

Carlos Fiorillo 286.32.32 carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com  
Gonzalo Plaz 286.33.56 franklin.santarelli@fitchvenezuela.com

Abril 2000

**Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 3.500.000.000,00 o su equivalente en US\$**

<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<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 susceptibles de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que 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 ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.
<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>	VICSON, S.A.
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta Bs. 3.500 millones de bolívares, o su equivalente en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica.
<b>Rendimiento de la Emisión:</b>	Los títulos serán colocados a su valor par, a descuento o con prima, según la forma que se determine para cada serie y los intereses se determinarán en el momento de la colocación inicial de cada serie.
<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, se destinarán a reestructurar las partidas de Pasivo a Corto Plazo y a diversificar las fuentes de financiamiento.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	La presente emisión de papeles comerciales fue aprobada en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 15 de Noviembre de 1999.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Estados Financieros Consolidados del emisor para los períodos: AF94, AF95, AF96, AF97, AF98, AF99 y los 3MAF00 finalizados el 31 de Diciembre de 1999.</li> <li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li> <li>3. Información del grupo Bekaert.</li> </ol>
<b>Cifras Expresadas en:</b>	Bolívares constantes del 31 de Diciembre de 1999.

## Fundamentos de la Calificación

La calificación otorgada se encuentra soportada por los adecuados niveles de liquidez y el bajo nivel de apalancamiento que mantiene la empresa y, se encuentra limitada, por las condiciones prevalecientes en el mercado que han determinado un descenso en el volumen de operaciones lo que ha afectado la rentabilidad y la cobertura de su deuda.

## Operación

VICSON S.A. y compañías filiales (VICSON) es una empresa dedicada a la transformación y comercialización de productos semiacabados y acabados tales como alambres de acero, cables de acero, clavos, etc. VICSON atiende tanto al mercado doméstico como al de exportación con productos que son utilizados en diferentes actividades dentro del sector manufacturero, agrícola, construcción e infraestructura. El mercado de exportación de VICSON esta constituido principalmente por Estados Unidos, Colombia, y los países del Caribe.

Una ventaja comparativa que posee VICSON con relación a otras empresas de su ramo es que cuenta con el apoyo del grupo Bekaert, quien es el fabricante líder a nivel mundial de productos de alambre de acero. La empresa utiliza patentes de N.V. Bekaert Engineering S.A. con quien tiene suscrito un contrato de asistencia técnica y licencia de uso de marcas. Bekaert asiste a VICSON en aspectos comerciales, técnicos y administrativos además de las mejoras tecnológicas que Bekaert se compromete a comunicar y suministrar a VICSON.

VICSON mantiene operativas tres plantas, las cuales tienen un potencial de producción de 170.000 TM/año, capacidad que actualmente se utiliza en aproximadamente 49%. Desde enero de 1996, la empresa adquirió parte de las acciones de Productora de Alambres Colombianos, S.A. (PROALCO) y, a partir de abril de 1998, se convirtió en el accionista mayoritario de la empresa alcanzando una participación de 50,25% sobre el capital de la compañía.

VICSON dentro del mercado nacional atiende a diferentes sectores de la economía con una clientela de aproximadamente 410 clientes, lo cual le brinda estabilidad dada la diversificación de sus ventas y la variedad de sus productos. Estos clientes pueden ser agrupados dentro de cuatro sectores: el sector manufacturero, agrícola, infraestructura y el sector de la construcción. A nivel nacional VICSON es la empresa líder en la producción de alambre de acero al mantener una participación de aproximadamente 66%.

La operación comercial de VICSON en el extranjero es de gran importancia ya que le ofrece cierta flexibilidad ante cambios desfavorables en el comportamiento de la demanda nacional. Actualmente, las exportaciones de VICSON representan el 49% dentro del total de sus volúmenes de ventas.

