

Corporativo/Venezuela  
Análisis de Riesgo

**Envases Venezolanos, S.A.-  
(ENVASES)**

**Ratings**

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC-2004-I	A3	-	May-2004
PC-2005-I	A3	NC	Jul-2005

PC – Papeles Comerciales; NC – No calificado anteriormente.

**Analistas**

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

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

**Perfil**

Envases Venezolanos S.A. (ENVASES) fue fundada durante el año 1952 con el objeto de fabricar y vender envases de acero para satisfacer las necesidades de la industria venezolana. Actualmente ENVASES opera como una empresa holding compuesta por: Envases Aragua, S.A. (ENVARAGUA); Vidrios Domésticos S.A. (VIDOSA); Envases Metálicos de Oriente, C.A.; Tapas Aragua S.A. y Firstville A.V.V.; siendo que las tres últimas empresas registran poca actividad.

**Fortalezas y Oportunidades**

- Liderazgo en el mercado de su principal producto
- Estabilidad de los ingresos
- Adecuada relación de deuda a patrimonio

**Debilidades y Amenazas**

- Concentración en sus ventas
- Control de precios de los productos de sus principales clientes
- Bajos niveles de rentabilidad e incremento del endeudamiento
- Inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela

▪ **Fundamentos**

Los ingresos de ENVASES están representados principalmente por los ventas realizadas por sus tres Unidades Estratégicas de Negocios (UEN), Tres Piezas, Dos Piezas y Vidrio, las cuales atienden diferentes segmentos del mercado de envases metálicos para alimentos y otros productos a nivel nacional. Más recientemente, ENVASES también ha registrado ingresos por concepto de servicios administrativos prestados a sus empresas filiales. La UEN Tres Piezas se dedica a la producción de envases de acero de tres piezas, destinados al almacenamiento de productos alimenticios, pinturas, y solventes. Por su parte, la UEN Dos Piezas es una empresa dedicada a la manufactura de envases de aluminio de dos piezas para el almacenamiento de refrescos y cervezas. Finalmente, la UEN Vidrio es fabricante de productos de vidrio para uso industrial y doméstico.

A lo largo de los años ENVASES ha mantenido una clara posición de mercado a nivel nacional, siendo que ocupa el segundo lugar en ventas de manera consolidada. Para ello la empresa acometió importantes inversiones en la adecuación y mejoramiento de su proceso productivo para afianzar su posición de mercado y adaptarse a las estrictas y en algunos casos cambiantes necesidades de la industria alimenticia y otros demandantes de sus productos, lo cual resultó en un significativo aumento de la deuda financiera de la empresa. Lo anterior, aunado al deterioro en el ambiente operativo en Venezuela durante los años 2002 y 2003, impulsó a la empresa a tomar medidas para salvaguardar su perfil financiero y enfrentar la caída en la demanda y los efectos del control de cambio impuesto desde principios de febrero de 2003. A partir de esa fecha, la empresa inició un plan de venta de activos no medulares (principalmente inmobiliarios), de amortización de las exposiciones financieras y comerciales en moneda extranjera y la procura de materia prima a nivel local. De esta forma, ENVASES durante el AF04, llevó a cabo un proceso de reducción de deuda bancaria y de negociación de mejores términos en cuanto a tasa de interés que le permitió reducir el costo financiero y mantener adecuados niveles de cobertura de intereses, mitigando el impacto negativo del control de precios que enfrentan los productos comercializados por los principales clientes de la empresa.

Para el período de 8 meses culminado en abril de 2005, ENVASES utilizó en mayor proporción el factoring como mecanismo de financiamiento, considerando su menor costo financiero relativo, permitiendo además la obtención de capital de trabajo, sin incrementar los gastos financieros. Con ello, la empresa compensó parcialmente la reducción del EBITDA por el descenso de las ventas de los envases de tres piezas, por efecto del control de precios en los productos comercializados por sus clientes, con lo cual su cobertura de intereses se incrementó respecto al AF04, manteniendo además adecuados indicadores de liquidez y de deuda total ajustada a capitalización, aún cuando la relación de deuda total ajustada a EBITDA, se ubica en un nivel relativamente elevado.

