

## *Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 8.000.000.000,00 o su equivalente en dólares*

<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<b>Riesgo:</b>	<b>A3</b>
<b>Categoría A</b>	Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
<b>Subcategoría A3</b>	Se tratan de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, solo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Emisor:</b>	C.A. CONDUVEN
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta Bs. 8.000,00 MM o su equivalente en dólares.
<b>Rendimiento de la Emisión:</b>	Colocado a Descuento.
<b>Plazo de la Emisión:</b>	Entre 15 y 360 días.
<b>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos provenientes de la colocación de la presente Emisión de Papeles Comerciales, serán utilizados para la cancelación de pasivos financieros a corto plazo y la adquisición de materia prima (acero).
<b>Autorización de la Emisión:</b>	Emisión 2002-I aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 20 de junio de 2002.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Edos. Financieros del emisor C.A. CONDUVEN para el AF95, 4MAF96, AF97, AF98, AF99, AF00, AF01, AF02 y 3MAF03.</li> <li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li> <li>3. Reportes de Fitch Ratings Ltd.</li> </ol>
<b>Cifras Expresadas en:</b>	Bolívares constantes del 30 de junio de 2002.

## Fundamentos de la Calificación

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

FITCH Venezuela asigna la calificación A3 a las series emitidas tanto en bolívares como en moneda extranjera, siempre y cuando estas últimas no tengan convención especial de pago en moneda extranjera. Dicho nivel de riesgo incorpora el “*riesgo cambiario*” que pudiera afectar a las series emitidas en moneda extranjera pero no el “*riesgo de convertibilidad*” de la moneda que presentan aquellas series emitidas en moneda extranjera con convención especial de pago en otra moneda que no sea la de curso legal (artículo 115 de la Ley del Banco Central de Venezuela) siendo que, en caso de un control de cambio, aquellas series emitidas bajo esta modalidad podrían presentar retardo en el pago del capital y los intereses, dada la posible incapacidad del emisor de disponer de recursos en moneda extranjera por efecto de restricciones en la convertibilidad de la moneda.

## Operación

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

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

En el mercado local, los productos elaborados por la empresa están dirigidos al mercado petrolero y no petrolero. Para el cierre del AF02 las ventas en volúmenes de CONDUVEN según tipo de mercado se distribuyeron de la siguiente forma: sector petrolero (45%), mercado nacional (35%) y exportaciones (19%). Es importante destacar que la empresa ha mantenido una tendencia creciente de sus exportaciones, a través de una mayor penetración del mercado norteamericano y el caribe, lo que le permite mitigar la volatilidad del mercado local. Es así como para el cierre de diciembre del AF97 las ventas de exportación representaban tan solo un 5% del total mientras que para el cierre del AF02 las mismas alcanzaron un 19%.

CONDUVEN tiene una capacidad de producción total de 645.000 Tm/año de tubería, con una gama de más de 1.500 productos clasificados en once familias que suplen a la industria de la construcción, petrolera y de bienes de capital,

todas bajo los más estrictos controles de calidad que le han conferido diversas certificaciones de calidad entre las cuales destacan las siguientes: NORVEN, el sello UL, API, ASTM, ISO, ANSI, etc. como distintivos de calidad.

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

Es importante destacar que durante el período 1999-2001 CONDUVEN completó un agresivo programa de reestructuración, que no solo derivó en mejoras en la productividad de sus plantas y una ampliación de los mercados objetivos, sino también le ha permitido una considerable reducción de la plantilla laboral y con ello, una disminución de los gastos de administración y ventas por poco menos del 30% (AF99 vs. AF02) en términos reales, lo cual le ha permitido una mejora sostenida de su rentabilidad.