VICSON coloca sus productos en el exterior a través de tres canales de comercialización: uno propio y dos a través de Bekaert. El primero es un canal directo, que atiende los mercados de Cuba, Colombia y el resto de Sur América. También se utilizan canales de distribución de Bekaert, uno en Miami (B.T.L.A.), el cual vende a países de Centro América y el Caribe y el otro en Atlanta, el cual cubre el mercado Norteamericano. Adicionalmente, Bekaert le asegura a la empresa la colocación de cierto volumen de producción en los mercados internacionales, política mediante la cual permite asegurar tanto a VICSON como a los demás socios comerciales de Bekaert el mantenimiento de su participación internacional.

## Finanzas

Al cierre del AF99 los activos circulantes de VICSON se ubicaban en los 20.429 millones de bolívares estando compuestos en un 43% por cuentas por cobrar, un 37% en inventarios, 19% en efectivo y menos de un 1% otros activos circulantes. El nivel alcanzado de activos circulantes representó una disminución de 20% en comparación con el registrado durante el AF98, variación que estuvo explicada por un descenso de 38% en el nivel de efectivo. Por su parte, los pasivos circulantes de la compañía alcanzaron los 14.263 millones de bolívares, de los cuales un 65% estuvo constituido por deudas financieras quedando el resto repartido entre cuentas por pagar (14%) y gastos acumulados por pagar (21%).

Al cierre del AF99 el índice de activo circulante sobre pasivo circulante alcanzó 1,43x, lo cual representó una disminución de esta relación con respecto al AF98 cuando dicha relación se ubicó en 1,59x. Por su parte, la prueba ácida se ubicó en 0,9x mientras que este indicador para el cierre del AF98 se ubicaba en 1,02x.

Durante el AF99 la empresa registró ventas por 42.143 millones de bolívares, lo cual muestra una sensible caída (23%) con respecto a las registradas durante el AF98 que se ubicaron en 55.002 millones de bolívares. Al analizar el margen operativo, se observa como después del deterioro observado desde el cierre del AF94, éste registra una leve recuperación como resultado de una gestión de reducción de costos y reorganización de la producción llevada a cabo durante el último ejercicio fiscal, logrando un incremento de 3 puntos porcentuales en comparación con el -0,83% registrado durante el

AF98. Es importante destacar que los márgenes se han visto afectados por la disparidad en la evolución de los precios internos con relación a la evolución del signo cambiario, lo que ha afectado negativamente la rentabilidad de la empresa y principalmente la rentabilidad de la actividad exportadora.

Por su parte, el margen EBITDA (margen que resulta de descontar al margen operativo el efecto de los costos de depreciación) se ubicó en 8,65%, el cual muestra una mejora de 2,6 puntos porcentuales con respecto al alcanzando el período anterior, evidenciándose una vez más el esfuerzo en reducción de costos que ha logrado la empresa durante este último ejercicio fiscal.

Después del pago de intereses y de las pérdidas registradas en ventas de equipos y los gastos asociados a la reubicación de la planta de Maturín, la pérdida neta fue de 1.982 millones de bolívares.

La relación utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) sobre los gastos financieros pasó de 3,32x en el AF98 a 3,48x para el AF99. Por su parte, la relación EBITDA/Deuda de Corto Plazo también presentó una leve mejora al pasar de 0,35x para el AF98 a 0,4x para el AF99.

La deuda financiera de VICSON al cierre del AF99 se ubicó en 9.214 millones de bolívares, lo cual representa una disminución de 1,8% (172 millones de bolívares) con respecto a la deuda registrada al cierre del AF98. De la deuda financiera total, un 61% (8,6 millones de US\$, 5.647 millones de bolívares) corresponden a préstamos a corto plazo en moneda extranjera, lo cual representa un riesgo cambiario para la empresa toda vez que la posición neta en divisas para el cierre del AF99 mostraba una cifra negativa de 2,8 millones de dólares.

En cuanto a la relación pasivo sobre activo, esta alcanzó 0,23x, mostrando una disminución con respecto al nivel de 0,26x alcanzado el período anterior.