**Julio 2005**

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

[www.fitchvenezuela.com](http://www.fitchvenezuela.com)

## ▪ Perfil

Envases Venezolanos S.A. (ENVASES) fue fundada durante el año 1952 con el objeto de fabricar y vender envases de acero para satisfacer las necesidades de la industria venezolana. Actualmente ENVASES opera como una empresa holding compuesta por: Envases Aragua, S.A. (ENVARAGUA); Vidrios Domésticos S.A. (VIDOSA); Envases Metálicos de Oriente, C.A.; Tapas Aragua S.A. y Firstville A.V.V.; siendo que las tres últimas empresas registran poca actividad.

Durante el año 1998 la empresa concretó una permuta del 100% de las acciones de la filial Vasos Venezolanos C.A., filial dedicada a la producción y comercialización de vasos plásticos y conos aluminizados, por 19,3% del capital accionario de Inversiones Selva, C.A. Luego durante el AF99 se completó la venta de la totalidad de las acciones mantenidas en Inversiones Selva C.A. por 3,55 millones de dólares, todo esto como estrategia de focalización de las actividades en las áreas donde ENVASES muestra mayores ventajas comparativas (*ver Estrategia y Posición Competitiva*).

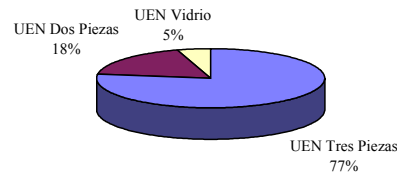
Para el período culminado en abril de 2005, la empresa culminó el proceso de fusión de EMC con ENVASES, con el propósito de obtener mejoras operativas y administrativas, que generen sinergias que incrementen el valor de la empresa.

Desde los años 70's las acciones de la empresa se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas (BVC), aunque la alta concentración de la tenencia accionaria y la inestabilidad del mercado de capitales venezolano han redundado en niveles de liquidez bursátil bastante bajos. Durante el año 2003 se concretó la entrada de un nuevo grupo de accionistas en el capital de ENVASES, como consecuencia de la subasta de la participación que mantenía el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE) recibidas desde la crisis financiera de los años 1994 y 1995, donde algunas instituciones financieras entregaron a este instituto diversas participaciones accionarias en compañías venezolanas, entre las cuales se encontraba ENVASES. Así, a través de un proceso de oferta pública un inversionista privado adquirió a título personal el 11% de las acciones de ENVASES. De forma adicional cerca de un 19% del capital está distribuido en números accionistas minoritarios, siendo que el 70% restante está controlado por una parte del grupo de accionistas inicial de la empresa, quienes ejercen el control de la misma.

## ▪ Operaciones

Los ingresos de ENVASES están representados principalmente por la ventas realizadas por sus tres Unidades Estratégicas de Negocios (UEN) Tres Piezas, Dos Piezas y Vidrio, las cuales atienden diferentes segmentos del mercado de envases metálicos para alimentos y otros productos a nivel nacional. Recientemente ENVASES también ha registrado ingresos derivados del cargo de servicios administrativos a cada una de sus filiales.

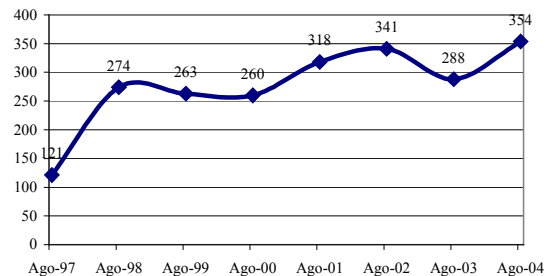
**Gráfico N° 1**  
**Distribución de las Ventas por UEN**  
*Año 2004*



