

**Resumen del Dictamen de Calificación de Bonos Quirografarios  
 hasta por la cantidad de Bs. 3.000.000.000,00**

<b>Tipo de Emisión:</b>	Bonos Quirografarios
<b>Riesgo:</b>	<b>B1</b>
<b>Categoría B</b>	Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptible de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que este pertenece, o en la economía.
<b>Subcategoría B1</b>	Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que esta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado con periodicidad semestral 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>	INVERSIONES SABENPE, C.A.
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta 3.000 millones de Bolívares.
<b>Rendimiento de la Emisión:</b>	Los intereses serán variables, fijados trimestralmente y pagaderos por trimestres vencidos, contados a partir de la fecha de la emisión.
<b>Pagos de Capital:</b>	Tres (3) pagos iguales consecutivos y semestrales a partir del cuarto trimestre de la fecha de emisión de cada una de las series.
<b>Plazo de la Emisión:</b>	Los títulos tendrán un plazo de 24 meses.
<b>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de obligaciones serán afectados a las inversiones requeridas por los nuevos proyectos que se propone a ejecutar Inversiones Sabenpe, C.A., fundamentalmente para la adquisición de maquinarias y equipos, reposición de flota y otros rubros vinculados al capital de trabajo necesario para la expansión y consolidación de la empresa en el mercado de recolección, transporte, manejo y disposición final de desechos sólidos.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	Emisión aprobada en la reunión de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del día 10 de agosto de 1999.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Estados Financieros Consolidados del emisor.</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 del 31 de Diciembre de 1999.

## Fundamentos de la Calificación

Fitch Venezuela, S.A. ha asignado la calificación B1 a la emisión de bonos quirografarios por parte de Sabenpe C.A., hasta por la cantidad de 3.000 millones de bolívares. La calificación se encuentra soportada por los adecuados niveles de liquidez que presenta la empresa así como por los flujos de caja provenientes de la cobranza del servicio a través de la empresa eléctrica ENELVEN y, se encuentra limitada, por dependencia gubernamental para la aprobación de tarifas, los cambios legales que pudieran afectar las características de los contratos, el nivel de morosidad en el pago del servicio y los relativamente altos niveles de apalancamiento de la empresa.

## Operación

Inversiones Sabenpe, C.A. (SABENPE), es una empresa dedicada principalmente a la realización de actividades relacionadas con la recolección, transporte, recuperación, industrialización y eliminación de los desperdicios sólidos urbanos. La empresa posee una amplia experiencia en la industria del manejo de desechos sólidos, en la cual se ha venido desempeñando desde su constitución en 1980, convirtiéndose en la empresa líder del mercado.

La actividad de SABENPE se centra en la gestión y prestación del servicio público de aseo urbano, bajo el sistema de contratación directa y/o por concesión. La mayor parte de las operaciones de SABENPE se desarrollan principalmente bajo contratos de concesión con alcaldías o contrataciones directas para la prestación de servicios de manejo de desechos sólidos en el área de la recolección y transporte.

SABENPE presta servicios en diferentes localidades del país, actualmente sostiene contratos de concesión con los municipios: Sucre (Estado Miranda), El Hatillo (Estado Miranda), Vargas (Dtto. Federal), Municipio Caroní (Estado Bolívar), Maracaibo, (Estado Zulia) y Ciudad Bolívar en el Estado Bolívar. Adicionalmente, SABENPE presta sus servicios mediante contratación directa (no a través de concesiones) a Bauxilum (Estado Bolívar) y al Municipio de San Diego (Estado Carabobo).

Las áreas a las que atiende SABENPE están distribuidas geográficamente de tal manera que le brinda a la empresa una presencia en diversas localidades del país, lo cual supone una ventaja frente a sus competidores en cuanto a las posibilidades de participar en otros mercados no atendidos por la industria privada de la recolección.

Hasta Septiembre de 1999 la recolección de desechos sólidos realizada por SABENPE alcanzaba las 3.656 Toneladas diarias, esto equivale al 40% de la recolección realizada por la industria privada y a aproximadamente un 20% de la recolección a nivel nacional, sirviendo a aproximadamente 4 millones de personas en las principales ciudades del país. Durante los últimos cinco años, SABENPE ha mostrado una tendencia de crecimiento en las toneladas recolectadas, las cuales que ha crecido en promedio en un 1,9% interanual.

Adicionalmente, SABENPE presta servicios de disposición final de desechos, mediante el manejo y operación del relleno sanitario de la Alcaldía del Municipio Caroní. Uno de los

objetivos de la empresa para el corto y mediano plazo, es la ampliación de sus actividades a nivel Nacional en esta área, así como en la de tratamiento (incluyendo manejo y disposición) de desechos petroleros, patológicos, sustancias tóxicas, el tratamiento de aguas negras y la recuperación de desechos.