## Eventos financieros recientes

Al cierre de los 3MAF00 los activos financieros de VICSON alcanzaron 20.864 millones de bolívares, mostrando un crecimiento de 435 millones de bolívares (2,1%) con respecto al cierre del AF99 mientras que los pasivos circulantes aumentaron en 1,2% hasta 14.099 millones de bolívares. La deuda financiera de VICSON estuvo representada en su totalidad por préstamos a corto plazo, los cuales representan un 67% del total del pasivo circulante. Durante los 3MAF00, el índice de liquidez mostró un leve mejora al alcanzar 1,48x mientras que la prueba ácida registró un leve descenso hasta 0,89x por una reducción de la rotación de inventarios, consecuencia de la disminución en las ventas.

La caída en las ventas en volúmenes en forma anualizada alcanzó 11% en términos la cual estuvo acompañada de una caída en los precios promedio en dólares del 3%, lo que resultó en una caída de 17% en los ingresos por ventas en forma anualizada. Esta caída en las ventas en una proporción mayor a los costos de venta resultó en una reducción de la utilidad bruta y del margen bruto, ubicándose en 705 millones de bolívares y 8,04% respectivamente, mientras que la utilidad operativa y la utilidad neta mostraron saldos negativos. No obstante, al considerar el efecto de la depreciación sobre la utilidad operativa de la empresa, se observa que el margen EBITDA alcanzó 7,2%.

El descenso en el margen EBITDA frente al aumento de los niveles de deuda financiera determinó un retroceso del indicador de cobertura de la deuda a corto plazo y de intereses que se ubicaron en 0,27x y 2,37x respectivamente.

Al cierre de los 3MAF00, la relación de pasivo a patrimonio alcanzó 0,32x manteniéndose dentro de los parámetros históricos de los últimos cuatro ejercicios fiscales.

**VICSON S.A.**

(Expresado en MM de Bs. de Diciembre de 1999)

