

Franklin Santarelli (58212) 286.32.32 *franklin.santarelli@fitchvenezuela.com*  
 Carlos Fiorillo (58212) 286.38.44 *carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com*

Agosto 2001

***Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 10.000.000.000,00 o su equivalente en dólares***

<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<b>Riesgo:</b>	<b>A3</b>
<b>Categoría A</b>	Corresponde a 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. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
<b>Subcategoría A3</b>	Se tratan 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, solo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Emisor:</b>	C.A. CONDUVEN
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta Bs. 10.000,00 MM o su equivalente en dólares.
<b>Rendimiento de la Emisión:</b>	Colocado a Descuento.
<b>Plazo de la Emisión:</b>	Entre 15 y 360 días.
<b>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos provenientes de la colocación de la presente Emisión de Papeles Comerciales, serán utilizados para la cancelación de pasivos financieros a corto plazo y la adquisición de materia prima (acero).
<b>Autorización de la Emisión:</b>	Emisión 2001-I aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 14 de junio de 2001.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Edos. Financieros del emisor C.A. CONDUVEN para el AF95, 4MAF96, AF97, AF98, AF99, AF00, AF01 y 3MAF02.</li> <li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li> <li>3. Reportes de Fitch Ratings Ltd.</li> </ol>
<b>Cifras Expresadas en:</b>	Bolívares constantes del 30 de junio de 2001.

## Fundamentos de la Calificación

Fitch Venezuela S.A. considerando el relativamente bajo nivel de apalancamiento del emisor, el mantenimiento de una adecuada cobertura de su deuda financiera y una generación de efectivo satisfactoria durante la vigencia de la emisión, otorga a la presente emisión el nivel de riesgo A, subcategoría A3. La calificación otorgada considera que la empresa es sensible a cambios en el nivel de actividad económica que afectan sus ingresos y rentabilidad.

Fitch Venezuela S.A. asigna este nivel de riesgo a las series emitidas tanto en bolívares como en dólares. Dicho nivel de riesgo incluye el riesgo cambiario que pudiera afectar a las series emitidas en moneda extranjera pero no incorpora el riesgo de convertibilidad de la moneda que presentan aquellas series emitidas en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica. De acuerdo con la normativa legal venezolana (artículo 95 de la Ley del Banco Central de Venezuela), el capital e intereses de las series emitidas en moneda extranjera podrían ser cancelados en moneda local por lo cual, el pago en moneda local de las series emitidas en moneda extranjera no constituye un incumplimiento de la empresa.

## Operación

La empresa C.A. CONDUVEN (CONDUVEN), fundada en el año 1959, es propietaria de un grupo de plantas orientadas a la producción de tubos tanto para el mercado local como para el mercado de exportación en Norteamérica, Sudamérica, Europa y el Caribe.

Hacia finales de 1997, CONDUVEN adquirió por un monto de 39,4 millones de dólares, el 99% de las acciones del Grupo SIDERPRO. El Grupo SIDERPRO básicamente estaba constituido por la Siderúrgica Occidental, C.A. (SIDEROCA) y por la C.A. Venezolana Procesadora de Acero (PROACERO), ambas empresas dedicadas a la fabricación y comercialización de tubería con costura, principalmente para atender el mercado petrolero. Actualmente los activos del Grupo SIDERPRO se encuentran integrados a los de CONDUVEN.

En el mercado local, los productos elaborados por la empresa están dirigidos al mercado petrolero y no petrolero. Para el cierre del AF01 las ventas en volúmenes de CONDUVEN según tipo de mercado se distribuyeron de la siguiente forma: sector petrolero (44%), mercado nacional (35%) y exportaciones (21%). Es importante destacar que la empresa ha mantenido una tendencia creciente de sus exportaciones, a través de una mayor penetración del mercado norteamericano, el caribe y parte del continente europeo, lo que en el pasado le ha permitido mitigar la volatilidad del mercado local. Es así como para el cierre de diciembre del AF97 las ventas de exportación representaban tan solo un 5% del total mientras que para el cierre del AF01 las mismas alcanzaron un 21%.

