

**RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO**

EMISOR:	<b>ENVASES VENEZOLANOS, S.A. Y FILIALES.</b>
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de TRES MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 3.000.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el 17 de Noviembre de 2016.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Hasta treinta y seis (36) meses.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos provenientes de la colocación de estos valores serán utilizados para el financiamiento de capital de trabajo, específicamente adquisición de inventarios.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados financieros al 31 de agosto de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 auditados por Mendoza, Delgado, Labrador & Asociados. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa c) Información sectorial
RIESGO:	<b>A3</b> <u>Categoría:</u> "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 <u>Sub-categoría:</u> "A3": Se trata 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, sólo 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 LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando GLOBAL RATINGS SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

ENVASES VENEZOLANOS es una empresa con amplia trayectoria en el mercado que se dedica a la manufactura y comercialización de envases de metal, vidrio y tapas de envases, tanto para uso industrial como doméstico, a través de cuatro unidades estratégicas de negocios. Dentro de sus fortalezas encontramos el alto grado de eficiencia en sus procesos productivos y la capacidad de adaptación y diversificación de sus negocios a lo largo de los años. El sector industrial nacional se encuentra en una situación altamente precaria, La industria de envases no escapa a esta realidad, donde las dificultades para la obtención de materias primas han perjudicado severamente a todos los subsectores del ramo. En este sentido la dependencia que tiene el emisor de insumos, materias primas y bienes de capital importados, resulta un factor de amenaza, en vista que la contracción de las importaciones nacionales es consecuencia directa del menor dinamismo de la actividad local. En concordancia con este comportamiento, es importante señalar que el emisor ha estado incrementando sus compras de materia prima, a fin de contar con un abastecimiento adecuado de insumos y así garantizar la continuidad de sus operaciones; en estos momentos maneja un aproximado de seis – siete meses de inventarios para algunas unidades de negocios, lo que si bien impacta sobre su rotación, y representa además una erogación importante de efectivo, se considera que esta acumulación resulta una medida previsible para futuras condiciones adversas. Los resultados financieros reflejan una variación interanual positiva a razón de 3,08 veces a Ago2017, presentando una tendencia estable durante toda la serie en estudio, a pesar de la disminución sustancial en la cantidad de unidades producidas, situación cónsona con los resultados que ha exhibido la industria nacional, que de acuerdo a estudios de Conindustria, esboza una fuerte caída en las ventas, en mayor medida dentro del sector alimentos y bebidas. Con respecto a los niveles de endeudamiento, los ratios analizados son adecuados; pero destaca la alta concentración de deuda financiera de corto plazo, comportamiento que se corresponde con incrementos de los costos operativos y de producción, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de materia prima e insumos. Vinculado a lo anterior, los niveles de liquidez quizás representan el aspecto más sensible, en promedio el activo corriente representa 41% de su activo total hasta 2016, situación que mejora en su resultado operativo reciente ascendiendo a 77% a Ago2017, sin embargo, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar la estrategia de incrementar los niveles de inventario por encima de niveles manejables, situación que podría impactar en el futuro sus niveles de solvencia. Hechas las anteriores consideraciones, la Junta Calificadora le asigna la Categoría “A”, Subcategoría “A3” a la presente emisión de Obligaciones Quirografarias por un monto de TRES MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 3.000.000.000,00) de ENVASES VENEZOLANOS, S.A. Y FILIALES.

## 1. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA EMISIÓN

El presente informe se realiza con el objetivo de sustentar de acuerdo a los procedimientos técnicos debidamente aprobados por la Superintendencia Nacional de Valores, la calificación del siguiente programa:

Emisor: ENVASES VENEZOLANOS, S.A. Y FILIALES.

Instrumento: Obligaciones Quirografarias al Portador.

Monto: Tres Mil Millones de Bolívares (Bs. 3.000.000.000,00).

Plazo: 3 años.

Fecha de aprobación: Asamblea General Ordinaria de Accionistas de fecha 17 de noviembre de 2016.

Uso de los fondos: los fondos provenientes de la colocación de estos valores serán para el financiamiento de capital de trabajo, específicamente adquisición de inventarios.

