

Corporativo/Venezuela Análisis de Riesgo

Soldaduras y Tuberías de Oriente, C.A. (SOLTUCA)

Ratings

Calificación Emisor	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-1(ven)	NC	Jun-07
Largo Plazo	A(ven)	NC	Jun-07

NC – No calificado anteriormente.

Calificación Emisiones	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
OQ-2007	A3	NC	Jun-07

OQ – Obligaciones Quirografarias.

NC – No calificado anteriormente.

Analistas

Jorge Yanes
(58 212) 286 32 32
jorge.yanes@fitchvenezuela.com

Hilario Ramírez
(58 212) 286 38 44
hilario.ramirez@fitchvenezuela.com

Perfil

La empresa Soldaduras y Tuberías de Oriente, C.A. (SOLTUCA) fue constituida en el año 1975 dedicándose a la fabricación y comercialización de tuberías de acero con costura utilizados principalmente por la industria petrolera para la construcción de gasoductos y oleoductos.

Fortalezas y Oportunidades

- Margen EBITDA elevado
- Apalancamiento adecuado
- Niveles adecuados de liquidez

Debilidades y Amenazas

- Dependencia a la variabilidad del mercado petrolero mundial
- Elevada concentración de ventas
- Volatilidad del ambiente operativo en Venezuela

Fundamentos

Las calificaciones asignadas a SOLTUCA se encuentran soportadas por su margen EBITDA apropiado, su apalancamiento conservador y niveles adecuados de cobertura de intereses. Igualmente, las calificaciones toman en consideración su sensibilidad a la variabilidad del mercado petrolero mundial, la elevada concentración de sus ventas, así como, la volatilidad del ambiente operativo en Venezuela.

SOLTUCA constituye actualmente una de las empresas con mayor experiencia en la fabricación de tuberías con costura de amplio diámetro, utilizadas para la construcción de oleoductos y gasoductos, siendo que la empresa cuenta con las certificaciones de calidad API, ASTM e ISO 9000, lo cual le asegura el acceso a los actos de licitación llevados a cabo por PDVSA, así como cualquier otro cliente que exija altos estándares de calidad.

Las ventas de tuberías petroleras muestran una elevada dependencia de la variabilidad de los planes de inversión anuales de PDVSA, determinados por un lado por los ciclos del mercado petrolero internacional y por otro, por las cuotas de producción establecidas en la OPEP. Por otro lado, las ventas son afectadas por los requerimientos de mantenimiento y aumento de la capacidad de producción, los cuales están en función de los planes estratégicos de PDVSA. Debe destacarse, que para el AF06, finalizado el 30 de abril de 2006, el 92% de las ventas de la empresa fueron destinadas a PDVSA, determinando una elevada concentración de las mismas. Este riesgo de concentración estaría mitigado parcialmente por la elevada calidad crediticia de PDVSA, reflejada en su calificación nacional AAA(ven) de largo plazo otorgada por Fitch Ratings en enero de 2006.

En este sentido, desde el año 2004 la recuperación de la actividad petrolera, luego de la importante merma registrada en el año 2003, se reflejó en un incremento de la demanda de tubos por parte de PDVSA, en un contexto de incremento de los precios internacionales del petróleo. De esta forma, el volumen total de tuberías vendidas por SOLTUCA, registró una considerable tendencia creciente, determinando un aumento de 68% para el AF06 con relación al ejercicio previo, así como un crecimiento anualizado de 97% para los primeros 11 meses del ejercicio 2007, culminados en marzo de 2007.

Las economías de escala derivadas del aumento del volumen de venta ha permitido el aumento del margen EBITDA, alcanzando un valor elevado de 37% para marzo de 2007, determinando adicionalmente, conservadores indicadores de apalancamiento y una adecuada cobertura de gastos financieros.

Con el fin de cubrir los requerimientos de tuberías con costura por parte de PDVSA para los próximos dos años, SOLTUCA realizará un inversiones en planta por cerca de 23 millones de dólares en el AF08 con el fin de incrementar su capacidad de producción en 92% (120.000 TM anuales adicionales), las cuales serán financiadas a través de una emisión de deuda a largo plazo en el mercado de capitales por 50.000 millones de bolívares, siendo que con este endeudamiento adicional los indicadores de apalancamiento y cobertura se mantendrían en niveles adecuados, acordes con las calificaciones asignadas.