## Finanzas

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

El mayor nivel de actividad económica durante el período Mar01-Mar02 (+2%) y muy especialmente en el sector construcción (+9%), junto al mantenimiento del plan de inversiones de la industria petrolera nuevamente beneficiaron el nivel de operaciones de CONDUVEN, siendo que se registró un aumento de 8% en las ventas totales en términos de volumen para alcanzar las mayores ventas de los últimos años. Es así como durante el AF02 finalizado en marzo de 2002 las ventas de CONDUVEN alcanzaron 204.131 millones de bolívares, mayores en 6,3% con respecto al AF01. Este incremento estuvo explicado principalmente por el crecimiento de las ventas al mercado petrolero (+12%), las cuales complementaron el crecimiento experimentado en las ventas al mercado local (+8%) y compensaron la ligera reducción de las exportaciones (-1%) que alcanzaron unos 31 millones de dólares.

Por su parte, el incremento de los costos en bolívares más que compensaron la mayor utilización de las plantas y los beneficios de las mejoras impuestas en el proceso productivo, resultando en una reducción casi de 4 puntos porcentuales en el margen bruto hasta 17,3%. El ajuste de los salarios, el aumento de los costos de mantenimiento de las plantas y el registro de pagos de “Royalties” por el uso de algunas piezas industriales

registrados anteriormente dentro del costo de ventas, derivaron en un incremento de los gastos de administración reduciendo así hasta 10,3% el margen operativo, siendo que la utilidad operativa alcanzó 21.117 millones de bolívares.

Al aumento de las tasas de interés y el mayor nivel de devaluación, toda vez que la empresa mantiene una porción de su deuda denominada en moneda extranjera, más que compensaron la reducción de la deuda financiera por lo cual los gastos de financiamiento registraron un aumento de 19%, mientras que no se registraron mayores cambios a nivel de pérdidas cambiarias y ganancia monetaria. Así al cierre de marzo de 2002, el costo integral de financiamiento se elevó en 36% hasta 5.239 millones de bolívares. El aumento del costo integral de financiamiento y la menor utilidad operativa, más que compensaron la reducción de la participación sobre las pérdidas de empresas afiliadas (una planta menor de producción de tubos para vehículos), con lo cual la utilidad neta se redujo hasta 14.376 millones de bolívares, menor en 35% con relación a la registrada en el AF01, mientras que las relaciones ROA y ROE disminuyeron hasta 8% y 12% respectivamente.

A pesar de la brusca devaluación de la moneda en febrero de 2002 que afectó la valoración de la deuda en dólares de la empresa (39% del total de la deuda financiera al cierre de marzo de 2002), la empresa logró reducir su deuda financiera en 3.670 millones de bolívares (-12%), sin embargo, tal amortización no fue suficiente para compensar la menor utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) y el aumento de las tasas de interés, resultando en un ligero deterioro de los indicadores de cobertura. Al cierre del AF02 la relación de EBITDA a gastos financieros se redujo hasta 3,5 veces, mientras que las relaciones de EBITDA a deuda financiera de corto plazo y EBITDA a deuda financiera total disminuyeron hasta 1,2 y 1,0 veces, respectivamente.

La reducción más que proporcional de las cuentas por cobrar y los inventarios con relación a la deuda financiera de corto plazo resultaron en una reducción de los indicadores de liquidez, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante disminuyó hasta 1,0 veces; 0,3 puntos inferior a la registrada el año anterior, mientras que la prueba del ácido se ubicó en 0,6 veces.

A partir del AF98 CONDUVEN se ha inmerso en un agresivo programa de reducción de pasivos lo cual le ha permitido disminuir sensiblemente su nivel de apalancamiento, a pesar de haber mantenido una alta relación de pago de dividendos en promedio durante los últimos tres años. Así desde marzo de 1998 hasta el cierre del AF02 la empresa redujo sus pasivos en más de 60%, mientras que la relación de dividendos pagados en

efectivo a utilidad alcanzó 81% en el mismo período. Para el cierre de marzo de 2002 la relación de pasivo total a patrimonio fue de 0,5 veces mientras que para el cierre del AF98 la misma alcanzaba 0,9 veces.