## 2. EMISOR

### 2.1 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

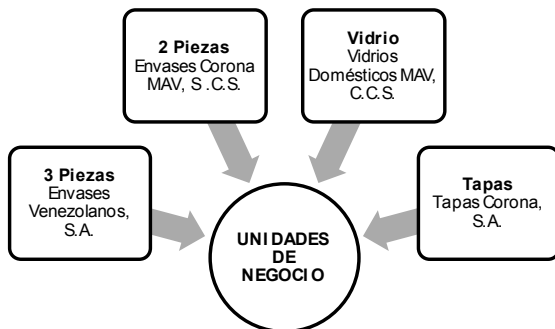
ENVASES VENEZOLANOS, S.A. Y FILIALES en adelante –EVSA- es una empresa que se dedica principalmente a la manufactura y comercialización de envases de metal. Las empresas subsidiarias que consolidan, se dedican por su parte, a la manufactura y comercialización de envases de metal y de vidrio para uso industrial y doméstico, así como tapas.

Sus actividades están diferenciadas en cuatro (04) Unidades Estratégicas de Negocio, cada una de ellas operada por empresas filiales, a saber:

Unidad de Negocios de 3 Piezas: se concentra en la manufactura de productos destinados al mercado de alimentos y al industrial. En el primero, se envasan diversos productos alimenticios, tales como: conservas de pescado; vegetales; frutas y granos; cárnicos; comidas preparadas; bebidas; aceites comestibles, etc. Para el

mercado industrial, se envasan pinturas, pegamentos y solventes.

**Diagrama 1. Unidades de Negocio de Envases Venezolanos:**



Fuente: ENVASES VENEZOLANOS – Elaboración propia

Unidad de Negocios de 2 Piezas: corresponde a la fabricación de envases de aluminio, los cuales son destinados principalmente al mercado de cerveza, malta y refrescos.

Unidad de Negocios Vidrio: los productos son destinados al uso industrial y doméstico, tales como vasos lisos, vasos decorados, vasos industriales, jarras, vajillas, frascos y botellas.

Unidad de Negocios Tapas: el mercado objetivo se concentra en diversas industrias, básicamente refrescos, agua, cerveza, jugos, licores, aceite y productos farmacéuticos. Adicionalmente, el emisor ofrece el servicio de litografía según los requerimientos de los clientes. También se cuenta con capacidad para producir tapas plásticas.

En el “diagrama 2” se puede observar cómo ha sido la evolución histórica de EVSA desde su fundación.

**Diagrama 2. Evolución histórica**



Fuente: Envases Venezolanos – Elaboración propia

## 2.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO

Actualmente, el sector industrial se encuentra en una situación altamente precaria, dado que en los últimos años el cese de operaciones de una gran cantidad de empresas, ha reducido considerablemente la fabricación de una diversidad de productos, que permitían satisfacer la demanda interna del país. Particularmente, en la industria de envases, la dificultad para la obtención de materias primas (hojalata), ha perjudicado severamente a todos los subsectores del ramo, dado que el principal suplidor Sidor no ha realizado despachos con la misma frecuencia que antes, por lo cual las empresas han tenido que importarlas, y de acuerdo con estimaciones de la Cámara Venezolana del Envase –Cavenvase– la deuda con proveedores internacionales asciende entre 200 y 250 millones de dólares.

De la producción de Sidor depende un aproximado del 80% de las pequeñas y medianas industrias para la manufactura de piezas, insumos y otros subproductos, sin embargo, durante el año en curso, especialistas señalan que ha sido el más bajo de los registros productivos de la estatal, pronosticando que este año cerrará con niveles de acero de 500 mil toneladas, uno de los más bajos de su historia, y en particular desde que la empresa fuese nacionalizada en el año 2008.

Bajo un escenario de limitado acceso a divisas, el desempeño productivo de empresas como ENVASES VENEZOLANOS, está estrechamente condicionado a la flexibilidad que tenga la empresa de acceder al mercado de divisas nacional. Precisamente, la limitación en la oferta ha sido un factor que ha contribuido a la contracción de la actividad económica, y que representa en el caso que se analiza un factor crítico.

La dependencia que el emisor tiene de insumos, materias primas y bienes de capital importados, resulta un factor de amenaza, en vista que la contracción de las importaciones nacionales es consecuencia directa del menor dinamismo de la actividad local. Sobre este aspecto, el emisor expone que ha participado en los diferentes mecanismos legales para la adquisición de divisas necesarias para materias primas, insumos directos, repuestos, etc., más sin embargo éstas no han sido suficientes para cubrir la demanda de los clientes actuales.