### • UEN Tres Piezas

La UEN Tres Piezas se dedica a la producción de envases de acero de tres piezas, destinados al almacenamiento de productos alimenticios, pinturas y productos químicos. Los envases de 3 piezas (tapa, cuerpo y fondo) son mayoritariamente hechos de acero y se utilizan tanto para el envasado de productos alimenticios como de materiales industriales. Dentro del área de alimentos, las conservas de pescado (sardinas, atún, etc.) representan el volumen de demanda más importante, concentrando más del 50% del total de envases de 3 piezas, mientras los vegetales, frutas, granos, productos cárnicos, comidas preparadas, bebidas (jugos), lácteos, y alimentos secos se distribuyen el resto de las ventas. Por su parte, dentro de los demandantes del área industrial encontramos principalmente pinturas y solventes. El comportamiento del segmento de envases de 3 piezas se encuentra determinado por el consumo de alimentos y la demanda de pinturas y otros productos industriales, éstos asociados a su vez con el nivel de actividad económica. De esta forma, en el AF04, el crecimiento del consumo de alimentos, se reflejó en el aumento de 23% en el volumen de envases de tres piezas respecto al ejercicio anterior, siendo que la UEN Tres Piezas concentró el 77% de las ventas de ENVASES. Actualmente, EMC cuenta con una capacidad de producción de 600 millones de unidades anuales, utilizada en un 70%.

**Gráfico N° 2**  
**UEN Tres Piezas: Evolución de las Ventas**  
*(Miles de Unidades)*



Durante el año 1997 la empresa adquirió maquinarias y equipos para la fabricación de envases pertenecientes a la empresa Alimentos Margarita, C.A. (MARGARITA), lo

cual además de incrementar la capacidad de producción, incorporó un contrato de ventas de envases por cinco años prorrogables. Durante el año 1998 MARGARITA fue adquirida por MAVESA S.A. (MAVESA), quien posteriormente fue adquirida por Empresas Polar (POLAR) en el año 2001, siendo que las ventas a este grupo empresarial alcanzaron un 38% de las ventas totales de EMC al cierre del AF04, mientras que otros cinco clientes adicionales ocupan un 32% de las ventas y el restante 30% es comercializado a diferentes empresas, ninguna de las cuales representa individualmente más del 3% de las ventas de EMC.

La empresa está en negociaciones para suplir los envases requeridos por una nueva planta de conservas de pescado que próximamente iniciará operaciones.

La empresa realizó una inversión de 1.300 millones de bolívares durante el AF05 a fin de incrementar su capacidad de producción, permitiendo atender el mercado de exportación y la nueva demanda en el mercado venezolano, así como, incrementar la eficiencia operativa.

El principal insumo utilizado por la empresa lo representa el acero, el cual en los últimos años había sido procurado en el exterior como una estrategia para reducir los costos de producción y también para poder garantizar algunas características y condiciones de calidad exigidas por los clientes. Sin embargo, la gerencia de la empresa de cara a la imposición del control de cambios desde el mes de febrero de 2003, el cual imposibilita el libre acceso a la moneda extranjera y reduce la flexibilidad de la empresa para el manejo de sus relaciones comerciales con sus proveedores, realiza la totalidad de las compras del acero localmente a través de la empresa Siderúrgica del Orinoco (SIDOR), la cual ofrece precios competitivos a nivel internacional.

En el mercado de envases de tres piezas participan otras empresas como Domínguez y Compañía, quien también produce y comercializa envases de dos piezas y envases de plásticos, y otros participantes de menor escala como Grupo Montañés.

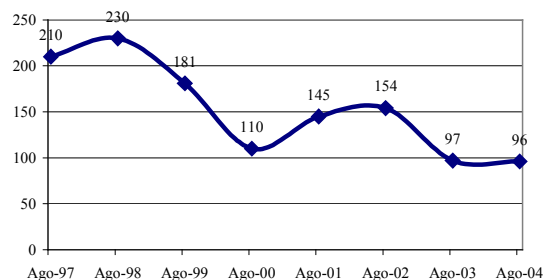
- **UEN Dos Piezas**

La UEN Dos Piezas se dedica a la manufactura de envases de aluminio de dos piezas. Desde el año 1998, los envases de 2 piezas (cuerpo y tapa) son elaborados en aluminio, mientras que antes de dicha fecha se manufacturaban a partir del acero. Los mismos son utilizados mayoritariamente por los embotelladores de bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas, razón por la cual la demanda de estos envases se encuentra íntimamente relacionada al consumo de dichos productos. Venezuela se ha caracterizado por una baja utilización de los envases metálicos de dos piezas para la distribución de bebidas, en contraposición de la utilización del vidrio, como consecuencia de los bajos costos de la energía, que reduce sustancialmente el costo de producción de los envases de vidrio; igualmente, para el caso de las bebidas envasadas en latas de aluminio, el impacto en el precio para

