

Sector Químico
Venezuela
Análisis de Crédito

Industrias Venoco, C.A. (IVCA)

Calificaciones

| | |
|-------------------------|----------|
| Nacional de Largo Plazo | A-(ven) |
| Nacional de Corto Plazo | F-2(ven) |
| Emisión 00-2007-I | A3 |

Información Financiera

Industrias Venoco, C.A.

| | | |
|---------|----------------|----------|
| (M VEF) | 31/01/08 9M | 30/04/07 |
|---------|----------------|----------|

| | | |
|--------------|---------|---------|
| Activo Total | 551.002 | 487.675 |
| Patrimonio | 291.829 | 246.133 |
| Ingresos | 496.742 | 571.707 |
| EBITDA | 52.384 | 18.206 |
| Deuda Total | 119.654 | 111.928 |

Moneda constante de enero de 2008.

Analistas

Hilario Ramírez
+58 212 286 3844
hilario.ramirez@fitchratings.com

Jorge Yanes
+58 212 286 3232
jorge.yanes@fitchratings.com

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a Industrias Venoco, C.A. (IVCA) reflejan el liderazgo de la empresa en el mercado de su principal producto y la elevada proporción de ventas de exportación.
- Las operaciones de la empresa se han visto favorecidas por la incorporación de nuevos productos en la División Química y la mayor participación de mercado de los productos comercializados por la División Lubricantes, las cuales representaron el 46% y 54%, respectivamente, de las ventas de la compañía en el AF07.
- Para el corte de 9MAF08, finalizado el 31 de enero de 2008, los aumentos de precios realizados en la División Lubricantes, el control de toda la cadena de comercialización de volúmenes previamente envasados a terceros y la ausencia de gastos operativos no recurrentes, se reflejaron en un importante aumento del margen EBITDA, determinando adecuados indicadores de apalancamiento y cobertura, luego de que para los AF06 y AF07, los márgenes se vieron afectados, principalmente, por egresos extraordinarios asociados al registro como gastos de una parte de la inversión en planta.
- Se estima que los volúmenes de ventas de la empresa mantengan una tendencia creciente, considerando la estabilidad de la demanda de los productos de la división química destinados a la industria de detergentes, los nuevos rubros de dicha división (Benzol), así como por el mayor dinamismo de las ventas de la división lubricantes. Igualmente, se esperaría un margen EBITDA similar al registrado durante los primeros 9MAF08. Lo anterior sería acompañado con un proceso de refinanciamiento de cerca del 50% de la deuda a corto plazo, que se reflejaría en mejores indicadores de cobertura del servicio de deuda.
- Por otro lado, aun cuando la empresa continúe su plan de inversiones a mediano plazo, focalizado en una nueva planta de solventes para la industria de pinturas y plástico principalmente, financiado a través de deuda a largo plazo, éste sería compensado por los ingresos generados por esta nueva planta, lo que permitiría mantener indicadores de apalancamiento y cobertura similares en promedio a los registrados en enero de 2008.

Que podría reducir la Calificación de Riesgo?

Las calificaciones asignadas pudieran verse afectadas en forma adversa por problemas operativos que afecten el desenvolvimiento general del negocio. Tales situaciones incluyen cambios en la relaciones con proveedores, clientes, etc, dado el riesgo de concentracion que presente la empresa frente a sus principales contrapartes de materias primas además de su vulnerabilidad a la dinámica de precios de las mismas.

Perfil

IVCA constituida en 1958 es un holding de empresas -principalmente manufactureras- ubicadas en Venezuela, productoras de insumos para la fabricación de detergentes, así como, dedicadas a la manufactura y comercialización de grasas y aceites lubricantes.

Perfil

IVCA es una empresa holding que nació en el año 1958 con la intención de mantener participación accionaria en empresas que operan en diversos sectores de la economía, iniciándose con la empresa C.A. Nacional de Grasas Lubricantes (CANGL) y la explotación de la marca comercial VENOCO. A lo largo de los años el holding fue diversificando sus operaciones no solo a través de la incursión en nuevos mercados, como la producción de insumos para la fabricación de detergentes o de aditivos químicos para la elaboración de lubricantes, así como liga para frenos, sino también a través de la participación en otros negocios no financieros y financieros. Actualmente, la empresa no registra participación en el negocio financiero o de seguros.