### 2.3 ESTRATEGIA Y POSICIONAMIENTO

ENVASES VENEZOLANOS es una empresa establecida con 60 años en el país, de tal forma que cuenta con la experiencia adecuada para adaptarse a las nuevas condiciones exigidas por el mercado. En ese sentido, la empresa maneja planes estratégicos que le permiten diversificar aún más su base de productos y clientes, Además, de realizar inversiones en tecnología que le permitan aumentar su capacidad de producción. Adicionalmente, existen altas barreras de entrada al sector, dadas las elevadas inversiones de capital que se requieren para operar en este negocio.

Aun cuando los productos del emisor no están sujetos a ninguna regulación de forma directa, una parte de sus clientes (específicamente en la Unidad de 3 piezas), sí deben cumplir con los controles de precios asignados por el Gobierno nacional en los productos finales. Razón por la cual, las medidas de diversificación de sus productos han permitido a la empresa estabilizar sus resultados financieros, permitiendo que sea menos vulnerable a las circunstancias que se presenten, mitigando

de esta forma los riesgos asociados a un entorno adverso, como lo son los controles de precios (precios justos), control cambiarios e incrementos de los costos de fletes.

En EVSA, la tendencia del volumen de ventas total ha sido decreciente en los últimos años, en consonancia con los resultados que ha exhibido la industria nacional. Analizando por unidades de negocio, Tapas Corona continua representando el mayor volumen de ventas del emisor. Por su parte, la unidad 3 Piezas presenta dificultades, dado que la disponibilidad de materia prima (hojalata y acero) estuvo bastante restringida.

Dadas las múltiples dificultades que ha tenido Sidor para sostener el nivel de producción y cubrir la demanda del mercado venezolano, el emisor ha mantenido operaciones por un largo período de tiempo con la empresas Colombianas Hojalata y Laminados, S.A. (Holasa) y con la empresa Brasileira Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) para el acero. De esta manera, la caída en la producción de Sidor se venía compensando con importaciones a estas empresas internacionales. Sin embargo, dada la menor disponibilidad de divisas, las importaciones estuvieron bastante limitadas.

En contraposición, la unidad de negocios de Vidrio ha mostrado un importante avance al superar las metas de ventas presupuestadas, según indica el emisor, la demanda de productos prensados se ha mantenido fuerte y estable, mientras que el segmento de botellas se mantuvo sólido durante los últimos ejercicios. Básicamente, fue por ajustes impositivos dentro del sector licorero nacional.

Revisando la evolución de las unidades vendidas por unidad de negocio, a Ago2017 todas las unidades presentaron contracción.

**Tabla 1. Volumen de Ventas (Millar de unidades)**

	Ago2014	Ago2015	Ago2016	Ago2017
3 piezas	273.057	261.963	168.926	122.586
2 piezas	80.483	107.017	30.983	-
Tapas Corona	2.523.304	2.273.484	2.127.330	548.000
Vidrios	26.790	24.402	21.512	19.514

Fuente: EVSA – Elaboración propia

En relación a los programas de inversión y mantenimiento, a pesar de las restricciones en divisas, durante el último ejercicio fiscal, el emisor ha continuado con los programas de actualizaciones y mejoras en las líneas operativas.

Con respecto a los clientes dentro de cada unidad de negocio, en la Tabla 3 se sintetizan por cada empresa algunos de sus principales clientes, de acuerdo al volumen de ventas reportado en los últimos seis (06) meses.