el consumidor final es mayor, en el evento de una devaluación del bolívar. En los últimos años, la volatilidad del entorno económico y por ende en el consumo de bebidas ha afectado negativamente las ventas del producto, lo cual se ha traducido en un patrón de ventas relativamente inestable en el caso de la UEN Dos Piezas (ver gráfico N° 3). Para el AF04, la reducida participación de las latas en el consumo de bebidas compensó la mayor demanda de cervezas y refrescos, por lo que el volumen de ventas se mantuvo estable con relación al ejercicio precedente.

Al cierre del AF04 la UEN Dos Piezas concentraba el 18% de las ventas totales de ENVASES (en términos de ingresos), con una capacidad de producción cercana a 450 millones de latas anuales, para ello, en el año 1998 la empresa invirtió aproximadamente 11 millones de dólares, destinados además a adecuar la planta para el uso del aluminio como materia prima en sustitución del acero.

**Gráfico N° 3**  
**UEN Dos Piezas: Evolución de las Ventas**  
(Millones de Unidades)



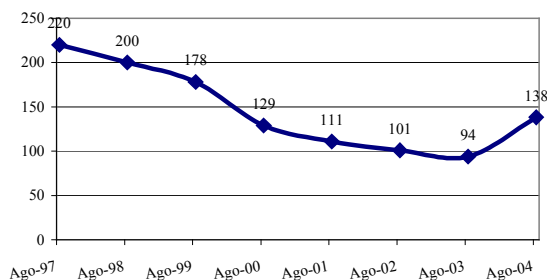
En parte debido al relativo poco uso de las latas como envase para bebidas, las ventas de la empresa están altamente concentradas en tan solo tres clientes, donde los dos primeros clientes (ambos en el mercado de cervezas) se reparten el 99% de las ventas, compensado por la adecuada calidad crediticia de los mismos. En vista de esta estructura de mercado, la empresa se encuentra en proceso de negociación con fabricantes de bebidas en el exterior con la intención de diversificar su base de clientes en el corto plazo. Es importante destacar que la mayoría de los insumos (aluminio principalmente) son de origen extranjero, siendo que la empresa ha logrado mantener una adecuada relación comercial con sus proveedores aún en medio del férreo control de cambios aplicado desde febrero de 2003, aprovechando convenios internacionales de integración y comercio (ALADI), resaltando además, que la empresa realiza la totalidad de sus compras en el mercado spot, implicando la exposición a las variaciones del precio del aluminio.

El mayor de los participantes del mercado de dos piezas lo constituye Superenvases Envalic, una empresa asociada con POLAR quien satisface la demanda de latas de cerveza para esta empresa.

- **UEN Vidrio**

La UEN Vidrio está dirigida a la fabricación de vidrio para uso industrial y doméstico. La empresa ha concentrado sus actividades en la fabricación de vasos y vajillas de vidrio para uso residencial y comercial, siendo que la fabricación de vasos de vidrio de uso industrial, antigua punta de lanza de las ventas de la empresa, se ha visto afectada por la drástica caída de su demanda a nivel nacional, producto de la sustitución de dicho producto por otras opciones de menor costo.

**Gráfico N° 4**  
**UEN Vidrio: Evolución de las Ventas**  
(Miles de Cajas de 72 Unidades)



A diferencia de la UEN Tres Piezas y la UEN Dos Piezas, y gracias a la naturaleza de sus productos, la UEN Vidrio mantiene una importante proporción de su producción destinada al mercado de exportación, principalmente al mercado andino y Caribe. Al cierre del AF04 las ventas de la UEN Vidrio representaron un 5% del total de ingresos de ENVASES, siendo que los volúmenes de ventas en términos de unidades se han incrementado significativamente, como consecuencia de la mayor participación de mercado en el segmento de vasos industriales y de vajillas y el crecimiento de las exportaciones.