## Finanzas

Para el AF99, los ingresos de SABENPE alcanzaron 41.698 millones de bolívares, lo cual representa un incremento de 12,6% con respecto a los registrados durante el AF98. Por su parte, los costos directos de los servicios registraron un incremento de 16,6% lo cual resultó en una utilidad bruta de 13.791 millones de bolívares. A su vez, los gastos de generales incrementaron 16,1% por lo cual el margen operativo descendió 2,8 puntos porcentuales hasta 13,3%, siendo la utilidad operativa 5.539 millones de bolívares.

Al descontar el efecto que tienen los costos por depreciación sobre los resultados de la empresa, observamos como el margen del EBITDA (dando este indicador una mejor medida de la proporción de ingresos disponible en caja que el del resultado operativo) muestra una disminución menor que la del margen operativo, al pasar de 20,8% para el AF98 a 19,32% para el AF99.

Durante el AF99 los gastos financieros alcanzaron los 3.944 millones de bolívares y la utilidad neta fue de 810 millones de bolívares. Este resultado refleja una rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) de 6,71% y una rentabilidad sobre el activo (ROA) de 2,58%.

En cuanto a las relaciones de liquidez, al cierre del AF99 los activos circulantes se ubicaban en 20.189 millones de bolívares, los cuales estaban compuestos principalmente por facturas y valuaciones por cobrar con un alto nivel de morosidad (136 días para el AF99), característico de las empresas del sector, pero afectado por el deterioro de variables macroeconómicas como desempleo, recesión, etc. Por su parte, los pasivos circulantes se ubicaban en 10.156 millones de bolívares, principalmente constituido por pasivos comerciales. Para el cierre del ejercicio fiscal el índice de liquidez (activo circulante/pasivo circulante) se ubicaba en 1,99x.

Con relación a los indicadores de cobertura, la reducción de la utilidad operativa y el incremento del nivel de endeudamiento financiero ha tenido un ligero efecto negativo sobre la cobertura de deuda financiera total mientras que la cobertura de intereses se ha mantenido relativamente estable. Así, observamos como la relación EBITDA/gastos financieros fue de 2,04x mientras que la relación EBITDA sobre la deuda financiera total fue 0,99x, siendo ambos niveles satisfactorios.

Los pasivos totales de la empresa para el cierre del AF99 se ubicaron en 19.279 millones de bolívares, lo cual muestra un incremento de 4.141 millones con respecto al AF98. Este incremento en los pasivos frente al mayor aumento del lado del activo permitió que la relación pasivo/activo incrementara hasta 0,61x mientras que la relación pasivo a patrimonio también aumentó hasta 1,6x.

## Operación en el Estado Vargas

Hasta finales del AF99, la recolección de basura del Estado Vargas representaba aproximadamente un 13% del total de toneladas recolectadas por la empresa. La tragedia de Vargas ha ocasionado algunos cambios en la operación de SABENPE por la caída en la actividad dentro del estado y por la destrucción de parte importante de la infraestructura de ese territorio, lo que se ha reflejado, de acuerdo con estimaciones de la empresa, en una disminución de la actividad de recolección de basura de aproximadamente 45%, al pasar de 480 TM/día a 280 TM/día.

Como consecuencia de lo anterior, la empresa ha reorganizado su plan operativo con el objeto de hacer económicamente viable la prestación del servicio en el Estado Vargas. Para ello, se ha reducido el personal de barrido y estima aplicar el ajuste de tarifas aprobado por el gobierno para mitigar parcialmente el descenso en los volúmenes de basura recolectados, todo lo cual mitigaría razonablemente el descenso en el volumen de operación.

## Factor de Protección

Un factor de protección con el que cuenta la emisión es la existencia de un mecanismo de reserva para el pago del principal y de los intereses de las obligaciones quirografarias. Este mecanismo consiste en la creación de un fideicomiso en

el BANCO CARACAS C.A., BANCO UNIVERSAL, en el que ENELVEN, empresa encargada de las gestiones de facturación y cobranza por concepto de servicios de Aseo Urbano en el Municipio de Maracaibo, transfiere al fiduciario el flujo de caja generado por la cobranza del servicio a fin de cubrir los pagos de los cupones de interés y de rescate de la emisión. Estos montos serán depositados semanalmente a partir del inicio de cada trimestre con el objeto de tener en forma anticipada los pagos correspondientes a los cupones de interés y de rescate de la emisión. El contrato de fideicomiso establece que los fondos fiduciarios se mantendrán invertidos en títulos con un nivel de riesgo menor al riesgo asignado a esta emisión y con un vencimiento menor al próximo pago de los cupones de interés, con el objeto de mitigar el efecto que pudiera tener fluctuaciones de tasas de interés sobre el valor de los fondos fiduciarios. Si bien el mecanismo descrito anteriormente no está aislado completamente del riesgo crediticio del emisor, se considera que dicho mecanismo constituye un elemento de protección adicional para el inversionista.