En el mes de noviembre de 2004, la compañía Inversora Petroklim C.A. perteneciente a un grupo empresarial con inversiones en diversos sectores de la economía, adquirió la mayoría accionaria de la empresa por cerca de 13 millones de dólares.

Durante el AF07, culminado en abril de 2007, IVCA constituyó la empresa Petrokemiklim A.B., domiciliada en Suecia, quien a su vez constituyó la filial 100% poseída, Venoklin Holding B.V., y transfiriendo a esta última su participación en el capital social de: Química Venoco C.A. (QV); Lubricantes Venoco Internacional C.A. (LVICA); Aditivos Orinoco C.A. (ADINOVEN), Servicios Técnico Administrativos Venoco, C.A. (STAVCA), CANGL y el 50% de Llanopetrol. De esta forma, las filiales de IVCA están constituidas por las empresas Petrokemiklim A.B. y Lytham Group Inc (comercializadora de los productos de la empresa en el exterior).

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros consolidados de Industrias Venoco, C.A. y sus filiales en valores históricos y en valores ajustados por inflación, auditados por la firma Alcaraz Cabrera Vazquez, firma miembro de KPMG para los ejercicios finalizados el 30 de abril 2003 y 2004; y auditados por la firma Espiñeira Sheldon y Asociados, firma miembro de PriceWaterhouseCoopers para los ejercicios finalizados el 30 de abril de 2005, 2006 y 2007 todo esto junto a los estados financieros interinos para el período de nueve meses culminado en enero de 2008. Los estados financieros empleados siguen las normas establecidas por la Comisión Nacional de Valores e incluyen el efecto de la inflación.

Adicionalmente, durante el año 2007, el Gobierno Nacional decidió realizar un proceso de reconversión monetaria, cuyas bases fueron establecidas en la Ley de Reconversión Monetaria, publicada en la Gaceta Oficial Nro. 38.617 del 1ero de Febrero del año 2007. Allí se establece que a partir del 1ero de Enero del año 2008, la unidad monetaria debe ser reexpresada en el equivalente a 1.000 bolívares de los existentes hasta el año 2007. En tal sentido, para la elaboración del presente reporte, Fitch hará referencia a los valores expresados en moneda nacional como "Bolívares Fuerte" y, en los caso que aplique, colocará entre paréntesis la cifra que haya sido expresada en bolívares vigentes hasta el año 2007.

Operaciones

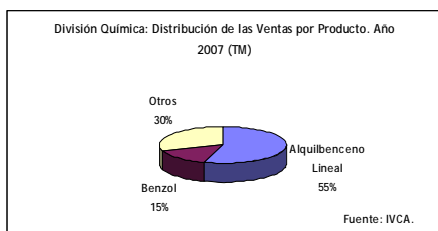
Los ingresos de IVCA se derivan de sus dos divisiones, División Química y División Lubricantes, bajo las cuales se encuentran cada una de las filiales operativas de la empresa cuyas actividades se apoyan en los servicios corporativos coordinados por STAVCA, órgano administrativo y operativo del grupo.

- **DIVISIÓN QUÍMICA**

Esta división está conformada por Química Venoco (QV) y Promotora Venoco (PV). QV nace en el año 1966 a través de una asociación de IVCA con Shell Química de Venezuela, Phillips Investment Company y PEQUIVEN. Posteriormente, IVCA fue adquiriendo la

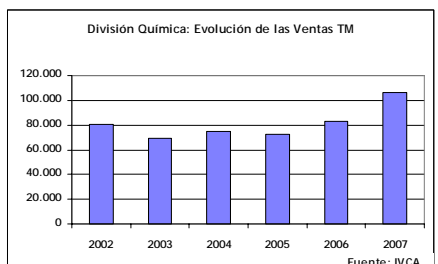


participación de sus socios extranjeros, siendo que actualmente es poseída mayoritariamente por ésta y sólo una pequeña porción por parte de PEQUIVEN. La empresa se dedica a la producción de materia prima para la elaboración de jabones y detergentes sintéticos como Alquibenceno Lineal (LAB) y Dodecilbenceno (DDB), con una capacidad de producción combinada de 100.000 TM anuales, supliendo el 100% de la demanda de LAB dentro de Venezuela y, a su vez, cubre una porción mayoritaria de la demanda de LAB y DDB en Colombia, Perú y Centroamérica, mientras que en menor proporción el mercado norteamericano de DDB. Cabe destacar que cerca del 68% de sus ventas se destinan al mercado de exportación.



