	5.442.227	1.652.790	1.598.378	2.984.555
Corto Plazo	4.993.707	1.652.790	986.419	1.278.500
Largo Plazo	448.520	-	611.959	1.706.055
Deuda Neta (Deuda - Caja)	5.005.696	1.404.699	1.297.854	931.692
Cobertura Intereses	0,79	8,06	2,15	8,81
EBITDA/Servicio Deuda	0,10	1,91	0,78	1,05
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,10	1,91	1,03	2,12
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,49	8,06	1,28	1,69
EBITDA/Servicio Deuda Neta	0,10	2,16	0,88	2,67
FCO / Servicio Deuda	1,09	1,84	0,14	0,63
Flujo de Caja / Servicio Deuda	0,07	0,11	0,12	1,21

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