CONDUVEN tiene una capacidad de producción total de 645.000 Tm/año de tubería, con una gama de más de 1.500 productos clasificados en once familias que suplen a la industria de la construcción, petrolera y de bienes de capital, todas bajo los más estrictos controles de calidad que le han conferido diversas certificaciones de calidad entre las cuales

destacan las siguientes certificaciones: NORVEN, el sello UL, API, ASTM, ISO, ANSI, etc. como distintivos de calidad.

Durante 1993 inicia operaciones CONDUSID C.A., un “joint venture” entre CONDUVEN con un 80% y SIDERCA, S.A.I.C. (SIDERCA) con un 20%. La planta cuenta con una capacidad de producción de 70.000 Tm/año destinada a atender la demanda de tubería con y sin costura por parte de la industria petrolera. SIDERCA es una empresa argentina con más de cuarenta años de historia que se dedica a la producción de tubería sin costura para la industria petrolera mundial. La empresa produce más de 700.000 Tm/año, dirigidas en su mayoría al mercado de exportación.

Es importante destacar que desde finales del AF99 CONDUVEN se ha embarcado en un agresivo programa de reestructuración, que no solo ha derivado en mejoras en la productividad de sus plantas, ampliación de los mercados objetivos, sino también le ha permitido una considerable reducción de la plantilla laboral y con ello, una disminución de los gastos de administración y ventas por poco más del 44% en términos reales, lo cual le ha permitido una mejora sostenida de su rentabilidad.

## Finanzas

Los resultados de CONDUVEN son sensibles a variaciones en la tasa de cambio, debido a que sus precios están dolarizados mientras que sus costos son tanto en dólares como en bolívares. Adicionalmente, debido a la importancia del mercado petrolero dentro de las ventas totales de la empresa, cambios en la política de inversión de la industria petrolera nacional pueden afectar sus resultados, siendo que la empresa ha mantenido una posición activa en el mercado de exportaciones para mitigar la inestabilidad del mercado local.

La recuperación del nivel de actividad económica durante el segundo semestre del año 2001 (+4,5%) junto con el incremento en el nivel de inversiones de la industria petrolera (+2% durante todo el año 2000) repercutieron positivamente sobre las operaciones de CONDUVEN. Es así como durante el AF01 finalizado en marzo de 2001 las ventas de CONDUVEN alcanzaron 160.589 millones de bolívares, mayores en 76,5% con respecto al AF00. Este incremento estuvo explicado principalmente por el crecimiento de las ventas al mercado petrolero (+182%), las cuales complementaron el crecimiento experimentado en las ventas al mercado local (+25%) y las exportaciones (+8%). Es importante destacar que el incremento en el margen de sobrevaluación de la moneda, derivó en una disminución del ritmo de crecimiento de las exportaciones (AF01:+8% vs. AF00:+88%). Sin embargo, las mismas representaron un 21% de las ventas totales generando ingresos por 34 millones de dólares.

Por su parte, el incremento de los precios en términos reales, la mayor utilización de las plantas y los beneficios de las mejoras impuestas en el proceso productivo resultaron en un incremento de 9 puntos porcentuales en el margen bruto que alcanzó 21,2%. Los gastos de instalación del sistema SAP/R3 para adecuar los sistemas de administración y control de gestión, junto a la adecuación regular de los sueldos y salarios derivaron en un incremento de 7,9% en los gastos de administración,

efecto que fue compensado por el incremento del margen bruto, por lo cual el margen operativo se elevó hasta 15,3%, mayor en casi 13 puntos porcentuales con respecto al registrado durante el AF00, siendo que la utilidad operativa alcanzó 24.509 millones de bolívares.

El menor nivel de deuda financiera junto a la disminución de las tasas de interés y el ritmo de la devaluación de la moneda, permitieron reducir tanto los gastos de financiamiento (-20%) como la pérdida cambiaria (-59%) lo que además compensó la reducción de la ganancia monetaria (-41%) razón por la cual el costo integral de financiamiento disminuyó hasta 3.221 millones de bolívares, inferior en 10% con respecto al registrado durante el AF00. A pesar del incremento de más de 200% en la participación sobre las pérdidas de empresas afiliadas (una planta menor de producción de tubos para vehículos), el aumento de la utilidad después del costo integral de financiamiento y la reducción de las provisiones para impuestos permitieron un incremento de más de 1.400% en la utilidad neta que alcanzó 18.631 millones de bolívares, siendo esta la más alta registrada en los últimos cinco ejercicios fiscales. Las relaciones ROA y ROE se elevaron hasta 10,9% y 15,8% respectivamente.