Junio 2007

"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

▪ **Perfil**

Soldaduras y Tuberías de Oriente, C.A. (SOLTUCA), constituida en el año 1.975, se dedica a la fabricación y comercialización de tuberías de acero con costura utilizadas principalmente por la industria petrolera para la construcción de gasoductos y oleoductos. Igualmente la empresa destina una parte minoritaria de su producción a tuberías utilizadas en la construcción de acueductos, así como para uso estructural.

Desde el inicio de sus operaciones SOLTUCA elabora tuberías de acero con costura helicoidal, prestando adicionalmente el servicio de revestimiento tanto interno como externo de tuberías.

La base accionaria de SOLTUCA está conformada por un grupo de empresarios venezolanos con experiencia en el sector metalmeccánico nacional, así como en otras áreas de la industria en Venezuela.

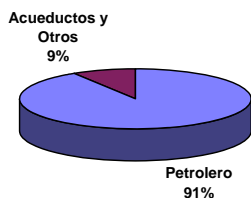
Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la empresa Lara Marambio & Asociados (Deloitte). Los referidos estados financieros fueron elaborados de acuerdo a los principios de contabilidad aceptados en Venezuela, los cuales reconocen los efectos de la inflación en el poder adquisitivo de la moneda.

▪ **Operaciones**

SOLTUCA fundamenta sus operaciones en la fabricación y comercialización de tubos de gran diámetro (entre 12 y 48 pulgadas), adquiridos principalmente por la industria petrolera y gasífera, además de empresas hidrológicas.

La capacidad teórica de producción de tuberías de la empresa actualmente se ubica en 130.000 TM anuales, siendo que actualmente se encuentra utilizada en un 80%.

Gráfico N° 1
Distribución de las Ventas
AF06

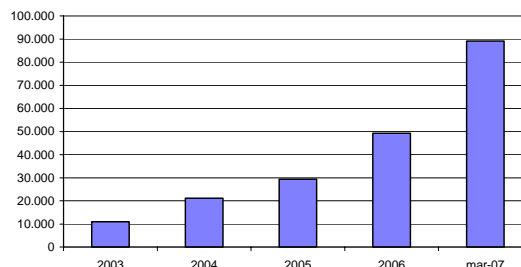


En función de las características de sus productos y el mayor dinamismo de la inversión petrolera en Venezuela, sus ventas están destinadas fundamentalmente al sector de petróleo y gas. Para el AF06, culminado en abril del año 2006, el 91% del volumen despachado estuvo dirigido hacia PDVSA Petróleo y PDVSA Gas, implicando una alta

concentración de las ventas de la empresa, aun cuando este riesgo estaría parcialmente mitigado por la elevada calidad crediticia de PDVSA, reflejada en su calificación nacional AAA(ven) de largo plazo otorgada por Fitch Ratings en enero de 2006.

Debe destacarse, que los procesos de producción de la empresa cuentan con las certificaciones de calidad API, ASTM e ISO 9000, lo cual le asegura el acceso a los actos de licitación llevados a cabo por PDVSA.

Gráfico N° 2
Evolución de las Ventas
(TM)



Es importante destacar que las ventas de tuberías petroleras en Venezuela dependen en gran medida de los planes de inversión anuales de PDVSA, determinados por los ciclos del mercado petrolero internacional y por las cuotas de producción establecidas en la OPEP. En este sentido, desde el año 2004 la recuperación que ha experimentado la actividad petrolera en el país, luego de la importante merma registrada en el año 2003, se ha reflejado en un incremento de la demanda de tubos por parte de PDVSA, con lo cual los volúmenes comercializados por SOLTUCA han mantenido una tendencia creciente desde ese año, siendo que para el AF06, la empresa registró un incremento de 68% en términos de volumen hasta alcanzar 49.233 TM.