Los productos elaborados por QV se caracterizan por una relativa estabilidad de su demanda, dado que constituyen insumos requeridos en la elaboración de detergentes, cuya demanda ha mostrado tener un comportamiento relativamente inelástico con relación al ingreso del consumidor, por lo que cambios en el ingreso promedio del consumidor se refleja en un efecto sustitución de productos de mayor precio a otros de menor precio y viceversa, sin modificar significativamente los volúmenes de ventas.

Es importante destacar que QV realizó una inversión cercana a 9.000 millones de bolívares durante los años 2005 y 2006, para la reactivación de una planta ubicada en el occidente del país destinada al procesamiento de pygas para producir algunos insumos químicos como Benzol (concentrado de benceno), principalmente, dirigido tanto al consumo propio como al mercado externo e interno. El financiamiento de esta inversión se realizó en su mayoría a través de deuda financiera. Esta planta entró en funcionamiento a finales del AF06.



Durante el AF07, como resultado del crecimiento de las ventas de LAB y de los productos fabricados en la nueva planta de pygas, el volumen vendido por la División Química se incrementó en 28% para alcanzar 106.417 TM. Asimismo, este desempeño ha sido consecuencia, a diferencia de los dos ejercicios anteriores, de una mayor regularidad en el despacho de materias primas. Para los 9MAF08 culminados en enero del año 2008, impulsadas por el mayor volumen de Benzol, las ventas de la división totalizaron 84.745 TM, representando un aumento de 6% en términos anualizados con relación al AF07.

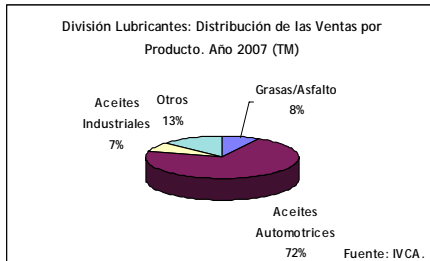
La materia prima utilizada por IVCA está conformada principalmente por las olefinas, provistas por empresas del exterior como Shell, Ineos y Sasol, con las cuales se han mantenido amplias relaciones comerciales. El resto de las materias primas (benceno y tetramero de propileno) es provisto por PEQUIVEN y PDVSA, siendo que IVCA ha establecido contratos anuales de suministros con estas empresas, renovables automáticamente por acuerdo entre las partes.

Por otro lado, PV es una compañía inversora que mantiene una participación en la empresa mixta Polipropileno de Venezuela, C.A. (Propilven). Durante el año 2008, esta compañía ha decretado dividendos por 25 millones de bolívares fuerte.

- **DIVISIÓN LUBRICANTES**

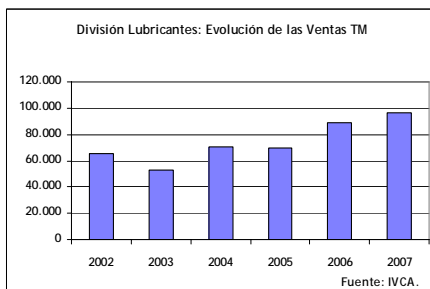
Esta división abarca la manufactura de grasas y aceites lubricantes, productos especiales, fluidos para frenos y su comercialización, tanto para el sector industrial como automotor. La división lubricantes está conformada por las empresas C.A. Nacional de Grasas Lubricantes (CANGL), C.A., Aditivos Orinoco de Venezuela, C.A. (ADINOVEN) y Lubricantes Venoco Internacional, C.A. (LVICA).