**Tabla 2. Principales Clientes por Unidad de Negocio**

Unidad 3 Piezas Envases Venezolanos, S.A.	Unidad 2 Piezas Envases Corona MAV, S.C.S
Alimentos Polar Comercial	Pepsi-Cola Venezuela
C.A. Cervecería Regional	C.A. Cervecería Regional
Alimentos Difresca	Coca Cola Femsa Venezuela
Alimentos La Giralda	Industrias Maros
Del Monte Andina	
Plumrose Latinoamericana	

Unidad Envases de Vidrio VIDOSA	Unidad Tapas Corona
C.A. Ron Santa Teresa	C.A. Cervecería Regional
Nucita Venezolana Nuciven	Coca Cola Femsa Venezuela
Industrias Unidas	Cervecería Polar
Cristales Venezolanos	Diageo Venezuela
Consorcio Licorero Nacional	

Fuente: EVSA – Elaboración propia

En la actualidad, el emisor mantiene cierta concentración tanto en las operaciones de compra de materias primas e insumos, como en la venta de productos terminados. De esta manera, de los principales clientes señalados, C.A. Cervecería Regional, Alimentos Polar Comercial y C.A. Ron Santa Teresa, concentran más de 29% del total de ventas netas consolidadas. En lo que a proveedores se refiere, en primer lugar se encuentra Compañía Siderúrgica Nacional que concentran el 30% de las operaciones, seguido por Sidor con un 5%.

Considerando el comportamiento de la economía nacional, así como la evolución de las actividades y procesos de ENVASES VENEZOLANOS, durante los últimos ejercicios, en el Diagrama 3 podemos sintetizar algunas de sus fortalezas y puntos críticos al momento de realizar este análisis:

**Diagrama 3. Posicionamiento Estratégico**



Fuente: Elaboración propia

## 2.4 PROPIEDAD Y GERENCIA

El Capital social de ENVASES VENEZOLANOS es de Bs. 115.385.280,00, dividido en 11.538.528 acciones comunes nominativas, con un valor nominal de Bs. 10 cada una.

**Tabla 3. Composición Accionaria de ENVASES VENEZOLANOS**

Accionista	Participación
Euro-Latin Financial Services, LLC	44,75%
Euro-Latin Packaging Company, LLC	14,89%
Inversiones Valcrevi, S.A	5,58%
Vivca Valores e Inversiones de Venezuela, C.A.	5,45%
Otros	29,33%
	100,00%

Fuente: EVSA – Elaboración propia

La gestión de ENVASES VENEZOLANOS está a cargo de la Junta Directiva, cuya designación es realizada anualmente por la Asamblea Ordinaria de Accionistas, la cual está integrada por diez (10) Directores Principales y siete (7) miembros suplentes. La actual Junta Directiva fue designada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada en Noviembre de 2015 y está conformada por los siguientes miembros:

Directores Principales: Gustavo Roosen Popken; Tomás Roosen Popken; César A. Rojas V.; Alejandro Zapata González; Carlos Betancourt; Germán Roosen V.; Giancarlo Pietri Velutini; Juan Carlos Restrepo; Carlos Bernárdez y Francisco Sanáñez.

Directores Suplentes: Manuel Alonso; Luis Alberto Tinoco; Silvano Gelleni; Robert Brewer; Benjamín Sharifker; Francisco Mota y Gabriel Machado E.

### 3. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 31 de Agosto de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 auditados por Mendoza, Delgado, Labrador & Asociados.

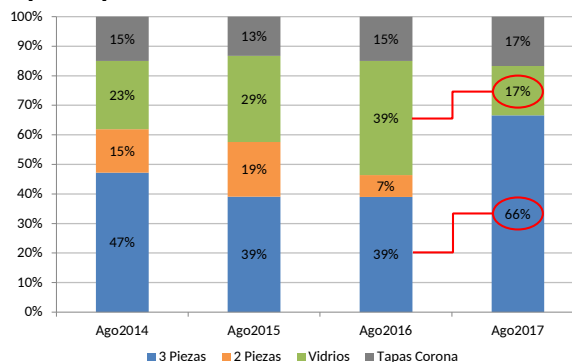
La consolidación incluye las cuentas de ENVASES VENEZOLANOS y sus filiales totalmente poseídas: Envases Aragua MAV, C.C.S., Firstville, Ltd., Vidrios Domésticos MAV, C.C.S., Tapas Aragua, C.A., Inversiones MAV 2004, S.R.L., Envases Metálicos de Oriente, C.A., Envases Corona MAV, S.C.S. y Suministros para Empaques MAV, S.C.S.

#### 3.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los ingresos percibidos por ENVASES VENEZOLANOS provienen en su totalidad de la producción y comercialización de envases divididos en sus cuatro unidades de negocios. Los ingresos por ventas al cierre del ejercicio 2017 totalizaron, 65.062,7 MBs. reflejando una variación interanual positiva a razón de 3,08 veces, presentando una tendencia estable durante toda la serie en estudio, a pesar de la disminución sustancial en la cantidad de unidades producidas.