## Eventos Financieros Recientes

Las operaciones de CONDUVEN durante los primeros 3MAF03 se han visto afectadas negativamente por la caída del nivel de actividad económica y el clima de conflictividad política que ha derivado en un aumento sustantivo de las tasas de interés y una aceleración de la devaluación. Es así como al cierre de junio de 2002 las ventas de la empresa alcanzaron 30.321 millones de bolívares, representando una caída de 51% con relación al mismo período del año anterior. La menor utilización de las plantas junto con el repunte de la inflación a partir de la devaluación ocurrida en febrero del 2002 y un mayor gasto de depreciación, resultaron en una caída hasta 4% del margen operativo, siendo que la utilidad operativa se ubicó en 1.243 millones de bolívares, significativamente inferior al nivel alcanzado al cierre de junio de 2001 (-89%). La reducción de la utilidad operativa fue parcialmente compensada por el menor costo integral de financiamiento, el cual fue beneficiado por el incremento de la ganancia cambiaria (+6.067%) y monetaria (+56%) que superaron el aumento de los gastos financieros (+77%) Al cierre de junio de 2002 la utilidad neta alcanzó 2.896 millones de bolívares, mientras que las relaciones ROA y ROE se redujeron hasta 5% y 7% respectivamente.

La devaluación de la moneda (+48% en el trimestre) derivó en un aumento de 32% en el endeudamiento bancario de CONDUVEN, lo que junto a los mayores gastos financieros afectaron nuevamente los indicadores de cobertura. Al cierre de junio de 2002 la relación EBITDA a gastos financieros se redujo hasta 1,1 veces mientras que las relaciones de EBITDA a deuda financiera total y EBITDA a deuda financiera de corto plazo disminuyeron hasta 0,4 veces.

El aumento proporcional del efectivo sobre el endeudamiento bancario, permitieron mejorar ligeramente los indicadores de liquidez. Al cierre de los primeros 3MAF03 la relación de activo circulante a pasivo circulante alcanzó 1,1 veces mientras que la prueba ácida se elevó hasta 0,7 veces; ambas relaciones son consideradas conservadoras.

El aumento del patrimonio producto de la valuación de los activos no monetarios, afectados positivamente por la devaluación de la moneda, permitió una nueva disminución de la relación de pasivo a patrimonio hasta 0,4 veces, el nivel más bajo desde el AF98.

## C.A. CONDUVEN

(Consolidados)

(Expresado en MM de Bs. de junio de 2002)