CANGL, es una empresa que produce grasas y aceites lubricantes para uso industrial y automotor. Su capacidad instalada es de unas 10.000 TM/año para la producción de grasas lubricantes y de 90.000 TM/año para la producción de aceites lubricantes. CANGL,



luego de la desincorporación de la empresa norteamericana Exxon-Mobil como accionista de la empresa, es poseída en 100% por IVCA.

LVICA es la empresa comercializadora de grasas y aceites lubricantes bajo la marca Venoco en el mercado nacional e internacional. ADINOVEN, quien se fusionó con Especialidades Automotrices Carrimari, C.A. (EACA) en el primer cuatrimestre del año fiscal 2006, es una empresa que manufactura fluido para frenos, refrigerante para radiadores, limpiaparabrisas, desengrasantes industriales y aditivos para motores. La capacidad de producción de fluido para frenos y productos especiales es de 7.000 TM/año.



Los productos elaborados por la división lubricantes están relacionados en gran medida con el ciclo de la actividad económica interna, ya que la demanda de grasas y aceites lubricantes a nivel industrial está correlacionada con los niveles de demanda agregada de la economía. En el caso de los productos destinados al sector automotor, sus ventas dependen del parque automotriz nacional y del gasto de los particulares destinado a la reposición y mantenimiento de vehículos, variables que también fluctúan en función de la actividad económica. De esta forma, gracias al crecimiento real de la economía y la estrategia de fortalecimiento de los canales comerciales, el volumen de ventas de la división lubricantes se incrementó en 8% durante el AF07 con relación al ejercicio anterior, para alcanzar 96.615 TM. Para los primeros 9MAF08, gracias al aumento en el nivel de actividad económica interna y los esfuerzos del área de comercialización que contribuyeron a un crecimiento de la participación de mercado de la empresa, las ventas de la división se incrementaron en 19% anualizado con relación al año anterior, alcanzando 86.248 TM.

PDVSA e Infineum (ex accionista de ADINOVEN) constituyen los principales proveedores de las materias primas utilizadas para la elaboración de los productos de la división (aceites básicos y aditivos), con los cuales se mantienen contratos de suministros, aunado a las estrechas relaciones comerciales que se tiene con estas empresas a lo largo de los últimos 35 años.

A diferencia de la división química, las ventas de lubricantes se encuentran atomizadas dado que la división lubricantes IVCA cuenta con 30 distribuidores y más de 500 clientes directos, donde los primeros concentran el 50% de las ventas, destacando que el primero de ellos no supera el 4% de las mismas. En el segmento industrial destacan empresas del sector siderúrgico y minero, las cuales no superan el 2% de los ingresos de la división. Asimismo, la empresa realiza la mezcla y envasado de lubricantes para la red de estaciones de gasolina de los concesionarios Llanopetrol, (empresa poseída por LVICA en un 50% desde octubre del año 2006) y BP en Venezuela, ésta última, que constituye el principal cliente de la división, es despachada a través de su filial CANGL.

Estrategia y Posición Competitiva

A lo largo de los años IVCA ha mantenido una posición de liderazgo en el mercado de LAB y DDB no sólo en Venezuela, sino en el mercado de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) y Centroamérica. Para el caso del mercado de la CAN, la eventual salida de Venezuela de este acuerdo comercial y por ende la pérdida de las preferencias arancelarias, no afectarían significativamente las ventas de la empresa a este mercado, ya que QV proporciona ventajas de logística y fletes que compensarían los mayores aranceles. En el caso del mercado de grasas y aceites lubricantes, IVCA, a través de CANGL y LVICA, constituye uno de los principales participantes del mercado local y la gerencia de la empresa estima que este segmento tendría un peso importante dentro de su estrategia de crecimiento.

QV mantiene 100% de participación en el mercado local, así como, una participación

cercana a 90% en el mercado de Colombia y de 50% en Perú. Dentro de los clientes de QV destacan Colgate Palmolive y Procter & Gamble, los cuales representaron cerca del 50% de las ventas en el AF07. Aún cuando se observa una considerable concentración de las ventas de la empresa, se trata de relaciones de larga data con empresas con alta calidad crediticia.