Durante el año 2006 PDVSA anunció su plan de inversiones 2006-2012, el cual está orientado a incrementar la capacidad de producción y transporte de petróleo y gas, implicando una inversión total de unos 56.000 millones de dólares durante ese período (un 70% asumido por PDVSA), siendo que se espera una participación importante de contratistas y proveedores nacionales dentro de este plan de inversión. En este sentido, durante los primeros 11 meses del ejercicio 2007, la construcción de nuevos oleoductos y gasoductos mantuvo crecimiento de la demanda de tuberías de amplio diámetro, con lo cual el volumen de ventas aumentó en 97% anualizado con relación al AF06, para alcanzar 89.111 TM. En opinión de Fitch, la ejecución del plan de inversiones desarrollado por PDVSA, enmarcado en un contexto de altos precios del petróleo, continuarán favoreciendo el entorno operativo de SOLTUCA en el mediano plazo.

En este sentido, la empresa ha desarrollado un plan de expansión de sus operaciones, con el objetivo de incrementar en 92% la capacidad productiva de la planta (120.000 TM anuales adicionales) y de esta forma poder atender los mayores requerimientos de tuberías para oleoductos y gasoductos por parte de PDVSA, siendo que esta ampliación requerirá inversiones por cerca de 23 millones de dólares, las cuales se ejecutarán durante el año fiscal 2008.

Por otro lado, SOLTUCA adquiere el 60% de su materia prima a proveedores nacionales (Ternium SIDOR), mientras que dentro de sus proveedores extranjeros se encuentran Arcelor Internacional (Brasil), Nipón Steel (Japón) y British Steel (Inglaterra). Debe destacarse, que la mayor parte de las importaciones de acero (las relacionadas con los grandes proyectos de PDVSA) han sido canceladas por parte de esta empresa por cuenta de SOLTUCA a los proveedores externos, acordando posteriormente el pago a ésta del valor agregado en su proceso productivo, reduciendo significativamente el riesgo cambiario y operativo de la compañía en la procura de la materia prima importada.

El precio de venta para cada licitación se fija en función del costo de la materia prima cotizado más otros costos de producción. El precio de la materia prima se cotiza a PDVSA en dólares pagadero al tipo de cambio del día anterior a la fecha de pago. Para cada licitación, SOLTUCA cotiza el precio del acero con el proveedor, a fin de asegurar el precio del insumo y su disponibilidad de entrega.

▪ Estrategia y Posición Competitiva

Durante los últimos años SOLTUCA ha mantenido un importante posicionamiento en el mercado nacional de tuberías de gran diámetro, siendo que según estimaciones de la gerencia, la empresa registra una participación de aproximadamente 42%, disputando la posición de liderazgo con su principal competidor, Imosa Tuboacero, la cual mantiene una participación de mercado de 44%. Las posiciones de liderazgo de SOLTUCA es el reflejo de las inversiones efectuadas en la actualización tecnológica de las plantas y el fortalecimiento de los controles de calidad, lo cual le ha permitido participar en los procesos de licitaciones de compras de tuberías que realiza la industria petrolera nacional.

Como se comentara anteriormente, SOLTUCA tiene como estrategia incrementar de forma significativa la capacidad instalada de su planta, con el objetivo de atender los mayores requerimientos de la industria petrolera nacional. Adicionalmente, la estrategia financiera de SOLTUCA se fundamentará en la incursión en el mercado de capitales a través de la emisión de títulos valores a largo plazo, con el objetivo de aprovechar las condiciones de liquidez y de reducidas tasas de interés prevalecientes en Venezuela.

▪ Aspectos Regulatorios

El mercado de tuberías no cuenta con ningún tipo de regulación específica por parte de las autoridades. Por otro

lado, el gobierno venezolano ha ejecutado desde el año 2003 un plan de compras nacionales, donde se privilegia a las empresas locales en los procesos de licitación, incluidos los realizados por PDVSA, como una medida para fomentar el crecimiento de la industria nacional.

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, 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 situación podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas venezolanas: 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.

Aún cuando SOLTUCA adquiere la mayor parte de los insumos a proveedores nacionales y una importante porción de las importaciones de acero son canceladas por PDVSA por cuenta de la empresa, SOLTUCA realizó el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), para el caso de aquellas compras de acero relacionadas con otros clientes distintos a PDVSA. Adicionalmente, la empresa tiene una política de mantener 30 días de inventario de materia prima a fin de compensar cualquier retraso en la autorización y liquidación de divisas.