La facturación promedio realizada en el Municipio de Maracaibo a través de Enelven es de 957 millones de bolívares mensuales, distribuidos a través de aproximadamente 1 millón de usuarios, lo cual representa una cobertura de aproximadamente cuatro veces el monto del principal de la emisión en estudio.

## INVERSIONES SABENPE, C.A.

*(Expresado en MM de Bs. de Marzo de 2000)*

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS	12MAF97	12MAF98	12MAF99	3MAF2000
Ingresos	31.404	38.139	42.949	10.065
Costos de los servicios	22.911	24.663	28.745	6.846
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>8.494</b>	<b>13.476</b>	<b>14.204</b>	<b>3.220</b>
Gastos Generales	6.317	7.320	8.499	1.964
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>2.177</b>	<b>6.156</b>	<b>5.705</b>	<b>1.255</b>
Gastos de Financiamiento	1.767	3.950	4.062	1.012
Pérdida Cambiaria	-11	-6	-132	-29
Pérdida Monetaria y Ajuste por Traducción	251	196	241	68
<b>Utilidad Después del C.I.F.</b>	<b>171</b>	<b>2.016</b>	<b>1.534</b>	<b>203</b>
Otros Ingresos (egresos)	837	656	-388	190
ISLR	174	290	311	0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>834</b>	<b>2.382</b>	<b>834</b>	<b>394</b>
<b>BALANCE GENERAL</b>				
<b>Activo</b>				
Efectivo y sus equivalentes	1.199	1.391	1.972	1.846
Facturación por Cobrar	3.986	10.878	14.783	16.042
Valuaciones por Cobrar	4.010	1.119	1.167	879
Otros Activos Circulantes	3.058	2.603	2.873	3.245
<b>Total Activo Circulante</b>	<b>12.252</b>	<b>15.991</b>	<b>20.794</b>	<b>22.013</b>
Planta y Equipos Netos	9.424	11.049	9.949	9.234
Cargos diferidos	294	264	374	375
Otros Activos	1.210	825	1.500	1.773
<b>Activo Total</b>	<b>23.180</b>	<b>28.129</b>	<b>32.617</b>	<b>33.395</b>
<b>Pasivo</b>				
Préstamos Bancarios	351	1.228	3.732	3.204
Bonos Quirografarios e intereses	784	1.119	312	0
Cuentas por Pagar	2.456	3.293	3.818	3.787
Otros Pasivos Circulantes	1.260	2.540	2.599	3.274
<b>Total Pasivo Circulante</b>	<b>4.850</b>	<b>8.180</b>	<b>10.461</b>	<b>10.265</b>
Deuda a Largo Plazo	2.352	4.652	4.358	4.776
Bonos Quirografarios	1.840	365	0	0
Otros Pasivos	2.126	2.396	5.038	5.178
<b>Pasivo Total</b>	<b>11.169</b>	<b>15.593</b>	<b>19.857</b>	<b>20.219</b>
<b>Intereses Minoritarios</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
<b>Patrimonio</b>				
Capital Social	20.468	20.468	20.468	20.468
<b>Patrimonio Total</b>	<b>11.976</b>	<b>12.502</b>	<b>12.725</b>	<b>13.141</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO</b>				
EBITDA	5.844	7.933	8.196	1.988
Provisto por las Actividades Operacionales	7.975	1.969	516	244
Absorbido por las Actividades de Inversión	1.560	4.816	1.809	149
Provisto por las Actividades de Financiamiento	-8.950	3.518	2.209	-199
Efectos de ajuste por inflación	2.328	-479	-336	-21
Aumento neto del Efectivo y sus equivalentes	-207	193	580	-125
<b>PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS</b>				
<b>Liquidez y Capital de Trabajo</b>				
Activo Circulante/Pasivo Circulante	2,53	1,95	1,99	2,14
Días de Facturas y Valuaciones por Cobrar	93	115	136	153
Días de Cuentas por Pagar	39	48	48	50
<b>Cobertura</b>				
EBITDA/Gastos Financieros	3,31	2,01	2,02	1,96
EBITDA*/Deuda Financiera	1,10	1,08	0,98	1,00
EBITDA*/Deuda a Corto Plazo	5,15	3,38	2,03	2,48
<b>Rentabilidad</b>				
Margen Bruto	27,05%	35,33%	33,07%	31,99%
Margen Operativo	6,93%	16,14%	13,28%	12,47%
Margen del EBITDA	18,61%	20,80%	19,08%	19,75%
Margen Neto	2,65%	6,24%	1,94%	3,91%
ROA *	3,60%	8,47%	2,56%	4,72%
ROE *	6,96%	19,05%	6,56%	11,98%
<b>Apalancamiento</b>				
Pasivo/Activo	0,48	0,55	0,61	0,61
Pasivo/Patrimonio	0,93	1,25	1,56	1,54
<b>POSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA</b>				
Posición en Moneda Extranjera Neta <sup>1</sup>	166	991	1.157	n.d.

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

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