La división lubricantes mantiene una participación de mercado de 15% para las marcas propias de IVCA, en un mercado dominado principalmente por Deltaven (PDVSA).

En el caso de la división lubricantes, la empresa centrará su estrategia de crecimiento en el sector automotriz, a través del aumento del número de distribuidores, la creación de centros de lubricación a través del mecanismo de franquicias, así como mediante mayor control del canal de venta conformado por las estaciones de servicios, luego de la adquisición, a través de su filial Llanopetrol, del negocio de distribución de combustibles manejado anteriormente por la empresa Exxon-Mobil. Igualmente, la estrategia se orienta a incrementar las ventas de productos de mayor margen y potencial de crecimiento, como es el caso de las especialidades (liga para frenos, refrigerantes, etc) tanto a través de los clientes directos como de la red de distribución a nivel nacional.

Los planes de inversión de IVCA están orientadas a incrementar el valor agregado de sus productos, siendo que durante los primeros 9MAF08 ha invertido cerca de 7 millones de dólares en la construcción de una planta para la producción de ácido sulfónico (producto derivado del LAB) destinada a la sustitución de importaciones que vienen realizando empresas fabricantes de detergentes. Se estima que esta planta inicie operaciones en septiembre del año 2008, para lo que se requiere inversiones adicionales por unos 3 millones de dólares.

Desde el punto de vista financiero, la estrategia de IVCA se fundamenta en la utilización del endeudamiento bancario a corto plazo para financiar sus necesidades de capital de trabajo, específicamente a través del descuento de giros de los clientes de exportación, a través de una institución financiera estatal de fomento a las exportaciones, entidad bancaria que adicionalmente contribuirá al financiamiento de las importaciones de materia prima. Asimismo, la empresa cuenta con una línea de crédito para contratos de factoring con una institución financiera nacional.

Aspectos Regulatorios

Dadas las características de las materias primas utilizadas las actividades de IVCA son fiscalizadas por el Ministerio de Energía y Petróleo (MEP) en primera instancia al establecer las condiciones para el almacenamiento y transporte de materias primas usadas para la fabricación de derivados de hidrocarburos, las cuales son cumplidas por la empresa debido a la constante supervisión que realiza el referido ente regulador. En segunda instancia, el MEP lleva a cabo la auditoría del proceso productivo a fin de verificar el cumplimiento de las normas mínimas de calidad a fin de permitir la distribución de los productos a nivel nacional, para el caso de los aceites y grasas lubricantes.

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; d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero; y e) La necesidad del registro de las empresas exportadoras a fin de realizar las solicitudes de divisas.

En el caso de IVCA una porción importante de sus insumos 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, contrarrestada inicialmente por su condición de empresa exportadora. La empresa ha efectuado el registro de su deuda comercial ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI). A la fecha, la exposición al control de cambio es mitigado por las exportaciones de la empresa (cercasas a 60 millones de dólares anuales) y a la negociación de esquemas de financiamiento a la importación de materias primas con instituciones financieras públicas de fomento a la exportación.

Desempeño Financiero¹

Durante el AF07, finalizado el 30 de abril de 2007, las operaciones de IVCA estuvieron favorecidas por el mayor dinamismo registrado por la economía venezolana durante el año, reflejándose en el incremento de los volúmenes de ventas de ambas divisiones, ocasionando el incremento de los ingresos de la empresa en 17% con relación al ejercicio anterior. No obstante, el efecto del registro como gasto de la mayor parte de las erogaciones realizadas para la reactivación de la planta de producción Benzol en El Tablazo, así como otros gastos no recurrentes relacionados con la variación del valor de inventarios y amortización de gastos de publicidad, redujo la utilidad en operaciones antes de depreciación y amortización (EBITDA) en un 30% con relación a la registrada en el ejercicio anterior.

El decrecimiento del EBITDA y el aumento de la deuda financiera asociado a los planes de inversión de la empresa se reflejaron en un deterioro de los indicadores de apalancamiento y cobertura. A abril 2007, la relación de deuda total ajustada a EBITDA se ubicó en 6,15 veces niveles considerados elevados, mientras que la relación de EBITDA a gastos financieros netos se situó en 1,76 veces. Sin embargo, debe señalarse que una vez desincorporados los gastos no recurrentes resultaría en una mejora de los indicadores financieros en el corto plazo, manteniéndose cónsonos con la calificación asignada.