Al observar de manera más exhaustiva, se tiene que la unidad de envases de 3 Piezas a Ago2017 representa la mayor fuente de ingresos de la empresa. Es de destacar que la unidad de tapas Corona ha ido ganando espacio dentro de la estructura de ventas del emisor, alcanzando una proporción superior al 79% de las cantidades totales comercializadas. En concordancia con lo anterior, en los últimos años EVSA ha venido realizando diversos programas de actualizaciones y mejoras en líneas operativas.

**Gráfico 1. Composición de los Ingresos por Tipo Producto**



Fuente: EVSA – Elaboración propia

En el negocio de 3 piezas, los esfuerzos estuvieron concentrados en dar prioridad a los envases destinados al sector alimentos; en especial el sector de conservas de pescado: sardina y atún. Al respecto es de hacer notar, que las más recientes declaraciones de Conindustria afirman que las ventas totales a nivel nacional disminuyeron, particularmente en el sector de alimentos y bebidas, las empresas consultadas afirmaron haber registrado una contracción en sus volúmenes e ingresos por ventas durante el período.

Son éstos los mismos factores que de una u otra manera han afectado las actividades del emisor, sin embargo, los márgenes del negocio se han mantenido estables, toda vez que se observa una menor presión del costo de ventas sobre los ingresos representando a Ago2017 el 49%. Cabe destacar que la Gerencia señala que como consecuencia de los ajustes de precios ocurridos en el sector cervecero, que impactaron en sus clientes, se produjo una caída de las unidades vendidas y por ende los días en cuentas por cobrar en dicha unidad de negocio reflejan un aumento versus el resto de las empresas.

**Tabla 4. Indicadores de Rentabilidad**

	Ago2014	Ago2015	Ago2016	Ago2017
Margen Bruto	21,19%	22,11%	9,91%	50,72%
Margen Operativo	15,31%	18,21%	6,70%	40,04%
Margen Neto	9,36%	0,82%	37,76%	88,56%
Margen EBITDA	16,83%	30,06%	41,32%	43,04%
ROA	6,27%	0,36%	14,00%	47,99%
ROE	10,16%	0,56%	20,68%	69,55%

Fuente: EVSA – Elaboración propia

Adicionalmente, con respecto a los niveles de eficiencia, al evaluar el ciclo de caja se observa, que la movilidad de cuentas por cobrar a clientes, comparada con los ingresos por ventas, es en promedio de 12,6% reflejando una brecha bastante favorable para el emisor, ya que posee un rango conveniente de maniobra para gestionar el cumplimiento de sus obligaciones con proveedores. De igual forma, al comparar los ingresos por ventas con los inventarios, se obtiene que la empresa vende en promedio en un ejercicio, el equivalente a 4,6 veces la cantidad de inventarios, esto muestra la eficiencia de Envases Venezolanos para gestionar reservas y generar ingresos por ventas.

**Tabla 5. Indicadores de Eficiencia**

	Ago2014	Ago2015	Ago2016	Ago2017
Rotación Ctas. por Cobrar	46	48	39	50
Rotación Ctas. por Pagar	42	35	22	20
Rotación Inventarios	98	69	114	200
Ciclo operativo	88	82	61	69
Ciclo efectivo	46	48	39	50

Fuente: EVSA – Elaboración propia

### 3.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

ENVASES VENEZOLANOS mantiene a Ago2017 activos corrientes por 92.928,3 MBs., entre los principales destacan: inventarios, efectos y cuentas por cobrar, inversiones negociables y efectivo que representan el 97,5% del total. Al descontar los inventarios que representan el 19,2% de los activos corrientes y están compuestos principalmente por materia prima y productos en proceso, productos terminados, repuestos. Solo se contaría con las partidas antes descritas para hacer frente a los pasivos corrientes.