Las ventas de la UEN Vidrio presentan una adecuada atomización y tan solo 20 clientes concentran más de un 1% de las ventas (51% en total) mientras que el restante 49% de las ventas está distribuido en más de 450 clientes, constituidos por pequeñas cadenas minoristas. Vale destacar que el aumento de las ventas de la empresa (ver Gráfico N° 4) en el último año se ha traducido en una menor capacidad ociosa de las facilidades de producción con una utilización cercana al 50% de la capacidad instalada.

- **Estrategia y Posición Competitiva**

A lo largo de los años ENVASES ha mantenido una clara posición de mercado a nivel nacional, siendo que ocupa el primer lugar dentro del segmento de envases de tres piezas (con cerca del 65% de participación) y el tercer lugar en el segmento de envases de dos piezas con un 20% de participación. Para ello la empresa ha tenido que acometer constantes inversiones para la adecuación y mejoramiento de su proceso productivo, para así adecuarse a las estrictas y en algunos casos cambiantes necesidades de la industria

alimenticia y otros demandantes de sus productos, lo cual resultó en un significativo aumento de la deuda financiera de la empresa durante el período 1997-1998. En parte como consecuencia de dicho endeudamiento, la drástica reducción del volumen del mercado observado desde el año 1996 y las inversiones por más de 11 millones de dólares realizadas para adecuar las facilidades de producción de la UEN Dos Piezas a las nuevas demandas del mercado de dos piezas, durante los ejercicios fiscales 1998 y 1999 (AF98 y AF99) la empresa emprendió un agresivo programa de reducción de pasivos bancarios, reestructuración de operaciones, aplanamiento de la estructura organizacional, venta de activos no medulares, restricción de los dividendos en efectivo y un aumento de capital por 8,3 millones de dólares, todo esto con la intención de mejorar el perfil financiero de la empresa.

Como consecuencia del deterioro en el ambiente operativo en Venezuela durante los años 2002 y 2003 cuando se registró una drástica caída del nivel de actividad económica por un periodo de casi dos meses, la empresa nuevamente decidió tomar medidas adicionales para salvaguardar su perfil financiero y enfrentar la caída en la demanda y los efectos del control de cambios impuesto desde principios de febrero de 2003. A partir de esa fecha, la empresa inició un plan de venta de activos no medulares (principalmente inmobiliarios) b) la amortización de las exposiciones financieras y comerciales en moneda extranjera c) la procura de materia prima a nivel local y d) el manejo proactivo de los precios, fundamentalmente en los segmentos de refrescos y cervezas, tomando en cuenta la devaluación de la moneda. De esta forma, ENVASES durante el AF04, llevó a cabo un proceso de reducción de deuda bancaria y de negociación de mejores términos en cuanto a tasa de interés que le permitió reducir el costo financiero y mantener adecuados niveles de cobertura de intereses, aún cuando el EBITDA se vea afectado por el control de precios d los productos envasados en las latas fabricadas por la empresa.

Adicionalmente, durante el período de 8 meses culminado en abril de 2005, la empresa se ha orientado a utilizar en mayor proporción el factoring como mecanismo de financiamiento, considerando su menor costo financiero relativo, permitiendo además la obtención de capital de trabajo, sin incrementar el costo por intereses y mantener adecuados indicadores de cobertura de gastos financieros.

- **Aspectos Regulatorios**

Si bien el mercado de envases metálicos no cuenta con ningún tipo de regulación directa por parte de las autoridades, una porción significativa de las ventas de la empresa se encuentran destinadas a fabricantes de productos que si han enfrentado diversos controles en sus operaciones, principalmente en cuanto a su precio de venta se refiere.