La reducción de la deuda financiera en más de 8.000 millones de bolívares (-24%) y la disminución de las tasas de interés promedio en el mercado monetario, junto al aumento de la utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) se reflejaron en una sensible mejora de las relaciones de cobertura. Al cierre del AF01 la relación de EBITDA a gastos financieros se elevó hasta 5,3 veces, mientras que las relaciones de EBITDA a deuda financiera a corto plazo y EBITDA a deuda financiera total alcanzaron 1,5 veces y 1,2 veces respectivamente, siendo estos niveles los más altos registrados desde el año 1998. Si bien la empresa mantenía el 85% de su deuda financiera denominada en moneda extranjera lo cual podría imponer riesgos frente a una brusca devaluación de la moneda, el mantenimiento de activos en moneda extranjera por más de 64 millones de dólares y exportaciones anuales de aproximadamente 34 millones de dólares mitigan en parte este riesgo.

La reducción de la deuda financiera de corto plazo junto con el incremento del efectivo y las cuentas por cobrar producto del mayor nivel de ventas permitieron una mejora de los indicadores de liquidez, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante se elevó hasta 1,3 veces; 0,5 puntos superior a la registrada el año anterior, lo que a su vez, elevó la prueba del ácido hasta 0,8 veces, a pesar de que la empresa incrementó su nivel de inventarios para enfrentar el volumen de ventas proyectado.

A partir del AF98 CONDUVEN se ha inmerso en un agresivo programa de reducción de pasivos lo cual junto a la retención de las ganancias se han reflejado en un sensible descenso de los

indicadores de apalancamiento. Para el cierre de marzo de 2001 la relación de pasivo total a patrimonio alcanzó 0,5 veces mientras que para el cierre del AF98 la misma alcanzaba 0,9 veces, todo esto a pesar de la reducción del patrimonio producto del efecto de la inflación sobre la tenencia de activos no monetarios.

## Eventos Financieros Recientes

Las operaciones de CONDUVEN durante los primeros 3MAF02 se han visto afectadas positivamente por el mantenimiento de una alta demanda de productos por parte del mercado petrolero y los elevados niveles de ventas en los otros mercados (nacional y exportación). Es así como al cierre de junio de 2001 las ventas de la empresa alcanzaron 51.904 millones de bolívares, representando un crecimiento anualizado de 29% con respecto a las ventas registradas durante el AF01. Por su parte, la mayor utilización de las plantas junto con la recuperación de los precios promedios derivó en una mejora de 3,3% en el margen bruto hasta 24,5%, el cual permitió compensar el ligero aumento de los gastos de administración y ventas, siendo que la utilidad operativa se elevó hasta 9.860 millones de bolívares mientras el margen operativo alcanzó 19%, su máximo histórico en 5 años. La mejora en los márgenes junto al mantenimiento del costo integral de financiamiento permitieron un aumento en la utilidad neta hasta 8.645 millones al cierre de los primeros 3MAF02 lo cual representa un crecimiento anualizado de 86% con respecto a los resultados del año anterior. Las relaciones ROA y ROE se incrementaron hasta 19,2% y 31,6% respectivamente, siendo las más altas registradas desde el AF95.

El mayor volumen de actividades de la empresa también se reflejó en un crecimiento de 16% del endeudamiento bancario utilizado para financiar el capital de trabajo, sin embargo, el aumento más que proporcional del EBITDA se reflejó en una mejora de las relaciones de cobertura de deuda e intereses. Así al cierre de junio de 2001 la relación EBITDA a gastos financieros alcanzó 7,3 veces mientras que la relaciones de EBITDA a deuda financiera total y EBITDA a deuda financiera de corto plazo se elevaron hasta 1,5 y 1,8 veces.