Por otro lado, debe destacarse que la República ha realizado emisiones de bonos y unidades de inversión denominadas en dólares estadounidenses y pagaderos en bolívares durante la vigencia del control de cambio, lo cual ha servido como mecanismo de obtención de divisas por parte de particulares y empresas en Venezuela, aún cuando dichas divisas son adquiridas a un valor superior al tipo de cambio oficial.

▪ Desempeño Financiero¹

Las operaciones de SOLTUCA, durante el AF06 finalizado el 30 de abril de 2006, estuvieron favorecidas por el aumento de la inversión petrolera, fundamentalmente las orientadas a la ampliación o construcción de oleoductos y gasoductos. De esta forma, el volumen de ventas de la empresa se incrementó en 68% con relación al AF05, alcanzando 49.233 TM, determinando ventas por 163.743

¹ Las cifras correspondientes tanto para los últimos estados financieros auditados como para los primeros 11MAF07, están expresadas en bolívares constantes del 31 de marzo de 2007.

millones de bolívares (62% superiores a las correspondientes al AF05).

El incremento de los precios promedio de sus productos, aunado a las mayores economías de escala alcanzadas en el proceso productivo, determinó la mejora del margen EBITDA durante el AF06 hasta 16%, aunque este nivel todavía compara desfavorablemente con otras empresas del sector en latinoamérica.

Durante los últimos años la empresa se ha caracterizado por mantener reducidos niveles de endeudamiento, aún cuando para el AF06, las mayores necesidades de capital de trabajo dado el aumento del volumen de ventas produjo el crecimiento de la deuda financiera a corto plazo. Debe destacarse, que las mayores necesidades de financiamiento estuvieron asociadas al hecho de que a la fecha aún no se había suscrito el acuerdo con PDVSA para la adquisición de materia prima importada (ver *Operaciones*). Sin embargo, para el AF06 la relación de deuda total ajustada a EBITDA se ubicó en 1,8 veces, valor considerado adecuado y acorde con la calificación asignada.

SOLTUCA registra una adecuada cobertura de gastos financieros. Para el año fiscal 2006, el aumento de la deuda financiera compensó el descenso de las tasas de interés y el crecimiento del EBITDA, ocasionando un descenso de la relación EBITDA a gastos financieros hasta 6,8 veces, nivel aún considerado conservador.

La concentración de la deuda financiera en el corto plazo, afectó el desempeño de los indicadores de liquidez. De esta forma, la relación de EBITDA a gastos financieros y deuda a corto plazo, se situó en un nivel relativamente bajo de 0,5 veces.

■ Eventos Financieros Recientes

Durante los primeros 11MAF07, culminado el 31 de marzo de 2007, las mayores inversiones de PDVSA en la ampliación y construcción de gasoductos y oleoductos, se reflejó en un crecimiento del volumen de ventas de SOLTUCA, el cual registró un crecimiento anualizado de 97% con relación al ejercicio anterior. Por su parte, las economías de escala a nivel productivo generadas por el mayor volumen de ventas incidieron en un importante aumento del margen EBITDA hasta 37%, nivel considerado conservador.

SOLTUCA registra un conservador nivel de apalancamiento. Gracias a la mayor generación de efectivo

en operaciones, la empresa requirió un menor nivel de deuda bancaria, que aunado al aumento del EBITDA, se reflejó en una conservadora relación de deuda total ajustada a EBITDA de 0,1 veces.

Por su parte, la relación de EBITDA a gastos financieros se redujo a 3,1 veces durante los primeros 11MAF07 por efecto del registro dentro de los gastos por intereses de las pérdidas por operaciones de permutas de títulos valores destinadas a la procura de divisas a ser usadas como garantía para la adquisición de materias primas importadas. Lo anterior implicó el considerable aumento de los gastos financieros con relación al AF06. Debe destacarse que a finales del año calendario 2006, SOLTUCA inició el convenio con PDVSA para la importación de acero, siendo que actualmente no se requieren garantías para adquirir grandes cantidades de materias primas en el exterior. Adicionalmente, si se excluyen los egresos relacionados con estas operaciones con títulos valores, la cobertura de gastos financieros se ubicaría en 13,8 veces.