Así, los refrescos, cervezas y alimentos enlatados muchas veces han sido considerados productos de primera necesidad y por ende han sido objeto de algún tipo de

control o tope en sus precios, limitando la flexibilidad de sus productores para enfrentar los cambios en los precios de los insumos. Durante los primeros meses del año 2003 el Ejecutivo Nacional anunció la aplicación de una serie de medidas económicas entre las cuales destacó un control de precios para una larga lista de bienes y servicios comercializados en el país, todo esto como una estrategia para disminuir las presiones inflacionarias. Muchos de los clientes de ENVASES se enfrentan a precios regulados desde principios del año 2003, destacando que durante el año 2005 aquellos productores de conservas de pescado no han logrado ajustes de precios de acuerdo a los cambios de los precios de los insumos, por lo que han reducido la oferta de algunas presentaciones en el mercado, afectando el volumen de ventas de la empresa.

Adicionalmente, por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio (febrero de 2003), limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida, que no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela, impone numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal medida podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

En el caso de ENVASES la mayor parte de sus insumos de producción son de origen importado, por lo que la empresa, en vista del control de cambios impuesto por el Ejecutivo Nacional desde febrero del año 2003, ha tomado ciertas medidas para minimizar el impacto de dicha situación sobre su actividad comercial, entre las cuales destaca el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), la cual fue aprobada en una porción muy importante, siendo que el resto fue cancelado a través de convenimientos directos con el proveedor. A la fecha, la exposición al control de cambio es mitigado por la adquisición de la hojalata a un proveedor local, mientras que el aluminio es adquirido a través del convenio ALADI, siendo que algunos proveedores exigen pagos de contado por las reservas mantenidas con relación al control de cambio en Venezuela.

## ■ Desempeño Financiero<sup>1</sup>

Durante el AF04, finalizado el 31 de agosto de 2004, las operaciones de ENVASES estuvieron favorecidas por la

mejora del ambiente operativo en Venezuela y el aumento de la actividad económica. Así, las ventas en términos de unidades registraron un incremento con relación al AF03, especialmente los envases de tres piezas y de vidrio, que unido al ajuste de precios en todos los segmentos, permitió que los ingresos por ventas se incrementaran en 16%. Sin embargo, el ajuste de precios no pudo compensar el aumento de costos, ya que cerca de dos tercios de las ventas de la empresa están indirectamente afectadas por el control de precios instaurado en Venezuela desde el año 2003, implicando la reducción del margen bruto a 12%. Por su parte, el control de gastos administración y ventas, permitió que éstos se mantuvieran estables en términos reales con relación al AF03, disminuyendo su participación dentro de las ventas de ENVASES, no pudo compensar la caída del margen bruto, produciendo un descenso de 13% en la utilidad operativa, mientras que la utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) se redujo hasta 11.087 millones de bolívares. El menor nivel de tasas de interés, la reducción de la deuda financiera neta promedio y la menor posición neta pasiva en moneda extranjera, se reflejaron en una reducción de 37% en el costo integral de financiamiento de ENVASES. Así, la reducción del costo de integral de financiamiento, la disminución de los otros egresos y la menor carga impositiva compensaron la reducción de la utilidad operativa, reflejándose en el aumento de la utilidad neta con relación al ejercicio anterior mientras que la relación ROAE se elevó hasta 4%, valor relativamente bajo en relación al promedio de otros emisores.

Al cierre de agosto de 2004 los indicadores de liquidez se mantuvieron estables a pesar del aumento de la deuda financiera de corto plazo, debido a la reducción de las cuentas por pagar. Así, la relación de activo circulante sobre pasivo circulante se ubicó en 1,4 veces, valor conservador, mientras que la relación de efectivo e inversiones en valores a deuda de corto plazo se redujo a 0,2 veces, asociado al mayor financiamiento bancario a corto plazo.

La reducción de la deuda financiera y los menores gastos financieros afectaron positivamente la cobertura de intereses. La relación de EBITDA a gastos financieros mejoró hasta 1,8 veces (1,2 veces para el ejercicio anterior). Para el cierre del AF04, la relación de deuda total ajustada a EBITDA, se mantuvo estable en 1,5 veces, por la menor deuda financiera, no obstante la reducción del EBITDA.