El aumento más que proporcional del endeudamiento bancario y las cuentas por pagar con relación al activo circulante, resultó en una ligera contracción de los indicadores de liquidez. Al cierre de los primeros 3MAF02 la relación de activo circulante a pasivo circulante alcanzó 1,1 veces mientras que la prueba ácida se redujo ligeramente hasta 0,6 veces; ambas relaciones son consideradas conservadoras.

El mayor volumen de operaciones y el decreto de dividendos en efectivo por 15.000 millones de bolívares derivó en un ligero incremento del apalancamiento de CONDUVEN hasta 0,7 veces.

## C.A. CONDUVEN

(Consolidados)

(Expresado en MM de Bs. de junio de 2001)

	AF95	4MAF96 <sup>a</sup>	AF97	AF98	AF99	AF00	AF01	3MAF02
Ventas Acumuladas Consolidadas (TM)	195.979	68.475	283.038	286.028	237.338	209.978	332.113	103.091
Mercado Petrolero	94.985	38.961	190.642	121.509	91.522	51.671	145.567	50.115
Mercado Nacional	92.915	23.404	78.096	130.744	111.495	93.756	116.782	32.247
Mercado de Exportación	8.079	6.110	14.300	33.775	34.321	64.551	69.764	20.729
<b>ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS</b>								
Ventas Netas	168.131	64.442	255.578	204.262	145.662	90.964	160.589	51.904
Costo de Ventas	136.651	70.994	204.017	173.520	104.573	79.981	126.568	39.179
<i>Utilidad Bruta</i>	<i>31.481</i>	<i>-6.552</i>	<i>51.561</i>	<i>30.742</i>	<i>41.089</i>	<i>10.983</i>	<i>34.021</i>	<i>12.725</i>
Gastos de Administración y Ventas	14.857	4.963	13.098	15.404	16.827	8.816	9.511	2.865
<i>Utilidad Operativa</i>	<i>16.624</i>	<i>-11.515</i>	<i>38.463</i>	<i>15.338</i>	<i>24.262</i>	<i>2.167</i>	<i>24.509</i>	<i>9.860</i>
Gastos de Financiamiento	2.320	2.390	7.757	3.631	20.123	6.981	5.612	1.514
Pérdida Cambiaria	-3.813	-2.914	-55	-552	4.554	2.188	890	-44
Pérdida Monetaria	1.146	-7.418	-1.188	5.956	-13.122	-5.597	-3.281	-636
<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	<i>16.971</i>	<i>-3.572</i>	<i>31.949</i>	<i>6.303</i>	<i>12.707</i>	<i>-1.405</i>	<i>21.288</i>	<i>9.025</i>
Otros Ingresos (Egresos)	395	855	1.251	-737	2.575	535	-1.352	241
EBT	17.366	-2.717	33.200	5.567	15.282	-870	19.937	9.266
<i>Utilidad Neta</i>	<i>17.068</i>	<i>-2.907</i>	<i>30.498</i>	<i>5.768</i>	<i>14.216</i>	<i>-1.373</i>	<i>18.631</i>	<i>8.645</i>
<b>BALANCE GENERAL</b>								
<b>Activo</b>								
Efectivo	16.907	12.224	23.481	23.022	1.894	3.116	6.313	2.470
Cuentas por Cobrar	21.076	28.907	31.528	38.355	14.665	20.866	27.321	36.670
Inventarios	43.708	57.777	32.406	55.012	21.342	15.452	24.645	30.060
<i>Activo Circulante</i>	<i>83.530</i>	<i>101.937</i>	<i>88.328</i>	<i>127.201</i>	<i>37.902</i>	<i>39.434</i>	<i>58.279</i>	<i>69.200</i>
Inversiones	4.197	4.958	5.269	4.950	5.290	4.781	2.807	2.807
Planta y Equipos Netos	177.342	196.987	124.105	138.691	117.150	106.693	107.883	105.633
<i>Activo Total</i>	<i>274.267</i>	<i>318.788</i>	<i>226.374</i>	<i>277.712</i>	<i>167.683</i>	<i>158.706</i>	<i>171.485</i>	<i>180.097</i>
<b>Pasivo</b>								