Eventos Financieros Recientes¹

Para el corte de 9MAF08, finalizado el 31 de enero de 2008, las operaciones de IVCA se vieron favorecidas por las mayores ventas de Benzol y por la mayor participación de mercado en el segmento de lubricantes, determinando un aumento anualizado de los ingresos de la empresa en 16% con relación al ejercicio anterior. Igualmente, los aumentos de precios realizados en la división lubricantes, el control de toda la cadena de comercialización de los volúmenes previamente envasados a Exxon-Mobil y la ausencia de gastos operativos no recurrentes, se reflejó en un importante aumento del margen EBITDA, el cual se ubicó en 10,6%, valor considerado adecuado y superior al promedio de los últimos 5 años.

El aumento del EBITDA compensó el leve aumento de la deuda financiera producto de las inversiones de capital realizadas, por lo que la relación de deuda total ajustada a EBITDA, se redujo a 1,71 veces, valor considerado adecuado y cónsono con la calificación asignada,

¹ Cifras expresadas en bolívares constantes de enero 2008.

dado el perfil de vencimiento de la deuda, lo que a su vez ha determinado una relación de EBITDA a servicio de deuda cercano a la unidad. Asimismo, la relación de EBITDA a gastos financieros se incrementó hasta un valor adecuado de 3,6 veces.

Se estima que los volúmenes de ventas de la empresa mantengan una tendencia creciente, considerando la estabilidad de la demanda de los productos de la división química destinados a la industria de detergentes, los nuevos rubros de dicha división (Benzol), así como por el mayor dinamismo de las ventas de la división lubricantes. Igualmente, se esperaría un margen EBITDA similar al registrado durante los primeros 9MAF08.

Resumen Financiero - Industrias Venoco, C.A.

(Cifras consolidadas, expresadas en miles de bolívares fuerte constantes del 31 de enero de 2008, años fiscales culminados el 30 de abril)