Con base en lo expuesto anteriormente, analizando en detalle las cuentas por cobrar, ascienden a un monto de 23.027,1 MBs. Respecto a las inversiones negociables las mismas totalizan 20.267,9 MBs., y corresponden por un lado a una inversión en acciones clase “A” y clase “B” en moneda nacional de la Compañía Mercantil Servicios Financieros, C.A., registradas a valor de mercado y por otra parte, a un portafolio de inversiones en títulos valores emitidos por compañías domiciliadas en el exterior, consideradas como otros activos de inversión. Finalmente el efectivo y equivalentes suma 31.022,7 MBs.,

sustentados en el aumento del precio promedio de los productos y en una eficiente gestión de cobranza, todo lo anterior evidencia, que EVSA está en capacidad de hacer frente a su pasivo a corto plazo, con una razón de 3,4 de índice ácido, por lo que es claro que mantiene unos niveles considerables de liquidez.

**Tabla 6. Posición de Liquidez de ENVASES VENEZOLANOS**

	Ago2014	Ago2015	Ago2016	Ago2017
Solvencia Total	2,62	2,74	3,09	3,23
Solvencia Corriente	1,96	2,90	4,99	4,26
Prueba Ácida	1,22	2,03	3,35	3,44
Capital de Trabajo	2.438.356	4.027.891	11.080.412	71.124.757

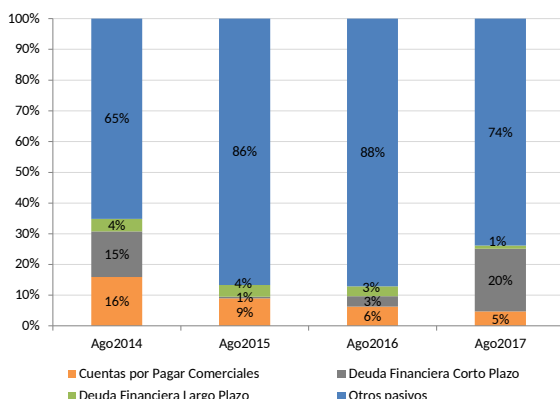
Fuente: EVSA – Elaboración propia

En referencia a la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones, la totalidad de los activos de Envases Venezolanos ascienden a 120.070,4 MBs., si al día de hoy tuviera que hacer frente a sus deudas que totalizan 37.224,1 MBs. estaría en plena capacidad, ya que como se evidencia sus bienes representan más de 3 veces el monto de pasivo exigible.

### 3.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

En referencia a la estructura financiera de la empresa, para el periodo analizado, que culmina en Ago2017, se ha mantiene una concentración del endeudamiento en el corto plazo, representando en promedio 57% del total de la deuda financiera, compuesta principalmente por préstamos bancarios en instituciones financieras locales por un monto de 7.268,3 MBs. Continuando con el análisis de la cobertura; los niveles de efectivo alcanzan 31.022,7 MBs. a la fecha de corte, adicionando el flujo de caja operativo (FCO) de 39.284,9 MBs., cubren cómodamente los vencimientos de deuda a corto plazo que totalizan un monto de 7.609,1 MBs.

**Gráfico 2. Estructura Pasivos**



Fuente: EVSA – Elaboración propia

El emisor, ha mantenido pasivos corrientes que representan a la fecha de corte un 59% del total de pasivos. El aumento en los niveles de apalancamiento mayoritariamente bancario, responde a una estrategia de la empresa, que contempla el aprovisionamiento de materia prima e insumos, a fin de contar con un abastecimiento adecuado de insumos y así garantizar la continuidad de sus operaciones. Comportamiento que es razonable dado el escenario inflacionario.

**Tabla 7. Indicadores de Cobertura**

	Ago2014	Ago2015	Ago2016	Ago2017
Cobertura de Intereses	(6,89)	(8,27)	3,36	0,79
EBITDA/Servicio Deuda	2,01	38,78	2,40	0,64
EBITDA/Servicio Deuda CP	2,80	(9,47)	2,87	0,65
EBITDA/Servicio Deuda LP	3,51	3,96	2,73	0,78
FCO/Servicio Deuda	1,03	15,54	2,77	0,90
Flujo de Caja/Servicio	1,45	17,35	2,03	0,71

Fuente: ENVASES VENEZOLANOS – Elaboración propia

#### 4. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

**4.1 GESTIÓN:** Como se ha señalado, se considera que ENVASES VENEZOLANOS está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos del funcionamiento de la empresa, tanto en lo referido a la gestión financiera, como industrial y comercial.