Préstamos Bancarios	27.580	38.229	20.628	43.492	28.061	27.190	17.020	21.215
Bonos y Papeles Comerciales por Pagar	0	0	0	8.224	0	8.224	0	3.288
Cuentas por Pagar	10.355	14.167	8.306	26.349	4.328	14.235	18.189	25.085
<i>Pasivo Circulante</i>	<i>41.442</i>	<i>56.268</i>	<i>35.233</i>	<i>80.747</i>	<i>47.221</i>	<i>45.575</i>	<i>44.192</i>	<i>61.310</i>
Deuda a Largo Plazo	1.525	1.161	655	27.434	3.643	6.430	5.241	5.052
Intereses Minoritarios	4.107	3.908	4.369	5.690	2.285	2.478	2.182	2.547
<i>Pasivo Total</i>	<i>53.911</i>	<i>67.405</i>	<i>44.548</i>	<i>128.610</i>	<i>59.492</i>	<i>55.978</i>	<i>53.414</i>	<i>70.743</i>
<b>Patrimonio</b>								
Capital Social	43.214	43.214	70.414	70.414	70.386	70.386	70.386	70.386
<i>Patrimonio Total</i>	<i>220.356</i>	<i>251.383</i>	<i>181.826</i>	<i>149.102</i>	<i>108.191</i>	<i>102.728</i>	<i>118.071</i>	<i>109.354</i>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO</b>								
EBITDA	31.811	-5.904	48.842	23.994	33.921	10.492	29.744	11.116
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Operacionales	n.a.	n.a.	n.a.	-19.464	19.395	12.698	16.384	-130
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	n.a.	n.a.	n.a.	-41.170	-1.913	20	-5.116	-226
Efectivo Provisto por Actividades de Financiamiento	n.a.	n.a.	n.a.	60.175	-24.251	-11.496	-8.070	-3.487
Flujo de Efectivo Neto	n.a.	n.a.	n.a.	-459	-6.769	1.222	3.197	-3.843
<b>PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS</b>								
<b>Liquidez y Capital de Trabajo</b>								
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2,02	1,81	2,51	1,58	0,80	0,87	1,32	1,13
(Activo Circulante - Inventarios)/Pasivo Circulante	0,96	0,78	1,59	0,89	0,35	0,53	0,76	0,64
Días de Cuentas por Cobrar	46	55	45	69	37	84	62	64
Días de Inventarios	95	109	46	98	53	62	56	53
Días de Cuentas por Pagar	21	22	11	46	11	48	40	44
<b>Cobertura</b>								
EBITDA/Gastos Financieros	13,71	-2,47	6,30	6,61	1,69	1,50	5,30	7,34
EBITDA*/Deuda Financiera	1,09	-0,45	2,29	0,34	0,85	0,31	1,16	1,50
EBITDA*/Deuda a Corto Plazo	1,15	-0,46	2,37	0,55	0,93	0,39	1,46	1,81
<b>Rentabilidad</b>								
Margen Bruto	18,72%	-10,17%	20,17%	15,05%	28,21%	12,07%	21,18%	24,52%
Margen Operativo	9,89%	-17,87%	15,05%	7,51%	16,66%	2,38%	15,26%	19,00%
Margen EBITDA	18,92%	-9,16%	19,11%	11,75%	23,29%	11,53%	18,52%	21,42%
Margen Neto	10,15%	-4,51%	11,93%	2,82%	9,76%	-1,51%	11,60%	16,66%
ROA *	6,22%	-2,74%	13,47%	2,08%	8,48%	-0,87%	10,86%	19,20%
ROE *	7,75%	-3,47%	16,77%	3,87%	13,14%	-1,34%	15,78%	31,62%
<b>Apalancamiento</b>								
Pasivo/Activo	0,20	0,21	0,20	0,46	0,35	0,35	0,31	0,39
Pasivo/Patrimonio	0,24	0,27	0,25	0,86	0,55	0,54	0,45	0,65
<b>POSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA</b>								
Posición en Moneda Extranjera Neta <sup>1</sup>	(0,7)	(1,1)	24,8	(34,5)	(4,8)	(20,7)	12,0	8,8

<sup>a</sup> Período de 4 meses consecuencia del cambio en la fecha de cierre del Ejercicio Fiscal.

<sup>1</sup> Millones de US\$.

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