El aumento de la base patrimonial, asociado a las mayores ganancias del ejercicio incidieron favorablemente en la relación de deuda total ajustada a capitalización la cual se redujo a 16%, alcanzando niveles considerados conservadores. Por otro lado, ENVASES registró una menor posición pasiva neta en moneda extranjera equivalente a 2,7 millones de dólares (tan sólo 6% del patrimonio). Dicha posición está exclusivamente representada por deuda comercial denominada en moneda extranjera (ver *Aspectos Regulatorios*), ya que la totalidad de los préstamos bancarios estaban denominados en moneda local para dicha fecha.

<sup>1</sup> Cifras expresadas en bolívares constantes del 30 de abril de 2005.

**▪ Eventos Financieros Recientes<sup>1</sup>**

Las operaciones de ENVASES durante los primeros 8MAF05, culminado el 30 de abril de 2005, siguieron enmarcadas en un ambiente de mayor dinamismo de la actividad económica, aún cuando el control de precios en los productos enlatados en envases de la empresa (conservas de pescado) ha afectado el volumen de ventas e ingresos de ENVASES. Así, las ventas durante dicho período registraron un decrecimiento de 5% anualizado, respecto a los registrados durante el AF04, a pesar del ajuste de precios producto de la devaluación del bolívar. Por su parte, el aumento más que proporcional del costo de ventas afectado por la devaluación e inflación, aunado al aumento de los gastos administrativos como proporción de las ventas, se reflejó en la reducción de la utilidad operativa en 35% en términos anualizados respecto al AF04. No obstante, el margen EBITDA, se redujo levemente manteniéndose en cerca de 12%, debido al mayor gasto de depreciación. Por su parte, gracias a la relativa estabilidad de la deuda neta promedio, a la caída de las tasas de interés y a la importante participación del “factoring” dentro de la deuda bancaria, los gastos financieros anualizados se redujeron en 29% con relación al AF04, aunque ello fue compensado por la menor ganancia monetaria, produciendo que el costo integral de financiamiento se ubicara en 1.438 millones de bolívares, con un aumento de 31% respecto al AF04, en términos anualizados. De esta forma, a abril del año 2005, la utilidad neta de ENVASES se redujo hasta 578 millones de bolívares, reduciendo la relación de ROAE hasta 1%.

La caída de los gastos de intereses contribuyeron con una mejora en la relación EBITDA a gastos financieros hasta 2,3 veces. Por su parte, el aumento de los financiamiento a través de factoring y la reducción del EBITDA, se reflejaron en un aumento de la relación de deuda total ajustada a EBITDA, alcanzando niveles relativamente elevados.

El mayor financiamiento bancario a través de factoring fue compensado con la reducción de las cuentas por pagar, resultando en una relativa estabilidad de la relación de activo circulante a pasivo circulante la cual se ubicó en 1,4 veces, mientras que la relación de efectivo e inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo se redujo a 0,1 veces, sin embargo, al ajustar el referido indicador, considerando que gran parte de la deuda a corto plazo la constituyen las operaciones de factoring, el mismo se ubicaría al mismo nivel del AF04.

El mayor endeudamiento bancario y la reducción del EBITDA, se reflejaron en un incremento de las relaciones de deuda total ajustada a EBITDA y de deuda total ajustada a capitalización a 2,2 veces y 0,18 veces, respectivamente, aunque esta última se mantiene en niveles adecuados; mientras que la posición corta en moneda extranjera de la empresa se ha reducido ligeramente, siendo que su posición pasiva neta en moneda extranjera se ubicó en 2,4 millones de dólares, representando apenas un 6% del patrimonio, siguiendo la política emprendida por la gerencia de la empresa tendiente a minimizar su exposición cambiaria.

## Resumen Financiero - Envases Venezolanos, S.A.

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de abril de 2005)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 1.920,00 1.600,00 1.411,25 737,00 689,75

Meses 8 12 12 12 12 12  
Abr-05 Ago-04 Ago-03 Ago-02 Ago-01 Ago-00

### Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	2,26	1,80	1,22	0,94	0,49	1,33
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	0,39	1,48	2,69	-1,68	1,77	1,74
Deuda Total Ajustada/EBITDA*	2,16	1,48	1,52	2,22	6,06	2,31
Deuda Neta Ajustada/EBITDA*	2,05	1,29	1,23	2,16	5,65	1,71
Deuda Total Ajustada/Capitalización	18,8%	15,5%	17,4%	20,5%	26,3%	23,5%