**4.2 RENTABILIDAD:** El emisor refleja una variación interanual positiva de 126,2% en promedio, tendencia que se mantiene en los resultados del presente ejercicio. Adicionalmente, los costos de producción mantienen una tendencia decreciente totalizando a Ago2017 49%, respecto al total de ingreso, razón por la cual, se considera

que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es considerable.

**4.3 SOLVENCIA:** Tal como se mencionó anteriormente, la empresa tiene un índice de solvencia total adecuada, sus bienes representan casi tres veces su pasivo exigible, de igual forma, el patrimonio presenta resultados positivos en cifras importantes, sin embargo, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar la estrategia de incrementar los niveles de inventario situación que podría impactar en el futuro sus niveles de solvencia.

**4.4 LIQUIDEZ:** Es quizás el aspecto más sensible, en promedio el activo corriente representa 41% de su activo total hasta 2016, situación que mejora en su resultado operativo reciente ascendiendo a 77% a Ago2017, actuación que se sustenta mayoritariamente en: efectivo, inversiones negociables y cuentas por cobrar a clientes. Hasta ahora el emisor muestra buena reciprocidad de los clientes con niveles mínimos de incobrabilidad.

**4.5 ENDEUDAMIENTO:** Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados; pero destaca la alta concentración de la deuda financiera a corto plazo, comportamiento que se corresponde con incrementos de los costos operativos y de producción, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de materia prima e insumos. Situación que se espera sea disminuida mediante la colocación de la presente emisión.

**4.6 JURÍDICO:** Al analizar la posibilidad de incumplimientos en el pago a los inversionistas, así como la eventual aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados se identifica que el riesgo jurídico es mínimo.

**4.7 CAMBIARIO:** La posición en moneda extranjera neta del emisor es favorable y corresponde principalmente a efectivo, inversiones negociables y anticipo a proveedores, que constituye un paliativo ante la exposición a variaciones en la tasa de cambio, que pueden afectar considerablemente las operaciones de la compañía.



**Tabla 8. Posición en Moneda Extranjera  
(Expresado en miles de US\$)**

	Ago2014	Ago2015	Ago2016	Ago2017
<b>Activos</b>	<b>12.085</b>	<b>17.084</b>	<b>15.108</b>	<b>7.625</b>
Efectivo	8.422	6.038	8.386	7.243
Inversiones negociables	-	4.845	6.655	-
Anticipos proveedores del exterior	3.663	6.201	67	382
<b>Pasivos</b>	<b>6.074</b>	<b>1.764</b>	<b>97</b>	<b>46</b>
Préstamos bancarios	-	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales	6.074	1.764	97	46
<b>Posicion Monetaria</b>	<b>6.011</b>	<b>15.320</b>	<b>15.011</b>	<b>7.579</b>

Fuente: ENVASES VENEZOLANOS – Elaboración propia

## 5. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de ENVASES VENEZOLANOS bajo tres escenarios: 1) *Base*: condiciones provistas por el emisor; 2) *Restricciones Leves*: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) *Restricciones Graves*: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, considerando estabilidad en los volúmenes de venta, el margen operativo se ubicaría en promedio en 12% para el período comprendido entre 2017 - 2021, con una cobertura de gastos financieros en 11,69x, y del servicio de la deuda de 2,34x.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un menor crecimiento promedio de las ventas, así como un costo implícito de los fondos superior, se obtuvo una cobertura de gastos y servicio de la deuda de 6,47x y 1,38x, respectivamente. Por último, considerando condiciones más exigentes, tales como un crecimiento inferior en las ventas anuales, reduciéndose los indicadores de cobertura tanto de gasto como de deuda en promedio a 1,95x y 0,44x respectivamente.

**Tabla 9. Indicadores Proyectados**

	Ago2018	Ago2019	Ago2020	Ago2021
<b>Escenario Base</b>				
Cobertura de Intereses	21,72	16,56	5,12	3,36
Cobertura Servicio Deuda	4,34	3,31	1,02	0,67
<b>Restricciones Leves</b>				
Cobertura de Intereses	6,79	13,08	3,78	2,23
Cobertura Servicio Deuda	1,44	2,78	0,80	0,47
<b>Restricciones Graves</b>				
Cobertura de Intereses	1,68	6,73	0,06	(0,66)
Cobertura Servicio Deuda	0,38	1,51	0,01	(0,15)

Fuente: ENVASES VENEZOLANOS – Elaboración propia

## 6. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una variación de la calificación:

### 6.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Reestructuración de la deuda de corto a largo plazo en mayor proporción.
- Sostenimiento de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Apalancamiento inferior a dos veces el resultado operativo de forma sostenida.