A pesar de la concentración de la deuda financiera en el corto plazo, el aumento del EBITDA se reflejó en un incremento del indicador de liquidez, siendo que la relación de EBITDA a gastos financieros más deuda a corto plazo se situó en 2,2 veces, valor conservador comparado con el promedio de otros emisores en el mercado de capitales venezolano.

SOLTUCA prevé la emisión de deuda a largo plazo a fin de financiar la ampliación de planta orientada a cubrir los mayores requerimientos de tuberías por parte de PDVSA en los próximos 2 años. De esta forma, se estima la mejora de los indicadores de liquidez, así como adecuados indicadores de apalancamiento, tomando en cuenta la generación de caja en operaciones por parte de la empresa.

Resumen Financiero - Soldaduras y Tuberías de Oriente, C.A. (SOLTUCA)

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de marzo de 2007)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 2.150,00 2.150,00 1.920,00 1.600,00

Meses 11 12 12 12 12
Mar-07 Abr-06 Abr-05 Abr-04 Abr-03

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	3,07	6,78	12,18	22,29	1,73
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	2,85	5,52	4,82	46,53	N.D.
Deuda Total Ajustada/EBITDA*	0,13	1,83	0,00	0,00	0,00
Deuda Neta Ajustada/EBITDA*	0,00	0,80	-0,51	-1,19	-6,59
Deuda Total Ajustada/Capitalización	12,3%	49,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Estado de Resultados

Ventas	201.949	163.743	68.209	33.348	21.214
Cambio (%)	34,5%	62,4%	104,5%	57,2%	N.D.
EBITDA	75.238	26.207	4.717	3.743	323
Margen EBITDA	37,3%	16,0%	6,9%	11,2%	1,5%
Depreciación y Amortización	2.806	2.992	3.046	3.116	3.181
EBIT	72.432	23.215	1.671	627	-2.858
Gastos Financieros	24.469	3.863	387	168	187
Costo Financiero Implícito (%)	91,1%	10,0%	N.A.	N.A.	N.A.
Utilidad Neta	27.328	5.463	1.697	4.715	-6.898
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	38,92%	11,02%	4,12%	15,92%	N.D.
Retorno sobre Activo Promedio*	14,57%	3,99%	2,39%	10,19%	N.D.

Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	70.969	16.785	5.185	6.522	N.D.
Variación en Capital de Trabajo	48.504	-28.656	-6.818	-4.879	N.D.
Flujo de Caja Operativo Neto	119.473	-11.871	-1.633	1.643	N.D.
Inversión en Activos Fijos	-5.495	-4.886	-2.848	4.071	N.D.
Otras Inversiones, netas	-66.514	-527	2	-14	N.D.
Variación Neta de Deuda	-61.549	44.000	-804	-18.673	N.D.
Variación Neta de Patrimonio	0	0	3.278	13.487	N.D.
Otros financiamientos netos	-2.217	-2.265	-28	1.801	N.D.
Variación Neta de Caja	-16.301	24.452	-2.034	2.316	N.D.
Flujo de Caja Libre	93.779	-11.197	-5.337	2.767	N.D.

Balance

Caja y Valores Líquidos	10.562	26.864	2.412	4.446	2.130
Cuentas por Cobrar	31.985	31.376	18.485	5.992	592
Activos Totales	223.840	139.840	92.762	49.007	43.509
Deuda a Corto Plazo	10.772	47.852	0	0	0
Deuda a Largo Plazo	0	0	0	0	0
Otras Deudas	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	10.772	47.852	0	0	0
Total Patrimonio	76.482	49.154	43.691	38.716	20.514
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0
Total Capital	87.254	97.006	43.691	38.716	20.514

Liquidez

Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	100%	100%	N.A.	N.A.	N.A.
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	0,98x	0,56x	N.A.	N.A.	N.A.
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	2,19x	0,51x	12,18x	22,29x	1,73x

Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	-7,7	-3,9	-9,7	-0,1	-3,5
--	------	------	------	------	------

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de marzo de 2007)

Año	2008	2009
Vencimientos	0	0

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

Soldaduras y Tuberías de Oriente, C.A. (SOLTUCA)