	AF98	AF99	AF00	AF01	3MAF02	AF02	3MAF03
Ventas Acumuladas Consolidadas (TM)	286.028	237.338	209.978	332.113	103.091	358.050	52.650
Mercado Petrolero	121.509	91.522	51.671	145.567	50.115	162.368	18.973
Mercado Nacional	130.744	111.495	93.756	116.782	32.247	126.362	25.623
Mercado de Exportación	33.775	34.321	64.551	69.764	20.729	69.320	8.054
<b>ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS</b>							
Ventas Netas	244.246	174.174	108.772	192.028	62.064	204.131	30.321
Costo de Ventas	207.486	125.043	95.639	151.347	46.849	168.813	25.085
<i>Utilidad Bruta</i>	36.760	49.132	13.133	40.681	15.215	35.318	5.237
Gastos de Administración y Ventas	18.419	20.121	10.542	11.374	3.425	14.201	3.994
<i>Utilidad Operativa</i>	18.341	29.011	2.591	29.308	11.790	21.117	1.243
Gastos de Financiamiento	4.342	24.062	8.348	6.710	1.810	8.015	3.202
Pérdida (Ganancia) Cambiaria	-660	5.445	2.616	1.064	-53	1.103	-3.249
Pérdida (Ganancia) Monetaria	7.122	-15.690	-6.693	-3.923	-760	-3.879	-1.186
<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	7.537	15.194	-1.680	25.456	10.792	15.878	2.475
Otros Ingresos (Egresos)	-881	3.079	640	-1.616	288	-517	22
EBT	6.656	18.273	-1.041	23.840	11.080	15.361	2.497
<i>Utilidad Neta</i>	6.897	16.999	-1.642	22.279	10.338	14.376	2.896
<b>BALANCE GENERAL</b>							
<b>Activo</b>							
Efectivo	27.529	2.264	3.726	7.549	2.954	5.821	16.734
Cuentas por Cobrar	45.863	17.536	24.951	32.670	43.848	22.271	19.079
Inventarios	65.781	25.520	18.477	29.469	35.944	19.798	20.517
<i>Activo Circulante</i>	152.100	45.321	47.154	69.689	82.746	47.890	56.331
Inversiones	5.919	6.326	5.717	3.357	3.357	2.768	2.768
Planta y Equipos Netos	165.839	140.081	127.581	129.003	126.310	126.852	170.914
<i>Activo Total</i>	332.073	200.506	189.777	205.057	215.351	179.870	233.578
<b>Pasivo</b>							
Préstamos Bancarios	52.006	33.554	32.513	20.353	25.368	16.520	25.999
Bonos y Papeles Comerciales por Pagar	0	9.833	0	3.931	3.953	6.691	5.628
Cuentas por Pagar	31.507	5.175	16.501	21.751	29.995	15.989	14.016
<i>Pasivo Circulante</i>	96.553	56.465	54.498	52.844	73.311	46.526	52.024
Deuda a Largo Plazo	32.804	4.356	7.688	6.268	6.041	3.671	3.808
Intereses Minoritarios	6.804	2.733	2.964	2.609	3.046	3.793	3.887
<i>Pasivo Total</i>	153.784	71.137	66.937	63.871	84.590	56.106	61.611
<b>Patrimonio</b>							
Capital Social	84.198	84.163	84.165	84.165	84.163	84.165	84.165
<i>Patrimonio Total</i>	178.289	129.369	122.840	141.186	130.760	123.764	171.967
<b>FLUJOS DE EFECTIVO</b>							
EBITDA	28.691	40.561	12.546	35.568	13.292	28.100	3.438
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Operacionales	-23.274	23.191	15.184	19.592	-155	38.200	2.534
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	-49.229	-2.288	24	-6.118	-271	-159	-175
Efectivo Provisto por Actividades de Financiamiento	71.954	-28.998	-13.746	14.060	-4.170	-55.270	10.995
Flujo de Efectivo Neto	-549	-8.094	1.462	27.534	-4.596	-17.228	13.354
<b>PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS</b>							
<b>Liquidez y Capital de Trabajo</b>							
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,58	0,80	0,87	1,32	1,13	1,03	1,08
(Activo Circulante - Inventarios)/Pasivo Circulante	0,89	0,35	0,53	0,76	0,64	0,60	0,69
Días de Cuentas por Cobrar	69	37	84	62	64	40	57
Días de Inventarios	98	53	62	56	53	35	62
Días de Cuentas por Pagar	46	11	47	40	44	28	42
<b>Cobertura</b>							
EBITDA/Gastos Financieros	6,61	1,69	1,50	5,30	7,34	3,51	1,07
EBITDA*/Deuda Financiera	0,34	0,85	0,31	1,16	1,50	1,05	0,39
EBITDA*/Deuda a Corto Plazo	0,55	0,93	0,39	1,46	1,81	1,21	0,43
<b>Rentabilidad</b>							
Margen Bruto	15,05%	28,21%	12,07%	21,18%	24,52%	17,30%	17,27%
Margen Operativo	7,51%	16,66%	2,38%	15,26%	19,00%	10,34%	4,10%
Margen EBITDA	11,75%	23,29%	11,53%	18,52%	21,42%	13,77%	11,34%
Margen Neto	2,82%	9,76%	-1,51%	11,60%	16,66%	7,04%	9,55%
ROA *	2,08%	8,48%	-0,87%	10,86%	19,20%	7,99%	4,96%
ROE *	3,87%	13,14%	-1,34%	15,78%	31,62%	11,62%	6,74%
<b>Apalancamiento</b>							
Pasivo/Activo	0,46	0,35	0,35	0,31	0,39	0,31	0,26
Pasivo/Patrimonio	0,86	0,55	0,54	0,45	0,65	0,45	0,36
<b>POSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA</b>							
Posición en Moneda Extranjera Neta <sup>1</sup>	(34,5)	(4,8)	(20,7)	12,0	8,8	3,1	8,1

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

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

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