| Resumen Financiero | UM | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | Ene-08 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 |
| Rentabilidad | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 52.384,1 | 18.206,3 | 26.148,3 | 29.224,6 | 27.925,8 | 32.976,9 |
| EBITDAR Operativo | 52.384,1 | 18.206,3 | 26.148,3 | 29.224,6 | 27.925,8 | 32.976,9 |
| Margen de EBITDA (%) | 10,6 | 3,2 | 5,3 | 7,7 | 8,4 | 10,5 |
| Margen de EBITDAR (%) | 10,6 | 3,2 | 5,3 | 7,7 | 8,4 | 10,5 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 13,4 | 14,8 | 16,3 | 28,3 | 21,4 | 33,6 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre (%) | (5,6) | (2,0) | (3,6) | 8,9 | (5,0) | 17,4 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) | 51,0 | 17,2 | 13,6 | 24,0 | 16,5 | 13,0 |
| Coberturas | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros | 2,86 | 3,89 | 2,49 | 3,25 | 3,00 | 5,07 |
| EBITDA Operativo/ Intereses Financieros | 3,63 | 1,76 | 2,42 | 2,45 | 3,07 | 3,85 |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres) | 3,63 | 1,76 | 2,42 | 2,45 | 3,07 | 3,85 |
| EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda | 0,95 | 0,18 | 0,26 | 0,41 | 0,65 | 0,72 |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda | 0,95 | 0,18 | 0,26 | 0,43 | 0,64 | 0,73 |
| FGO / Cargos Fijos | 2,86 | 3,89 | 2,49 | 3,25 | 3,00 | 5,07 |
| FFL / Servicio de Deuda | (0,12) | 0,02 | (0,02) | 0,55 | (0,08) | 1,10 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 0,95 | 0,43 | 0,40 | 1,02 | 0,09 | 1,65 |
| FGO / Inversiones de Capital | 0,20 | 0,80 | (1,82) | (1,81) | 9,34 | 42,65 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 2,18 | 2,78 | 3,37 | 1,49 | 1,69 | 1,19 |
| Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo | 1,71 | 6,15 | 3,47 | 1,97 | 1,65 | 1,57 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo | 0,88 | 3,81 | 1,84 | 0,86 | 1,39 | 0,81 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 1,71 | 6,15 | 3,47 | 1,97 | 1,65 | 1,57 |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo | 0,88 | 3,81 | 1,84 | 0,86 | 1,39 | 0,81 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 16,08 | 8,39 | 11,99 | 15,83 | 11,49 | 17,65 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total | - | - | - | - | - | - |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total | 0,50 | 0,84 | 1,00 | 0,98 | 0,75 | 0,71 |
| Balance | | | | | | |
| Total Activos | 551.001,8 | 487.675,0 | 321.255,2 | 257.372,6 | 233.679,1 | 244.085,6 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 58.595,2 | 42.609,4 | 42.580,7 | 32.507,5 | 7.123,8 | 24.920,9 |
| Deuda Corto Plazo | 59.654,3 | 93.680,6 | 90.726,4 | 56.340,7 | 34.317,6 | 36.641,1 |
| Deuda Largo Plazo | 60.000,0 | 18.247,1 | - | 1.334,2 | 11.663,0 | 15.153,7 |
| Deuda Total | 119.654,3 | 111.927,7 | 90.726,4 | 57.674,9 | 45.980,6 | 51.794,8 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | - | - | - | - | - | - |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 119.654,3 | 111.927,7 | 90.726,4 | 57.674,9 | 45.980,6 | 51.794,8 |
| Deuda Fuera de Balance | - | - | - | - | - | - |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 119.654,3 | 111.927,7 | 90.726,4 | 57.674,9 | 45.980,6 | 51.794,8 |
| Total Patrimonio | 291.828,6 | 246.133,3 | 126.082,8 | 130.352,6 | 121.646,9 | 122.875,9 |
| Total Capital Ajustado | 411.482,9 | 358.061,0 | 216.809,2 | 188.027,5 | 167.627,5 | 174.670,7 |
| Flujo de Caja | | | | | | |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | 26.788,3 | 29.921,2 | 16.083,6 | 26.764,0 | 18.162,0 | 34.874,1 |
| Variación del Capital de Trabajo | (21.466,9) | 4.445,3 | (24.521,9) | (10.391,7) | (32.147,4) | 7.234,1 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 5.321,4 | 34.366,5 | (8.438,3) | 16.372,3 | (13.985,4) | 42.108,2 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (26.110,5) | (42.914,8) | (4.633,2) | 9.041,3 | 1.496,6 | (987,4) |
| Dividendos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | (20.789,1) | (8.548,3) | (13.071,5) | 25.413,6 | (12.488,7) | 41.120,8 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 0 | 155,8 | 109,0 | (2.018,6) | 0 | 566,5 |
| Otras Inversiones, Neto | (859,4) | (15.222,9) | (5.838,8) | (9.670,9) | 79,5 | (393,7) |
| Variación Neta de Deuda | 25.944,0 | 21.201,4 | 29.038,0 | 11.437,6 | (7.179,7) | (24.812,3) |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | (2.905,8) | 0 | 0 | 0 | 74,6 | (2.686,5) |
| Variación de Caja | 1.389,7 | (2.414,0) | 10.236,7 | 25.161,6 | (19.514,4) | 13.794,7 |
| Estado de Resultados | | | | | | |
| Ventas Netas | 496.741,6 | 571.707,1 | 489.578,6 | 380.860,8 | 334.506,0 | 315.218,1 |
| Variación de Ventas (%) | - | 16,8 | 28,6 | 13,9 | 6,1 | - |
| EBIT Operativo | 44.403,3 | 6.394,6 | 15.449,8 | 18.997,0 | 15.965,7 | 19.626,1 |
| Intereses Financieros | 14.429,4 | 10.340,7 | 10.822,1 | 11.917,4 | 9.092,6 | 8.562,0 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 55.814,9 | 24.017,5 | 13.079,0 | 22.677,7 | 15.169,7 | 5.968,9 |

