



INFORME DE SITUACIÓN ECONÓMICO - FINANCIERO

SEPTIEMBRE 2009

Información Financiera al: 28/02/09
Última fecha de cierre fiscal: 28/02/09

1.- INTRODUCCION

El presente informe se realizó con el objeto de sustentar los resultados del análisis económico – financiero de GRUPO ZULIANO, C.A. y su filial (en lo adelante GZ) otorgando una opinión independiente sobre la solvencia, rentabilidad, eficiencia en el manejo del negocio, entre otros aspectos, que permitan a los interesados tener una evaluación integral de la compañía, con base a la información suministrada por la propia empresa, así como datos sobre el mercado en el que participa.

2.- ANTECEDENTES

GZ es una empresa venezolana con más de 40 años de presencia en el país (1970) y experiencia en el mercado de capitales, cotizando en la Bolsa de Valores de Caracas desde 1972. Su actividad se basa en la constitución y funcionamiento de empresas encargadas de establecer, operar y desarrollar la explotación, transformación y preparación de hidrocarburos para fabricar productos químicos o petroquímicos.

Es de hacer notar, que el objeto principal de la empresa es lograr unos resultados financieros sólidos a través de la realización de inversiones competitivas, en un negocio con altas perspectivas de crecimiento y que permita que en definitiva sus accionistas reciban un rendimiento adecuado por su inversión. Desde sus inicios, Grupo Zuliano comienza a jugar un rol importante en el negocio de la petroquímica

básica participando en 1970 en la constitución y desarrollo de la primera empresa mixta del Zulia: Estirenos del Zulia C.A. (ESTIZULIA), la cual produciría poliestireno en El Tablazo con materia prima importada. Los accionistas de ESTIZULIA fueron GZ con un 37,50% de participación accionaria, el Instituto Venezolano de Petroquímica – IVP (hoy Petroquímica de Venezuela PEQUIVEN, S.A.) con un porcentaje igual y Dow Chemical con el 25% restante.

En 1971, GZ (con un 30% de participación accionaria), en conjunto con el IVP (quien aportó el 40%) y la compañía francesa ATOCHEM (con un 30%), constituyeron Polímeros del Lago C.A. (POLILAGO), también ubicada en El Tablazo y destinada a producir polietileno de baja densidad (PEBD) a partir de etileno producido en la plantas de olefinas que se estaba construyendo en el Complejo Petroquímico de El Tablazo. En forma similar, dos años más tarde, en 1973, se constituiría Plásticos del Lago C.A. (PLASTILAGO), en la cual GZ participaba con aproximadamente un 30% del capital y el IVP con el 70% restante. PLASTILAGO estaría destinada a la producción de polietileno de alta densidad (PEAD), también a partir de etileno de las plantas de olefinas de El Tablazo.

Años más tarde, en 1985 en asociación con PEQUIVEN, el Grupo Mitsui y Promotora Venoco, constituyeron en El Tablazo a Polipropileno de Venezuela, S.A. (PROPILVEN), y construyeron una planta para la producción de polipropileno con una



capacidad de 70.000 T.M. anuales, que entraron en operación en 1991.

Siguiendo este esquema, se aprobó en Febrero de 1992, en conjunto con PEQUIVEN y Combustion Engineering Technology Invest.M.ents (CETIC) la constitución en El Tablazo de RESINAS LINEALES, S.A. (RESILIN), y se comienza a construir una planta para producir polietileno lineal de baja densidad (PELBD) con capacidad de 165.000 T.M., que entrarían en operación en 1994. GZ amplía dos años más tarde sus inversiones en dos (2) nuevos proyectos: Productora de Sal, S.A. (PRODUSAL), y Estireno del Lago (ESTILAGO) C.A., también en asociación con PEQUIVEN. Para finales de 1994, GZ contaba con inversiones en cinco (5) empresas operativas y en dos (2) proyectos en construcción.

Con un entorno económico y político pleno de dificultades, a principios de los años 90, GZ logró incorporar como accionista institucional a la multilateral INTERNACIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), quien suscribe un Acuerdo de Inversión en 1991. Durante 1992-94 los proyectos en construcción (RESILIN, PRODUSAL y ESTILAGO), requirieron de GZ significativos aportes de capital que superaron la capacidad de levantar fondos en el mercado de capitales venezolano, razón por la cual en 1995, Petroquímica de Venezuela, PEQUIVEN, S.A. en una operación de recapitalización de GZ, adquiere, a través de su filial offshore INTERNATIONAL PETROCHEMICAL HOLDING LTD (IPHL), el 49% de la participación accionaria y el control gerencial de GZ (IPHL detentó así un 24% de acciones comunes y un 25% de acciones preferidas, que devengaban un dividendo preferido acumulable).

A partir de 1996, la nueva Gerencia de GZ decidió iniciar un proceso de desincorporación de inversiones, completándose un primer grupo en

el período 1996-98, tal y como se muestra en la Tabla 1; y posteriormente se inicia un proceso de racionalización operacional entre 1997-99.

Tabla 1: Empresas afiliadas a GZ

Afiliadas	Feb-94	Feb-98	Feb-99	Feb-07
Estizulia	37,50%	-	-	-
Plastilago - Polinter	31,45%	31,45%	20,00%	8,06%
Polilago	30,00%	30,00%	-	-
Propilven	17,80%	17,80%	17,80%	17,80%
Resilin	28,50%	-	-	-
Produsal	60,00%	-	-	-
Estilago	33,33%	33,33%	-	-
Electrosoda Guayana	45,00%	-	-	-

Nota: Fechas relevantes en las modificaciones realizadas

Fuente: GZ – Elaboración propia

En Septiembre de 1998, se decide la fusión de PLÁSTICOS DEL LAGO, C.A. (Plastilago), POLÍMEROS DEL LAGO, C.A. (Polilago) y RESINAS LINEALES, S.A. (RESILIN), que dio origen a la actual POLIOLEFINAS INTERNACIONALES, C.A. (POLINTER), donde GZ mantenía para aquel momento un 20% de participación.