### Estado de Resultados

Ventas	56.719	89.763	77.508	80.509	73.612	70.212
Cambio (%)	-5,2%	15,8%	-3,7%	14,7%	4,8%	-25,3%
EBITDA	6.560	11.087	12.018	11.328	4.220	11.314
Margen EBITDA	11,6%	12,4%	15,5%	14,1%	5,7%	16,1%
Depreciación y Amortización	3.607	4.247	4.116	5.581	3.655	3.564
EBIT	2.953	6.840	7.902	5.747	564	7.750
Gastos Financieros	2.900	6.151	9.872	12.004	8.525	8.494
Costo Financiero Implícito (%)	23,1%	35,4%	45,4%	47,3%	33,0%	30,1%
Utilidad Neta	578	3.187	2.513	-4.380	-5.372	1.591
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	0,97%	3,53%	2,73%	-5,19%	-6,88%	1,70%
Retorno sobre Activo Promedio*	0,65%	2,38%	1,71%	-3,09%	-4,10%	1,09%

### Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	6.282	8.877	9.795	10.571	3.655	10.493
Variación en Capital de Trabajo	-6.678	-4.006	1.191	-1.966	-9.601	13.262
Flujo de Caja Operativo Neto	-396	4.871	10.986	8.605	-5.947	23.755
Inversión en Activos Fijos	-5.433	-2.002	14.567	-31.492	10.905	3.506
Otras Inversiones, netas	-37	0	3	285	3.838	-67
Variación Neta de Deuda	1.665	-8.842	-17.982	-17.016	-9.700	-13.454
Variación Neta de Patrimonio	1.482	-797	-13.247	30.391	-8.240	-18.800
Otros financiamientos netos	1.702	5.346	8.496	8.160	4.142	3.998
Variación Neta de Caja	-1.018	-1.424	2.824	-1.068	-5.002	-1.062
Flujo de Caja Libre	-8.450	-1.073	17.904	-34.134	-3.002	19.587

### Balance

Caja y Valores Líquidos	1.075	2.093	3.516	692	1.760	6.762
Cuentas por Cobrar	20.495	18.358	15.019	17.942	15.454	9.537
Activos Totales	135.195	130.498	135.048	158.867	124.870	137.134
Deuda a Corto Plazo	17.383	11.874	6.224	14.460	15.425	14.802
Deuda a Largo Plazo	3.860	4.566	12.068	10.720	10.159	11.341
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	21.243	16.440	18.292	25.180	25.584	26.143
Total Patrimonio	91.061	89.001	86.611	97.346	71.336	84.948
Intereses Minoritarios	432	424	409	455	343	255
Total Capital	112.736	105.865	105.312	122.981	97.263	111.346

### Liquidez

Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	82%	72%	34%	57%	60%	57%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,06x	0,18x	0,56x	0,05x	0,11x	0,46x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,45x	0,62x	0,75x	0,43x	0,18x	0,49x

### Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	-2,4	-2,7	-4,1	-5,3	-7,0	-
--	------	------	------	------	------	---

### Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de abril de 2005)

Año	2006	2007	2008	2009
Vencimientos	-	1.000	2.860	-

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

## Características de la Emisión

---

<b>Emisor:</b>	Envases Venezolanos S.A.
<b>Identificación de la Emisión:</b>	PC-2005-I
<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<b>Monto:</b>	Hasta Bs. 5.000,00 MM.
<b>Rendimiento:</b>	A descuento
<b>Plazo:</b>	Entre 15 y 360 días
<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>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos que sean obtenidos en la emisión de papeles comerciales, serán usados para financiar requerimientos de capital de trabajo para la realización de actividades relativas al objeto social de la empresa y sustitución de pasivos bancarios.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	Emisión PC-2005-I aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 25 de noviembre de 2004.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 1994-2005.</li><li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li><li>3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.</li></ol>
<b>Sustento de la Calificación:</b>	Análisis Financiero de Envases Venezolanos publicado en julio de 2005.

---

---

### Julio 2005

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

[www.fitchvenezuela.com](http://www.fitchvenezuela.com)