Copyright © 2007 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos

Revisión del Dictamen de Calificación

Mayo 2008

| | |
|------------------------------------|---|
| Tipo de Emisión: | Obligaciones Quirografarias |
| Número de la Emisión: | OQ-2007-I |
| Riesgo series en bolívares: | A3 |
| Categoría A | 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. Sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado. |
| Subcategoría A3 | 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. |
| Periodicidad de Revisión: | Este dictamen será revisado a los 180 días contados a partir de la emisión del presente dictamen o cuando FITCH Venezuela, tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos. |
| Monto de la Emisión: | BsF. 60 MM (Bs. 60.000 MM) |
| Rendimiento de la Emisión: | Fijado al momento de cada emisión |
| Plazo de la Emisión: | Tres (3) años |
| Autorización de la Emisión: | La emisión fue aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 27 de noviembre de 2006. |
| Información Procesada: | Edos. Financieros para el período 2003-2008. Cifras expresadas en bolívares constantes del 31 de enero de 2008 |
| Informes Relacionados: | Para más información ver www.fitchvenezuela.com |

FITCH Venezuela, mantiene la calificación de riesgo nacional asignada a la emisión de Obligaciones Quirografarias OQ-2007-I hasta por 60 millones de bolívares fuerte (Bs. 60.000 millones) de la empresa Industrias Venoco, C.A. (IVCA) en el nivel "A3". Dicha calificación refleja el liderazgo de la empresa en el mercado de su principal producto y la elevada proporción de ventas de exportación. Por su parte, la concentración de clientes y proveedores, la volatilidad del margen EBITDA y la variabilidad del ambiente operativo en Venezuela, limitan dichas calificaciones.

Las operaciones de la empresa están separadas en dos divisiones: División Química y División Lubricantes. La División Química, que representó el 46% de los ingresos de IVCA en el AF07, manufactura principalmente materias primas para la elaboración de jabones y detergentes sintéticos como Alquilbenceno Lineal (LAB) y Dodecibenceno (DDB). La División Lubricantes, que representó el 54% de los ingresos de IVCA en el AF07, fabrica grasas y lubricantes para los sectores industrial y automotriz.

Las calificaciones asignadas a IVCA reflejan el liderazgo de la empresa en el mercado de sus principales productos, LAB y DDB, no sólo en Venezuela, sino en el mercado de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) y Centroamérica. Debe destacarse adicionalmente, la elevada proporción de ventas de exportación, las cuales alcanzaron cerca de 60 millones de dólares en el AF07.

Asimismo, las operaciones de la empresa se vieron favorecidas por la incorporación de nuevos productos en la División Química y la mayor participación de mercado de los productos comercializados por la División Lubricantes. Igualmente, para el corte de 9MAF08, finalizado el 31 de

enero de 2008, los aumentos de precios realizados en la División Lubricantes, el control de toda la cadena de comercialización de volúmenes previamente envasados a terceros y la ausencia de gastos operativos no recurrentes, se reflejaron en un importante aumento del margen EBITDA, determinando adecuados indicadores de apalancamiento y cobertura, luego de que para los AF06 y AF07, los márgenes se vieron afectados, principalmente, por egresos extraordinarios asociados al registro como gastos de una parte de la inversión en planta.

Se estima que los volúmenes de ventas de la empresa mantengan una tendencia creciente, considerando la estabilidad de la demanda de los productos de la División Química destinados a la industria de detergentes, los nuevos rubros de dicha división (Benzol), así como por el mayor dinamismo de las ventas de la División Lubricantes. Igualmente, se esperaría un margen EBITDA similar al registrado durante los primeros 9MAF08, que se reflejaría en mejores indicadores de cobertura del servicio de deuda, así como, indicadores de apalancamiento y cobertura similares en promedio a los registrados en enero de 2008.

La calificación asignada pudiera verse afectada en forma adversa por problemas operativos que afecten el desenvolvimiento general del negocio. Tales situaciones incluyen cambios en las relaciones con proveedores, clientes, etc, dado el riesgo de concentración que presente la empresa frente a sus principales contrapartes de materias primas además de su vulnerabilidad a la dinámica de precios de las mismas.