	AF94	AF95	AF96	AF97	AF98	AF99	3MAF00
	sep-94	sep-95	sep-96	sep-97	sep-98	sep-99	dic-99
<b>ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS</b>							
Ventas Netas	85.764	84.246	70.412	65.575	55.002	42.143	8.770
Costo de Ventas	61.348	69.400	62.233	59.141	51.205	37.570	8.065
	<i>Utilidad Bruta</i>	24.417	14.846	8.179	6.434	3.797	705
Gastos de Administración y Ventas	8.493	9.108	5.773	5.157	4.254	3.614	886
	<i>Utilidad Operativa</i>	15.924	5.738	2.406	1.276	-457	-181
Gastos e Ingresos Financieros Netos	8.646	7.765	5.268	1.063	996	1.046	268
Pérdida Cambiaria	3.264	0	-2.481	123	584	671	114
Ganancia Monetaria	-1.082	5.303	6.795	862	963	765	197
	<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	2.932	3.277	6.415	953	-1.073	-366
Otros Ingresos (Egresos)	1.873	-225	-269	54	-578	-1.734	-107
	<i>EBT</i>	4.805	3.052	6.146	1.007	-1.652	-472
Impuestos	877	772	696	811	279	257	51
Participación Minoritaria de filial consolidada	0	0	0	0	-55	41	-49
	<i>Utilidad Neta</i>	3.928	2.279	5.450	196	-1.986	-573
<b>BALANCE GENERAL</b>							
<b>Activo</b>							
Efectivo y Equivalentes	7.828	779	729	823	6.373	3.932	3.241
Documentos y Cuentas por Cobrar	19.417	13.587	12.279	11.490	9.937	8.785	9.244
Inventarios	13.186	14.297	14.082	11.710	9.210	7.581	8.274
Otros Activos Circulantes	184	411	162	65	87	131	105
	<i>Total Activo Circulante</i>	40.615	29.074	27.253	24.088	20.429	20.864
Inversiones	5	0	2.539	2.479	0	0	0
Planta y Equipos Netos, neto	37.727	51.618	58.156	43.818	39.569	44.172	43.250
Otros Activos	1.592	2.074	1.104	1.357	631	1.274	1.405
	<i>Activo Total</i>	79.941	82.767	89.051	71.741	65.875	65.519
<b>Pasivo</b>							
Préstamos Bancarios	19.157	11.949	7.693	4.654	9.386	9.214	9.487
Porción Circulante de Pasivos a Largo Plazo	977	496	0	464	0	0	0
Cuentas por Pagar	5.829	5.083	3.644	4.821	2.177	1.981	962
Gastos Acumulados por pagar	8.064	4.143	3.105	4.012	3.059	3.035	3.373
Otros Pasivos Circulantes	676	939	339	227	1.531	32	276
	<i>Total Pasivo Circulante</i>	34.704	22.611	14.780	14.178	14.263	14.099
Deuda Financiera a Largo Plazo	773	0	0	0	0	0	0
Acumulaciones para Indemnizaciones	3.632	3.082	2.676	529	849	1.023	1.053
Otros Pasivos	510	0	0	0	0	0	0
	<i>Pasivo Total</i>	39.619	25.692	17.456	14.707	15.286	15.152
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	3.279	2.955	3.400
	<i>Pasivo e Intereses Minoritarios</i>	39.619	25.692	17.456	14.707	18.241	18.552
<b>Patrimonio</b>							
Capital Social	26.853	26.853	17.303	39.007	39.007	39.007	39.007
	<i>Patrimonio Total</i>	40.322	57.074	71.595	57.034	46.967	45.528
Posición en Moneda Extranjera Neta <sup>1</sup>	2,8	5,0	1,2	(1,1)	(2,5)	(2,8)	(4,0)
<b>FLUJOS DE EFECTIVO</b>							
EBITDA	17.906	8.140	6.705	5.422	3.305	3.644	634
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Operacionales	4.666	7.307	1.557	6.903	889	215	-903
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	-4.087	-5.110	3.651	-2.535	162	-1.936	-591
Efectivo Provisto (Usado) por Actividades de Financiamiento	6.517	-9.246	2.045	-4.274	4.499	-719	802
Flujo de Efectivo Neto	7.097	-7.049	7.252	94	5.550	-2.441	-691
<b>PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS</b>							
<b>Liquidez y Capital de Trabajo</b>							
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,17	1,29	1,84	1,70	1,59	1,43	1,48
(Activo Circulante - Inventarios)/Pasivo Circulante	0,79	0,65	0,89	0,87	1,02	0,90	0,89
Días de Cuentas por Cobrar	83	59	64	64	66	76	96
Días de Inventarios	78	75	83	72	66	74	94
Días de Cuentas por Pagar	34	26	21	29	15	19	11
<b>Cobertura</b>							
EBITDA/Gastos Financieros	2,07	1,05	1,27	5,10	3,32	3,48	2,37
EBITDA/Deuda Financiera *	0,67	0,65	0,87	1,06	0,35	0,40	0,07
EBITDA/Deuda a Corto Plazo *	0,69	0,65	0,87	1,06	0,35	0,40	0,27
<b>Rentabilidad</b>							
Margen Bruto	28,47%	17,62%	11,62%	9,81%	6,90%	10,85%	8,04%
Margen Operativo	18,57%	6,81%	3,42%	1,95%	-0,83%	2,28%	-2,07%
Margen EBITDA	20,88%	9,66%	9,52%	8,27%	6,01%	8,65%	7,23%
Margen Neto	4,58%	2,71%	7,74%	0,30%	-3,61%	-4,61%	-6,53%
ROA *	4,91%	2,75%	6,12%	0,27%	-3,02%	-2,95%	-3,50%
ROE *	9,74%	3,99%	7,61%	0,34%	-4,36%	-4,08%	-4,88%
<b>Apalancamiento</b>							
Pasivo/Activo	0,50	0,31	0,20	0,20	0,26	0,23	0,23
Pasivo/Patrimonio	0,98	0,45	0,24	0,26	0,37	0,32	0,32

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

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