En Febrero de 2002, se llevó adelante un proceso de reestructuración accionaria, así como la redención parcial de la participación del accionista INTERNATIONAL PETROCHEMICAL HOLDING LTD. (IPHL). En principio, se aprobó la conversión de la totalidad de las acciones preferidas en acciones comunes, por motivo de cumplirse siete años de la emisión de la totalidad de dichas acciones.

Por otra parte, en Marzo de 2002, la INTERNACIONAL FINANCE CORPORATION (IFC) poseedora del 5% de GZ, notificó su intención de disponer de su participación en la compañía, por lo que después de tres años de negociación y acuerdos las



acciones fueron vendidas en su totalidad a los accionistas minoritarios.

En Marzo de 2006 se firmó un Memorando de Entendimiento para una nueva reestructuración accionaria de GZ, estableciéndose en una primera fase, la redención parcial de la participación del accionista mayoritario INTERNATIONAL PETROCHEMICAL HOLDING LTD. (IPHL), mediante la anulación del 25% de las acciones comunes provenientes de conversión y un número de acciones suficientes para que dicho accionista redujese su participación manteniéndola en 20% del Capital social de la compañía.

Como contraprestación de la participación accionaria redimida y en consecuencia eliminada, la compañía dio en pago a IPHL el equivalente al 11,94% de acciones de aquellas en que se encuentra dividido y representado el Capital social de POLINTER. En tal sentido, se redujo la participación accionaria de GZ en POLINTER hasta un 8,06%.

La primera fase acordada en el Memorando de Entendimiento, la cual contemplaba la reestructuración accionaria fue completada en el 2007, sin embargo, todavía se encuentra en negociación la segunda fase del mencionado memorando, que contempla las condiciones bajo las cuales se transferirá a PEQUINVEN o IPHL, según corresponda, el monto de acciones remanentes que tiene GZ en el Capital social de POLINTER, a cambio de acciones en el Capital social de otras empresas mixtas petroquímicas. En Abril de 2008 se aprobó celebrar un acuerdo de extensión del plazo previsto para esta negociación hasta el 31 de Mayo de 2009, estimándose una nueva prórroga hasta Diciembre de este año.

3.- ACTIVIDAD

GZ no realiza una actividad comercial como tal, puesto que no vende ningún producto sino que son las empresas (afiliadas) donde tiene las inversiones las que lo hacen. En términos simples, la empresa se puede definir como una tenedora de acciones de empresas petroquímicas relacionadas patrimonialmente.

Las inversiones que GZ mantiene actualmente en su portafolio de inversión son: en POLIPROPILENO DE VENEZUELA PROPILVEN, S.A. (PROPILVEN) con un 17,8% de participación y en POLIOLEFINAS INTERNACIONALES, C.A. (POLINTER), con 8,06%. En estas empresas mixtas también son accionistas PEQUIVEN y la empresa INTERNATIONAL PETROCHEMICAL HOLDING LTD. (IHL), entre otros.

La actividad de las empresas en las que GZ mantiene sus inversiones, se describe a continuación:

3.1 PROPILVEN

Es una empresa venezolana de capital mixto, productora de polipropileno grados homopolímeros, copolímeros random y copolímeros de impacto. La empresa fue constituida en 1985, en asociación con PEQUIVEN, varias empresas del Grupo Mitsui y Promotora Venoco C.A., filial de Industrias Venoco C.A., contando con una planta que se encuentra en el Complejo Petroquímico Ana María Campos (antiguo Complejo Petroquímico de El Tablazo), Municipio Miranda del Estado Zulia.

La planta inició sus operaciones en el año 1991 con una capacidad instalada de 70.000 T.M. anuales de polipropileno. Sin embargo, la creciente demanda de la resina, justificó una primera ampliación de la capacidad instalada en



un 20% pasando a 84.000 T.M./Año en 1996. En el tercer cuatrimestre del año 2004 se ejecutó nuevamente un proyecto para el cambio de la capacidad de producción de la planta para aumentar a 110.000 T.M./Año su capacidad nominal (actual). PROPILVEN representa el único suplidor venezolano de resinas de polipropileno.

Según lo informado por la empresa, PROPILVEN ha venido fortaleciendo su presencia en el mercado nacional al alcanzar sostenidamente los volúmenes de producción anticipados en su plan anual y satisfaciendo los requerimientos del mercado nacional.

Las principales aplicaciones a las cuales van dirigidas los productos (resinas plásticas de polipropileno) elaborados por PROPILVEN son: Envases de pared delgada, Tapas de envases, Artículos para el hogar, Empaques flexibles, Mecates, Película plana, Rafia para sacos, Respaldo de alfombras, Cintas adhesivas, Bolígrafos, Juguetes, Mobiliario, Cestas, Pipotes, Botellas, Contenedores, Piezas técnicas, Mobiliario, Envases de pared delgada, multifilamentos, piezas industriales y automotrices, Utensilios de cocina, Piezas técnicas, Bandejas, Película plana, Mango de piezas, Fibra cortada, entre otros.

3.2 POLINTER

Se trata de una empresa mixta venezolana productora de Polietilenos de Alta, Media, Baja y Lineal de Baja Densidad, así como Mezclas de Polietilenos. La planta está ubicada en el Complejo Petroquímico Ana María Campos, (antiguo Complejo Petroquímico El Tablazo) Municipio Miranda del Estado Zulia. En la Tabla 2 se muestra su capacidad de producción por productos.

Tabla 2: Capacidad de producción POLINTER

PRODUCTOS	CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN (T.M./AÑO)
Polietileno de alta densidad	160.000
Polietileno de baja densidad	75.000
Polietileno lineal	190.000

Fuentes: GZ – Elaboración propia

Es de destacar la puesta en marcha del “Proyecto Olefinas III y Polietilenos” a ser ejecutado en el Complejo Petroquímico Ana María Campos, que proyecta incrementar de las 425.000 T.M. anuales, a 1.000.000 T.M. por año a partir del 2011, bajo un esquema de producción integrado desde la materia prima (etano y propano) hasta la producción de polietilenos como producto final.

El alcance del proyecto se dividió en dos fases, la primera, que tiene por objetivo incrementar su capacidad actual de producción en un 30%, distribuida en dos de sus plantas, 60.000 T.M. anuales en polietileno de alta densidad y 40.000 T.M. anuales en polietileno lineal de baja densidad, actualmente en etapa de definición. Esta fase también incluye la construcción de una unidad de producción para generar 15.000 T.M. anual de 1-Buteno, el cual se importa actualmente y es utilizado como monómero en la producción de polietileno. En Febrero de 2008, con una inversión de US\$ 60 millones, POLINTER completó la expansión de la planta de alta densidad e inició su fase productiva. El alcance global de esta primera fase se espera completar durante el 2009 con una inversión estimada en US\$ 160 millones.

Los polietilenos manufacturados por POLINTER son comercializados bajo la marca VENELENE, y se sintetizan cumpliendo estándares de tecnología y de control de calidad en todos los procesos que componen la cadena de producción, la cual se inicia con el etileno, la materia prima suministrada por PETROQUÍMICA DE VENEZUELA, S.A.

(PEQUIVEN). Asimismo, POLINTER produce mezclas de polietilenos, diseñadas para satisfacer los requerimientos del mercado actual. Los productos finales que se elaboran a partir de las resinas de POLINTER se resumen en la Tabla 3.

Tabla 3: Usos finales de las resinas producidas por POLINTER

SECTORES	USOS FINALES
Alimentos	Película termocongelable o termoretráctil, película en rollos para empaque automático, películas para bolsas de todo uso, láminas para empaques termoformados, tapas de pared delgada, película estirable para artículo de carnicería y charcutería, contenedores de pared delgada para el envasado de agua, jugos, leche, helados; gaveras y huacales.
Artículos del hogar	Cestas y tobos, envases para artículos de limpieza
Construcción	Tubos para bombeo de agua y gas, tubos para instalaciones eléctricas, telefónicas y de tendidos de fibra óptica, tubos corrugados para drenajes
Farmacosméticos	Película plana de uso sanitario, envases para cosméticos y medicinas
Industrial	Película termocongelable para peletas, paletas plásticas, tambores de gran capacidad, contenedores para productos químicos, sacos industriales, bidones y maxi-cubos
Juguetes	Juguetes de piñatería, parques infantiles, juguetes en general
Plasticultura	Acolchado de suelos, invernaderos y techos, empajado, acolchado de suelos, impermeabilización de lagunas y canales, sistema de riesgo

Fuentes: GZ – Elaboración propia

4.- ANÁLISIS CUALITATIVO

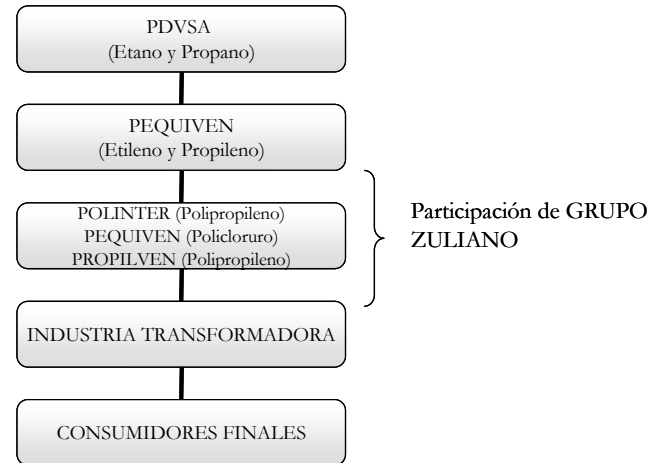
4.1 ANÁLISIS SECTORIAL

4.1.1 Tamaño y estructura

GZ forma parte de un sub-sector de la industria petroquímica nacional. A efectos de ilustrar la ubicación de la empresa como parte de la cadena

de polioleofinas plásticas se presenta el siguiente Diagrama.

Diagrama 1: Ubicación de GZ en la Cadena industrial de oleofinas plásticas



Fuente: Elaboración propia

PDVSA comercializa el etano y propano a PEQUIVEN quien lo procesa y convierte en Etileno y Propileno, que serían las fuentes de materia prima de las productoras de resinas (POLINTER que produce Polietilenos, PROPILVEN que produce Polipropilenos y PEQUIVEN Policloruro de Vinilo o PVC), que son vendidos a la industria transformadora nacional y estos a su vez, al consumidor final.

Como se observa, en el segmento de la cadena en la que participa GZ, existen sólo tres empresas productoras de resinas, en las que existe una preponderante presencia del Estado venezolano. El mercado es poco permeable a la entrada de nuevos competidores, toda vez que las barreras de entrada para nuevos oferentes son muy altas, dados los niveles de inversión inicial requeridos, el tamaño del mercado que imposibilita el desarrollo de economías de escala, así como un alto grado de concentración de la oferta de cada tipo de resina en las empresas mencionadas. A



saber, POLINTER satisface cerca del 95% de los requerimientos de polietileno del mercado doméstico, PROPILVEN entre el 90-95% de polipropileno y PEQUIVEN, el 75% de policloruro de vinilo (PVC). El resto de la demanda es satisfecha mediante las importaciones.

4.1.2 Comportamiento y resultados del sector

Cada uno de los eslabones de la cadena que conforman el sector plástico presenta características particulares, toda vez que cada uno de ellos es impactado en mayor o menor intensidad por factores exógenos. Si bien es cierto que la tendencia de la economía venezolana, medida a través de variables como el Producto Interno Bruto tiene efectos relevantes sobre la industria, hay eslabones que tenderán a sobrerreaccionar, pues tiene menores posibilidades de protegerse ante cambios en los precios y en la demanda.

Para el caso en análisis, se observa que ante la volatilidad de los precios del petróleo, las empresas que participan en el primer eslabón de la cadena, es decir, en la producción de resinas, tienen un margen de maniobra mayor, toda vez que han podido trasladar al menos parcialmente, dicho aumento aguas abajo.

El ajuste de los precios del petróleo a partir de Julio de 2008 y que ha permitido un precio promedio del barril en torno a los 60 dólares para el caso de la cesta venezolana, ha hecho que se hayan iniciado desde el mes de Diciembre de 2008, reducciones de precios para todos los grados de polietileno y polipropileno. Sin embargo, todavía existen inventarios de material de alto costo que no se ha agotado debido a la desaceleración de la demanda interna.

Si bien en los últimos años, la industria del plástico en Venezuela ha tenido una gran

expansión, la disminución del consumo tenderá a afectar en el mediano plazo a toda la cadena. Al respecto, es importante recordar que los usos de la mayoría de las resinas plásticas, están destinadas básicamente a productos de consumo masivo.

Asimismo, el efecto de la crisis financiera internacional tanto en la demanda global, como en un menor nivel de ingresos del Estado venezolano, actor preponderante en la producción de resinas, puede provocar problemas en cuanto al financiamiento de la expansión de sus operaciones y de su capacidad de producción, como lo ya mencionado, que tiene como objetivo maximizar el aprovechamiento de la posición competitiva a nivel de materias primas con que cuenta el país, al tiempo de convertirse en el pivote fundamental para potenciar la industria nacional del plástico.

4.2 ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Al 28 de Febrero de 2009 el Capital social de la empresa es de Bs. 4.125.562 dividido y representado en 4.125.562 acciones comunes con un valor nominal de Bs. 1 cada una de ellas, pagado en un 99%. Las acciones son nominativas, no convertibles al portador, indivisibles y cada una representa un voto en las asambleas, confirmando a sus titulares iguales derechos.

En la Tabla 4 se muestra el detalle de los movimientos patrimoniales a Febrero de 2009, destacando el reconocimiento que realiza la Gerencia de pérdidas no realizadas por el deterioro de la inversión en PROPILVEN por un monto de Bs. 83,93 millones y que se originan por la adopción de los principios de contabilidad VEN NIIF. La valuación de la inversión se realizó la Gerencia al valor razonable de los títulos de patrimonio en dicha empresa, determinado en el caso de títulos no cotizados en



mercados públicos, con base en los flujos de caja descontados utilizando una tasa de descuento del 15,8% en el 2009.

Tabla 4: Movimientos patrimoniales

MOVIMIENTOS	SALDOS
CAPITAL SOCIAL	115.949.784
Acciones en tesorería	-
GANANCIAS RETENIDAS	
-Superávit de Capital	50.221.262
-Reserva especial	-
-Reserva legal	20.210.584
-Pérdida no realizada de inversiones	(83.934.761)
-No distribuidas	12.949.412
TOTAL	115.396.284

Fuente: GZ – Elaboración propia

Para el caso de POLINTER, a partir de Mayo de 2006 y como consecuencia de la reducción de la participación accionaria de GZ en la misma, descontinuó el reconocimiento de la participación patrimonial de sus resultados, y reconoció un aumento en su patrimonio por Bs. 1.669.000 que se registró en el rubro de Superávit de capital, manteniendo las acciones redimidas como Acciones en Tesorería hasta que se efectuó su anulación. El Capital social se redujo luego de su aprobación por la Comisión Nacional de Valores en Diciembre de 2007 y durante el 2008 IPHL completó los requisitos formales pendientes ante el agente de traspaso.

Como se mencionó en los Antecedentes, todavía se encuentran en fase de negociación las condiciones en las cuales se transferirán a PEQUIVEN o IPHL, según corresponda un monto de acciones remanentes del Capital social de POLINTER. Como parte del Memorando, de mutuo acuerdo entre GZ, PEQUIVEN e IPHL, serán seleccionada la o las empresa(s) mixta(s) petroquímica(s) donde sean accionistas, con la finalidad de celebrar un contrato adicional de permuta en virtud del cual se transfiera a PEQUIVEN o IPHL unas 5.277.479 acciones remanentes, del Capital social de POLINTER,

con un valor nominal de Bs. 1 cada una, y en contraprestación la Compañía reciba un número de acciones equivalente al valor de las entregadas. Este acuerdo fue prorrogado hasta Diciembre de 2009, encontrándose el nuevo esquema en plena negociación.

La Junta Directiva está conformada cinco (5) directores principales, electos por el período 2009 - 2010, según se indica:

Directores principales: Guido Gómez (Presidente), Pedro Lugo, Oscar Grossmann, Gerardo González, Edgar Pedraja.

Directores suplentes: Francisco García, Daniel Finol, Reinaldo Gabaldón, Ramón Muchacho y Enrique Auvert.

Se observa que la Gerencia presenta amplia experiencia y ha llevado adelante planes estratégicos que le han permitido mejorar sus resultados en un entorno cambiante, así como lograr dichos objetivos.

5.- ANALISIS CUANTITATIVO

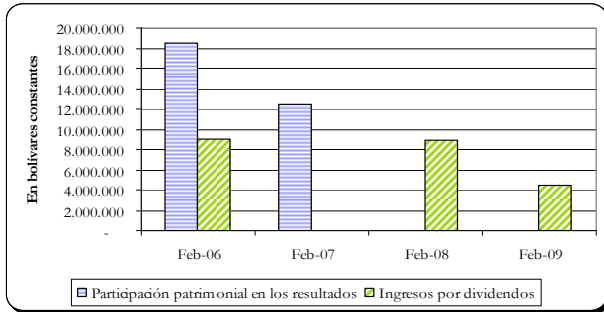
La información económico - financiera analizada está basada en los estados financieros finalizados al 28 de Febrero de 2006, 2007, 2008 y 2009 auditados por Espiñeira, Sheldon y Asociados. Los estados financieros consolidados incluyen las cuentas de GZ, C.A. y su filial en el exterior, INTERNATIONAL PETROCHEMICAL LIMITED (IPL) cuyos saldos no son significativos.

5.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los Ingresos de GZ provienen únicamente de los dividendos de las inversiones en acciones, los cuales son reconocidos en el momento en que son decretados por su(s) afiliada(s). Como se muestra en el Gráfico 1, hasta Febrero de 2007 los Ingresos de GZ provenían de sus inversiones

en PROPILVEN y en POLINTER; sin embargo, a partir de Febrero de 2008 disminuyeron en 44,41% y en 50,30% para Feb-09.

Gráfico 1: Ingresos GZ

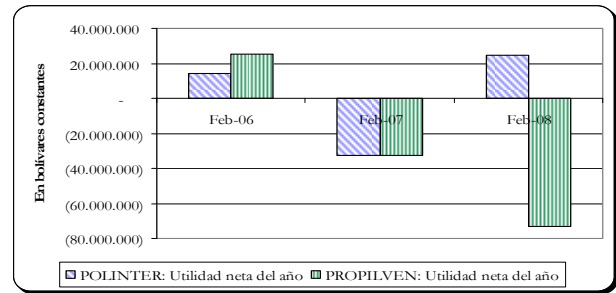


Fuente: GZ – Elaboración propia

Esta situación resultaba predecible, toda vez que los ingresos se vieron disminuidos luego que se redujera la participación patrimonial en POLINTER. En efecto, hasta Febrero de 2007 se realizaba el reconocimiento de la participación patrimonial en los resultados de esta empresa, lo cual se dejó de realizar hasta el 2008. Es importante acotar que por el método de participación patrimonial, en la medida que la empresa afiliada genera utilidad o pérdida, ésta se refleja en los resultados de GZ con base proporcional a su participación accionaria, siendo siempre necesario que la afiliada decrete los dividendos correspondientes, para que los mismos se traduzcan en recursos disponibles para la compañía.

Como se observa en el Gráfico 2, tanto PROPILVEN como POLINTER han registrado resultados con tendencias desfavorables hasta Feb-08, y en el caso de esta última, sus compromisos en nuevos proyectos de inversión han sido importantes, por lo que no habían podido decretar dividendos al menos en los dos (2) últimos años.

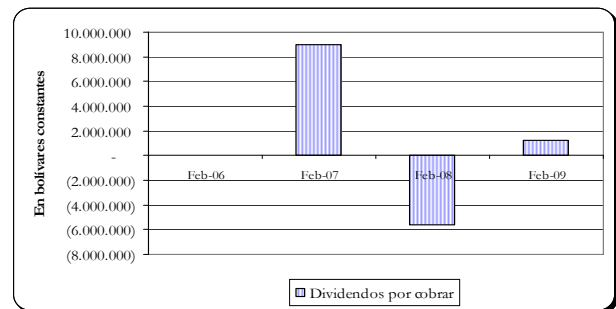
Gráfico 2: Utilidad neta afiliada



Fuente: GZ – Elaboración propia

Al cierre fiscal de Febrero de 2009 se presentan en el Estado de resultados de la empresa, un monto de Bs. 4.450.000 correspondientes al registro de los dividendos decretados por PROPILVEN en ese mismo período, los cuales se encuentran totalmente cobrados. Al respecto es importante señalar que dado que el cierre de PROPILVEN es en Diciembre, mientras que el de GZ es en Febrero, normalmente los dividendos que se decretan presentan un tiempo de espera de unos cinco (5) meses hasta que son efectivamente cancelados. En el Gráfico 3 se muestra la evolución de los Dividendos por cobrar en los últimos cuatro (4) años, observándose que el monto a Febrero de 2007 ha sido el más elevado por cobrar, lo cual coincide con el año de menores ingresos y márgenes más comprometidos.

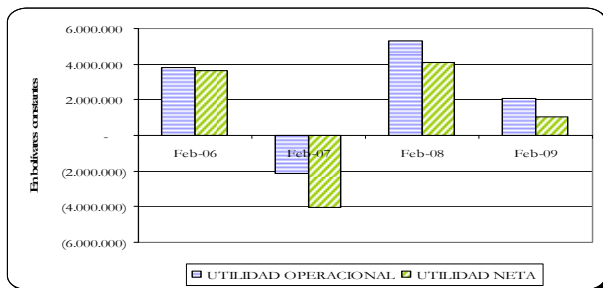
Gráfico 3: Dividendos por cobrar



Fuente: GZ – Elaboración propia

Los márgenes operativos de GZ han sido positivos en los dos últimos cierres, aún cuando presenta una tendencia desfavorable, con una estructura de costos y gastos que pasó de representar 41% de los Ingresos percibidos en Feb-08, a 53% en Feb-09. La mayor parte de los gastos por honorarios profesionales corresponden principalmente a servicios recibidos por concepto de asesorías legales, financieras y administrativas. Por su parte, el margen neto siguió una tendencia similar, afectado básicamente por una combinación de menores ingresos y mayores costos y gastos incurridos (Ver Gráfico 4).

Gráfico 4: Márgenes operativo y neto



Fuente: GZ – Elaboración propia

Otro aspecto relativo a indicadores de rentabilidad, se refiere al análisis de la Utilidad neta por acción, la cual ha tenido una evolución positiva en los dos (2) últimos años, ubicándose en 25% para el cierre de Feb-09. Sin embargo, la Rentabilidad del Activo y del Patrimonio, se ha ubicado en niveles sumamente bajos, más aún en términos reales (Ver Tabla 5).

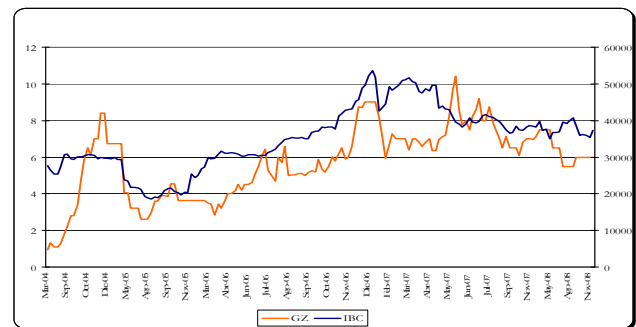
Tabla 5: Rentabilidad del Activo y Patrimonio

	Feb-07	Feb-08	Feb-09
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	-0,415%	0,499%	0,164%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	-0,421%	0,504%	0,165%

Fuente: GZ – Elaboración propia

Por otro lado, la rentabilidad de la acción que se cotiza en la Bolsa de Valores de Caracas ha sido positiva, para un aumento de 642% del precio de la acción entre el 2004-2009, desde Bs. 0,9 por acción a Bs. 6 por acción, que se compara favorablemente con respecto al comportamiento del índice bursátil, que tuvo un aumento de 128% en ese mismo período (Ver Gráfico 5).

Gráfico 5: Evolución de la acción GZ vs IBC



Fuente: GZ – Elaboración propia

5.2 FINANCIAMIENTO Y LIQUIDEZ

La vía de fondeo que ha utilizado GZ a lo largo de su historia, ha sido básicamente la emisión de nuevas acciones, con movimientos patrimoniales que revelan una política de dividendos satisfactoria para sus accionistas, que ha permitido honrar la inversión realizada, manteniendo al mismo tiempo un adecuado nivel de autofinanciamiento. De esta forma se muestran índices que relacionan los Dividendos pagados sobre la Utilidad neta de 0,78x y de 2,77x sobre el Flujo de caja operativo, cifras a Feb-09.

La empresa tiene espacio para el financiamiento externo, debido a que muestra una capacidad de pago adecuada dado su flujo de caja libre calculado para el próximo cierre fiscal, observándose además fuentes alternativas de fondos producto de una administración adecuada de sus activos más disponibles. En efecto, GZ

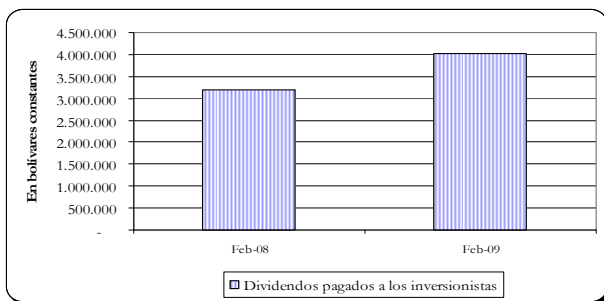
mantiene tres (3) fideicomisos de inversión en dos instituciones financieras nacionales, conformados por las acciones correspondientes a sus inversiones en custodia bajo un contrato de fideicomiso en una institución financiera nacional. El beneficiario del fondo y sus rendimientos es la propia compañía, que a Feb-09 totalizaron Bs. 176.653 a tasas que oscilan entre un mínimo de 10,67% y un máximo de 18,92%. Asimismo tiene colocaciones en un banco del exterior que devenga intereses a una tasa variable anual de mercado del 1,79% a Feb-09.

Los niveles de liquidez y solvencia se ubican en saldos favorables a lo largo de la serie analizada, siendo su Activo más líquido los Dividendos y el Efectivo y sus equivalentes. Como contraparte, sus Pasivos vienen dados básicamente por los Dividendos por pagar.

5.3 FLUJO DE EFECTIVO

Para Feb-09 GZ se caracteriza por una sana relación en su flujo de efectivo, al generar caja en operaciones, básicamente por un saldo favorable en su Utilidad neta y en montos de Dividendos por cobrar, utilizando efectivo en actividades de inversión y en financiamiento, siendo la más relevante el pago de dividendos (Ver Gráfico 6).

Gráfico 6: Dividendos pagados a los inversionistas



Fuente: GZ – Elaboración propia

6.- ANÁLISIS DE RIESGOS

Los riesgos a los cuales puede estar expuesto GZ se refieren en primer término a *Riesgos de mercado*, bien sea de fluctuación en la tasa de cambio y en la tasa de interés, dadas las inversiones temporales que realiza, contando además con una concentración de riesgo de crédito, al mantener dichas inversiones en algunas instituciones financieras. Es de destacar que este tipo de riesgo es mitigado, debido a que dichas instituciones gozan de una adecuada clasificación crediticia.

Con respecto al sector en el cual se desempeña, si bien la industria petroquímica se ve afectada por factores que pudieran limitar sus resultados, el eslabón de la cadena en el que GZ ha realizado sus inversiones, como lo es en la cadena de olefinas, presenta al contrario de otros segmentos, fortalezas significativas, al tener una presencia predominante del Estado venezolano, una infraestructura de producción en plena capacidad y planes de inversión que le permitirán mantener su posicionamiento.

Según lo menciona la Gerencia, es posible la apertura de sus inversiones hacia otras empresas, pero siempre en el sector petroquímico, lo cual se considera como un elemento mitigador de los riesgos asociados a las mismas, dada la experiencia de la Junta Directiva de GZ. Esta posibilidad de ampliación de las inversiones resulta favorable toda vez que en este momento la empresa está expuesta a un *Riesgo de concentración en una única inversión*, dependiendo pues de su capacidad de generación de caja y por ende, de su posterior decreto de dividendos.

7.- PROYECCIONES

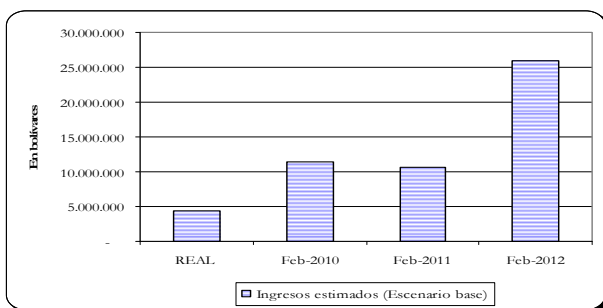
Siguiendo la metodología de SOFTLINE RATINGS, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de GZ bajo tres escenarios, uno BASE, en el cual se tomaron inicialmente las

premisas tanto macroeconómicas como del negocio presentadas por la empresa; un escenario de RESTRICCIONES LEVES, donde se desmejoran ligeramente ciertas variables y uno de RESTRICCIONES GRAVES, donde se recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para los escenarios construidos, se tomó como variables macroeconómicas, una tasa de cambio de Bs. 2,80 por dólar para el 2010, así como una tasa de inflación del 37%, una tasa de interés activa de 28% y pasiva de 20%. Como parte de las premisas del negocio, se consideraron dos elementos fundamentales: (1) los planes estratégicos sobre nuevas inversiones que está estudiando la Gerencia, (2) el aumento de la capacidad de producción de PROPILVEN para el 2011, que supondría una disminución del monto estimado de los dividendos para ese año.

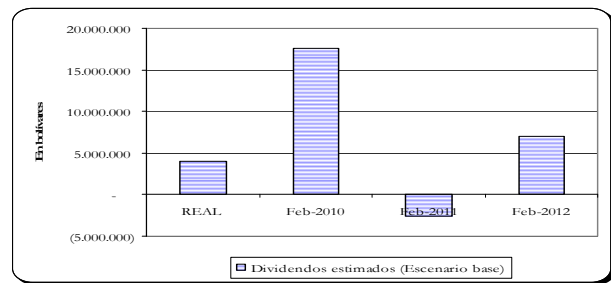
Los resultados financieros para un escenario base, muestran incrementos significativos de los Ingresos (Ver Gráfico 7), que permitirían márgenes operativos y netos entre 40% y 45% sobre Ingresos, así como pagos de dividendos que pudieran significar una mejora de la relación con respecto a la Utilidad neta y sobre el Flujo de caja operativo (Ver Gráfico 8).

Gráfico 7: Ingresos estimados – Escenario base



Fuente: GZ – Elaboración propia

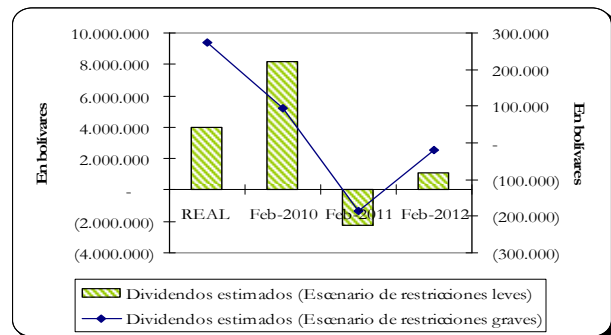
Gráfico 8: Dividendos estimados - Escenario base



Fuente: GZ – Elaboración propia

Para el caso de un escenario de restricciones leves y uno de restricciones graves, los resultados financieros muestran altas sensibilidades de su flujo de caja ante cambios poco significativos en sus Ingresos (en un rango comprendido entre 2%-5%), así como en la proporción de Dividendos por cobrar y por pagar. Sin embargo, dadas estas condiciones más estrictas, las tendencias siguen siendo favorables (Ver Gráfico 9).

Gráfico 9: Dividendos estimados - Escenario restricciones leves y graves



Fuente: GZ – Elaboración propia

8.- CONCLUSIONES

GRUPO ZULIANO, C.A. es una empresa venezolana con más de 40 años de presencia en el país, orientada al sector petroquímico. La



empresa se puede definir como una tenedora de acciones de empresas que participan en dicho sector, relacionadas patrimonialmente. La empresa no realiza una actividad comercial como tal, puesto que no vende ningún producto sino que son las afiliadas donde tiene las inversiones las que lo hacen.

Actualmente, las inversiones que mantiene la empresa son: POLIPROPILENO DE VENEZUELA PROPILVEN, S.A. (PROPILVEN) con un 17,8% de participación y en POLIOLEFINAS INTERNACIONALES, C.A. (POLINTER), con 8,06%. En estas empresas mixtas también son accionistas PEQUIVEN y la empresa INTERNATIONAL PETROCHEMICAL HOLDING LTD. (IPHL). Como se observa, GZ tiene sus inversiones en la parte alta de la cadena del sector plástico, en donde el Estado venezolano tiene una presencia preponderante y donde se abastece casi completamente el mercado nacional.

Es de destacar que en Marzo de 2006 la empresa firmó un Memorando de Entendimiento para una nueva reestructuración accionaria de GZ, estableciéndose en una primera fase, la redención parcial de la participación del accionista mayoritario INTERNATIONAL PETROCHEMICAL HOLDING LTD. (IPHL), mediante la anulación del 25% de las acciones comunes provenientes de conversión y un número de acciones suficientes para que dicho accionista redujese su participación manteniéndola en 20% del Capital social de la compañía.

Como contraprestación de la participación accionaria redimida y en consecuencia eliminada, la compañía dio en pago a IPHL el equivalente al 11,94% de acciones de aquellas en que se encuentra dividido y representado el Capital social de POLINTER. En tal sentido, se redujo la participación accionaria de GZ en POLINTER

hasta un 8,06%. Todavía se encuentran en negociación la segunda fase del mencionado memorando, que contempla las condiciones en las cuales se transferirán a PEQUIVEN o IPHL, según corresponda un monto de acciones remanentes que tiene GZ en el Capital social de POLINTER, a cambio de acciones en el Capital social de otras empresas mixtas petroquímicas.

Como parte del Memorando, de mutuo acuerdo entre GZ, PEQUIVEN e IPHL, serán seleccionada la o las empresa(s) mixta(s) petroquímica(s) donde sean accionistas, con la finalidad de celebrar un contrato adicional de permuta en virtud del cual se trasfiera a PEQUIVEN o IPHL unas 5.277.479 acciones remanentes, del Capital social de POLINTER, con un valor nominal de Bs. 1 cada una, y en contraprestación la Compañía reciba un número de acciones equivalente al valor de las entregadas. Este acuerdo fue prorrogado hasta Diciembre de 2009, encontrándose el nuevo esquema en plena negociación.

Al 28 de Febrero de 2009 el Capital social de la empresa es de Bs. 4.125.562 dividido y representado en 4.125.562 acciones comunes con un valor nominal de Bs. 1 cada una de ellas, pagado en un 99%. Las acciones son nominativas, no convertibles al portador, indivisibles y cada una representa un voto en las asambleas, confiriendo a sus titulares iguales derechos.

Los Ingresos de GZ provienen únicamente de los dividendos de las inversiones en acciones, los cuales son reconocidos en el momento en que son decretados por su(s) afiliada(s). De esta forma, hasta Febrero de 2007 los Ingresos de GZ provenían de sus inversiones en PROPILVEN y en POLINTER; sin embargo, a partir de Febrero de 2008 disminuyeron en 44,41% y en 50,30% para Feb-09.



Esta situación resultaba predecible, toda vez que los ingresos se vieron disminuidos luego que se redujera la participación patrimonial en POLINTER. En efecto, hasta Febrero de 2007 se realizaba el reconocimiento de la participación patrimonial en los resultados de esta empresa, lo cual se dejó de realizar hasta el 2008. Es importante acotar que por el método de participación patrimonial, en la medida que la empresa afiliada genera utilidad o pérdida, ésta se refleja en los resultados de GZ con base proporcional a su participación accionaria, siendo siempre necesario que la afiliada decrete los dividendos correspondientes.

PROPILVEN como POLINTER han registrado resultados con tendencias desfavorables hasta Feb-08, y en el caso de esta última, sus compromisos en nuevos proyectos de inversión han sido importantes, por lo que no habían podido decretar dividendos al menos en los dos (2) últimos años.

Los márgenes operativos de GZ han sido positivos en los dos últimos cierres, aún cuando presenta una tendencia desfavorable, con una estructura de costos y gastos que pasó de representar 41% de los Ingresos percibidos en Feb-08, a 53% en Feb-09. La Utilidad neta por acción, tuvo una evolución positiva en los dos (2) últimos años, ubicándose en 25% para el cierre de Feb-09. Sin embargo, la Rentabilidad del Activo y del Patrimonio, presenta niveles sumamente bajos, más aún en términos reales.

La rentabilidad de la acción que se cotiza en la Bolsa de Valores de Caracas ha sido positiva, para un aumento de 642% del precio de la acción entre el 2004-2009, desde Bs. 0,9 por acción a Bs. 6 por acción, que se compara favorablemente con respecto al comportamiento del índice bursátil, que tuvo un aumento de 128% en ese mismo período.

La vía de fondeo que ha utilizado GZ a lo largo de su historia, ha sido básicamente la emisión de nuevas acciones, con movimientos patrimoniales que revelan una política de dividendos satisfactoria para sus accionistas, que ha permitido honrar la inversión realizada, manteniendo al mismo tiempo un adecuado nivel de autofinanciamiento. De esta forma se muestran índices que relacionan los Dividendos pagados sobre la Utilidad neta de 0,78x y de 2,77x sobre el Flujo de caja operativo, cifras a Feb-09.

La empresa tiene espacio para el financiamiento externo, debido a que muestra una capacidad de pago adecuada dado su flujo de caja libre calculado para el próximo cierre fiscal, observándose además fuentes alternativas de fondos producto de una administración adecuada de sus activos más disponibles. Asimismo, para Feb-09 GZ se caracteriza por una sana relación en su flujo de efectivo, al generar caja en operaciones, básicamente por un saldo favorable en su Utilidad neta y en montos de Dividendos por cobrar, utilizando efectivo en actividades de inversión y en financiamiento, siendo la más relevante el pago de dividendos.

La Gerencia presenta amplia experiencia y ha llevado adelante planes estratégicos que le han permitido mejorar sus resultados en un entorno cambiante, así como lograr dichos objetivos. Como parte de estos planes, es posible la apertura de sus inversiones hacia otras empresas, pero siempre en el sector petroquímico, lo cual se considera como un elemento mitigador de los riesgos asociados a las mismas, dada la experiencia de la Junta Directiva de GZ. Esta posibilidad de ampliación de las inversiones resulta favorable toda vez que en este momento la empresa está expuesta a un *Riesgo de concentración en una única inversión*, dependiendo pues de su capacidad de generación de caja y por ende, de su posterior decreto de dividendos.



Por otro lado, al proyectar el comportamiento de GZ bajo tres escenarios, se observa que sus resultados financieros muestran incrementos significativos de los Ingresos, que permitirían márgenes operativos y netos entre 40% y 45% sobre Ingresos en un escenario base, así como pagos de dividendos que pudieran significar una mejora de la relación con respecto a la Utilidad neta y sobre el Flujo de caja operativo.

Finalmente, para el caso de un escenario de restricciones leves y uno de restricciones graves, los resultados financieros muestran altas sensibilidades de su flujo de caja ante cambios poco significativos en sus Ingresos (en un rango comprendido entre 2%-5%), así como en la proporción de Dividendos por cobrar y por pagar. Sin embargo, dadas estas condiciones más estrictas, las tendencias siguen siendo favorables.

Luego de realizado el presente análisis, SOFTLINE RATINGS considera que GZ se encuentra en una situación estable, con fortalezas en el sub-sector en el que participa y con planes estratégicos que están siendo estudiados por la Gerencia y que de acuerdo a las proyecciones en distintos escenarios, le permitirán obtener rendimientos atractivos para sus accionistas y tendencias adecuadas, siempre que se tomen las decisiones en determinadas inversiones que permitan diversificar el riesgo de concentración en una única inversión, así como monitorear el impacto de cambios en sus resultados, dada su sensibilidad de su flujo de caja ante cambios poco significativos en sus Ingresos, así como en la proporción de Dividendos por cobrar y por pagar.