### 6.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Reparto de dividendos superiores a los proyectados.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento superior a dos veces el resultado operativo forma sostenida.
- Política de inversiones y aprovisionamiento de materia prima e insumos superiores a las anticipadas.

ENVASES VENEZOLANOS, S.A. Y FILIALES.				
INDICADORES FINANCIEROS				
(EXPRESADOS EN MILES DE BOLIVARES CONSTANTES)				
	Ago2014	Ago2015	Ago2016	Ago2017
<b>Liquidez y Solvencia</b>				
Solvencia	2,62	2,74	3,09	3,23
Solvencia corriente	1,96	2,90	4,99	4,26
Liquidez Acida	1,22	2,03	3,35	3,44
Capital de Trabajo	2.438.356	4.027.891	11.080.412	71.124.757
Activos circulante / Activo total	0,38	0,22	0,32	0,77
Días mano Ctas. por Cobrar	46	48	39	50
Días mano Ctas. por Pagar	42	35	22	20
Días mano Inventarios	98	69	114	200
Ciclo operativo	88	82	61	69
Ciclo efectivo	46	48	39	50
<b>Endeudamiento</b>				
Pasivo Total / Patrimonio	0,62	0,57	0,48	0,45
Pasivo Total / Activo Total	0,38	0,36	0,32	0,31
Pasivo Circulante / Pasivo Total	0,51	0,20	0,20	0,59
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,19	0,05	0,06	0,21
Deuda Financiera / Patrimonio	0,12	0,03	0,03	0,10
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	0,16	0,20	-1,83	-1,36
<b>Eficiencia</b>				
Crecimiento de las Vtas (%)	21,7%	41,1%	29,3%	308,4%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	1,46	0,82	0,63	2,32
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	0,84	0,60	0,45	0,80
Costos / Ventas	0,79	0,78	0,90	0,49
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	21,2%	22,1%	9,9%	50,7%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	15,3%	18,2%	6,7%	40,0%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	9,4%	0,8%	37,8%	88,6%
Margen EBITDA	16,8%	30,1%	41,3%	43,0%
<b>Rentabilidad</b>				
EBITDA	1.470.605	3.704.172	6.583.719	28.001.690
Utilidad Neta / Total Activo (ROA)	6,3%	0,4%	14,0%	48,0%
Utilidad Neta / Patrimonio (ROE)	10,2%	0,6%	20,7%	69,6%
EBITDA / Total Activo	11,3%	13,1%	15,3%	23,3%
EBITDA / Patrimonio	18,3%	20,6%	22,6%	33,8%
Costo Implícito de la Deuda	-0,23	-0,82	2,48	4,44
<b>Cobertura de Deuda</b>				
Gastos financieros	-213.467	-447.954	1.958.429	35.503.269
Deuda Financiera Total	943.717	543.482	789.143	7.997.211
Corto Plazo	737.974	56.778	334.985	7.609.166
Largo Plazo	205.743	486.704	454.158	388.045
Deuda Neta (Deuda - Caja)	-114.117	-1.114.166	-4.790.866	-23.025.502
Deuda Neta (Deuda - (Caja+Inversiones Neg.))	-114.116,70	-1.212.345,00	-5.546.078,00	-43.293.469,00
Cobertura Intereses	-6,89	-8,27	3,36	0,79
EBITDA/Servicio Deuda	2,01	38,78	2,40	0,64
EBITDA/Servicio Deuda CP	2,80	-9,47	2,87	0,65
EBITDA/Servicio Deuda LP	3,51	3,96	2,73	0,78
EBITDA/Servicio Deuda Neta	-4,49	-2,37	-2,32	2,24
FCO / Servicio Deuda	1,03	15,54	2,77	0,90
Flujo de Caja / Servicio Deuda	1,45	17,35	2,03	0,71

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente