

## Inelectra S.A.C.A. - (INELECTRA)

Corporativo/Venezuela  
Análisis de Riesgo

### Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC 2002 II*	A3	B1	Nov-2003
PC 2003 I*	A3	NR	Nov-2003
PC 2004 I	A3	NR	Dic-2004

PC – Papeles Comerciales; NR – No calificado anteriormente.

\* Las series en dólares de estos programas de papeles comerciales son calificadas dentro de la categoría C1

### Analistas

Jorge Yanes  
(58 212) 286 32 32  
[jorge.yanes@fitchvenezuela.com](mailto:jorge.yanes@fitchvenezuela.com)

Hilario Ramirez  
(58 212) 286 38 44  
[hilario.ramirez@fitchvenezuela.com](mailto:hilario.ramirez@fitchvenezuela.com)

### Perfil

INELECTRA S.A.C.A. (INELECTRA), fundada en el año 1968 es una empresa de capital venezolano dedicada a la ingeniería y construcción para diferentes industrias a nivel nacional y en el exterior. INELECTRA ha diversificado sus ingresos al incursionar en el sector nacional de hidrocarburos, siendo hoy operadora de algunos campos petroleros y de gas.

#### Fortalezas y Oportunidades

- Amplia experiencia dentro de su mercado de operación
- Sólido backlog de proyectos
- Relaciones de cobertura de deuda e intereses adecuadas
- Reducción reciente de los niveles de apalancamiento

#### Debilidades y Amenazas

- Efectos del proceso de arbitraje sobre el perfil financiero
- Ingresos relativamente concentrados
- Inestabilidad de la inversión pública y privada
- Inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela

### Fundamentos

A lo largo de los años, INELECTRA ha logrado mantener una sólida posición de liderazgo en el mercado de servicios de ingeniería y construcción, la cual ha reflejado su incursión en grandes proyectos a nivel nacional. A pesar de la inestabilidad del patrón de inversión pública y privada en Venezuela, principales demandantes de los servicios de la empresa, INELECTRA ha logrado mantener un volumen estable de proyectos en los últimos años, aunque el flujo de ingresos ha registrado una mayor variabilidad como consecuencia de cambios en la mezcla de los proyectos realizados, siendo que aquellos que implican actividades de desarrollo y construcción proveen un flujo de ingresos mayor que los que se remiten únicamente a las actividades de ingeniería de diseño o conceptualización, manteniendo los márgenes, en ambos casos, en magnitudes similares.

Así, los ingresos de INELECTRA han compensado más que proporcionalmente a la caída del Producto Interno Bruto en Venezuela en los últimos años, impulsados por la ejecución de varios proyectos petroleros de amplia envergadura enmarcados en la denominada “Apertura Petrolera”, así como también por el mantenimiento de un flujo de proyectos de menor tamaño relacionados a diferentes sectores económicos. Dada la magnitud de los proyectos manejados por la empresa, su flujo de ingresos ha mostrado niveles de concentración relativamente altos comparado con otros sectores, aunque dichas concentraciones se encuentran mitigadas por la calidad crediticia de los clientes. Asimismo, INELECTRA ha profundizado su estrategia de internacionalización de sus actividades, siendo que actualmente cuentan oficinas comerciales en México, Colombia y Argentina, en donde la empresa ya ha presentado ofertas en proyectos de importancia en estos países.

INELECTRA ha continuado con la implementación de su programa de reducción de deuda financiera, con la intención de mejorar su perfil financiero y así poder enfrentar con más flexibilidad la inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela. Así, al cierre del AF04 (marzo de 2004) INELECTRA logró reducir su deuda financiera total en 35% con respecto al año fiscal anterior, lo cual se reflejó en una mejora de los indicadores de cobertura de deuda financiera, siendo que la relación de deuda financiera a EBITDA disminuyó hasta 0,3 veces, nivel significativamente inferior al de otras empresas calificadas.

La incursión de la empresa en actividades de producción de hidrocarburos a través de su filial Inepetrol S.A. (INEPETROL) desde el año 1996, no sólo le ha permitido diversificar su fuente de ingresos sino que también ha resultado en la ejecución de un Backlog de proyectos adicional de mucha estabilidad (los resultados de INEPETROL son presentados en los libros de INELECTRA bajo el método de participación patrimonial). Aunque algunos de los proyectos aún se encuentran en fase pre-operativa, los mismos ya han aportado flujo de caja libre a la empresa, el cual se estima en 8 millones de dólares al año. Por otro lado, durante el año 2004 se completó la puesta en marcha del Proyecto Hamaca, el cual consiste en una planta mejoradora de crudos para la Petrolera Ameriven, siendo que en este proyecto se invirtieron 38 millones de horas hombre y un total de 1.500 millones de dólares.

### Diciembre 2004

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

[www.fitchvenezuela.com](http://www.fitchvenezuela.com)

## ▪ Perfil

INELECTRA S.A.C.A. (INELECTRA), fundada en el año 1968, es una empresa de capital venezolano dedicada a la oferta de servicios de ingeniería y construcción para las industria petrolera, petroquímica, acero, aluminio, electricidad, telecomunicaciones y transporte masivo, que ejecuta proyectos de gran envergadura en Venezuela y el exterior. Adicionalmente, participa como socio propietario en inversiones relacionadas a sus principales áreas de negocio: Ingeniería y Construcción, así como Servicios de Petróleo. Las operaciones de INELECTRA son realizadas directamente a través de la empresa holding o a través de algunas de sus subsidiarias, entre las cuales destacan<sup>1</sup>: Construcciones y Montajes Urimán S.A.(100%), dedicada al manejo de obras civiles y electromecánicas; Inelectra Colombia, S.A. (100%), dedicada a proveer servicios profesionales de ingeniería y construcción en Colombia; Controlca, S.A. (49%), dedicada al diseño e ingeniería de sistemas de telecomunicaciones; INEPETROL, C.A. (100%), filial que agrupa las empresas de servicios e inversión en el sector petrolero; INE Oil & Gas, INC (100%), operaciones petroleras y petroquímicas; INE Paria, Inc. (100%), convenio de asociación petrolera para el Golfo de Paria Este; INE Boscán INC. (50%), convenio operativo petrolero del campo Boscán; INEMAKA, S.A. (70%), empresa operadora para los convenios petroleros de los campos Kaki y Maúlpa; INEPROPIL S.A. (100%), accionista de una empresa dedicada a la separación de Propano-Propileno; Servicios Integrados Petroleros CCI, S.A. (33,3%), empresa dedicada a proveer servicios de perforación de pozos y Gulf of Paria East Operating Company (25%), empresa operadora bajo el convenio de asociación con la Corporación Venezolana del Petróleo (CVP), para la exploración a riesgo y ganancias compartidas. Asimismo, durante el año 2004 INELECTRA constituyó una sucursal en Argentina, Inelectra Argentina S.A. con el objetivo de continuar diversificando geográficamente su oferta de servicios.

## ▪ Operaciones

Las actividades medulares de INELECTRA se pueden agrupar en dos unidades de negocio, siendo que la unidad de Telecomunicaciones fue desincorporada durante el AF04.

### UNIDAD DE INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN

Dentro del área de ingeniería y construcción INELECTRA ha participado en aproximadamente 1.600 proyectos que han representado un total de 23 millones de horas hombre en las áreas de petróleo, gas, petroquímica, electricidad, industrias básicas del hierro, metales, papel, industria bebidas, sistemas de transporte, entre otras. Sus principales competidores nacionales lo representan empresas como el

Grupo de Empresas Tecnoconsult, Otepi Consultores, Consultores Occidentales, Jantesa, Proyecta, y Vepica, además de competir con algunas empresas extranjeras que prestan servicios en Venezuela para algunos proyectos específicos.

Dentro de los servicios que ofrece la empresa dentro de la unidad de Ingeniería y Construcción se encuentran los servicios de consultoría y asesoría, estudios de factibilidad técnico-económicos, diseño conceptual, ingeniería básica, ingeniería de detalle, gestión de procura, procura, construcción, gerencia y supervisión de construcción, asistencia para la puesta en marcha y desarrollo integral de todas las fases de una obra bajo la modalidad de llave en mano, para lo cual INELECTRA ha constituido múltiples alianzas con empresas de amplia trayectoria a nivel mundial. Entre los proyectos ejecutados por la empresa bajo esta modalidad destaca el Proyecto Hamaca (Mejorador de Crudo para la Petrolera Ameriven), el cual comenzó en el año 2000 y actualmente se encuentra casi totalmente culminado, en este proyecto se invirtieron 38 millones de horas hombre y 1.500 millones de dólares. Otros proyectos importantes que ha participado la Unidad de Ingeniería y Construcción de INELECTRA son: Proyecto Orthoflow (Ecopetrol, Colombia), Fraccionamiento Propano-Propileno (Maraven, Koch, Polar, Inepropil), Mejorador de crudo Zuata (Petrozuata), Gerencia Ferrocarril Caracas-Cúa (IAFE), Planta de Orimulsión (Sinovensa), entre otros. La unidad de Ingeniería y Construcción ha contribuido con un 94% de los ingresos de la empresa en los últimos tres ejercicios fiscales.

### UNIDAD DE SERVICIOS DE EXPLORACIÓN Y PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO

Los servicios prestados por INELECTRA en el sector petrolero incluyen la operación y mantenimiento de instalaciones, perforaciones y servicios integrados a pozos.

Adicionalmente, INELECTRA, a través de su filial INEPETROL, participa en diferentes negocios de producción y exploración de petróleo en Venezuela, así como también en el área petroquímica. Al cierre de marzo de 2004 INEPETROL manejaba activos consolidados por más de 388.000 millones de bolívares y un patrimonio de 155.204 millones de bolívares. La mayoría del financiamiento de los diferentes proyectos en los cuales participa INEPETROL han sido desarrollados a través de la figura de "Financiamiento de Proyecto sin Recurso a la Corporación" (Project Finance), con lo cual la responsabilidad del repago de tales obligaciones no está asociada de manera directa a INEPETROL o a INELECTRA, sino al flujo de caja producido por cada proyecto. A la fecha los principales activos de esta filial son:

- *Golfo de Paria Este*: Un campo petrolero adjudicado en la Ronda de exploración a riesgo y ganancias compartida efectuada por PDVSA durante el año

<sup>1</sup> Se indica entre paréntesis el porcentaje de participación de INELECTRA en cada subsidiaria.

1995. Esta área consta de una superficie de 1.084 km<sup>2</sup> y cuenta con reservas probadas de más de 70 millones de barriles de crudo. Durante el año 2003 se completó la venta de un 75% de la participación de INELECTRA en dicho convenio a un consorcio formado por Conoco Venezuela C.A. (CONOCO), AGIP Venezuela, B.V. y OPIC Karimun Corporation, siendo que CONOCO pasó a ser el operador del bloque. Es importante destacar que hasta la fecha se han completado las inversiones necesarias de la denominada Fase I del Programa de Exploración, siendo que la segunda fase del mismo es asumida por los nuevos socios a un costo estimado de 28 millones de dólares. Hasta la fecha esta inversión continúa en fase pre-operativa y por ende no ha aportado resultados a la corporación.

- *Campos de Kaki y Maulpa:* Dos áreas petroleras asignadas a través de la Tercera Ronda de Convenios Operativos en junio de 1997 en donde también participa Empresas Polar (39%). Estas áreas, consideradas por PDVSA como campos marginales, abarcan una superficie de 305 km<sup>2</sup> (Kaki) y 249 km<sup>2</sup> (Maulpa) con un volumen estimado de reservas de más de 1.000 millones de barriles de petróleo con altos niveles de gravedad. Al cierre del AF04 la producción de ambos campos alcanzó 2.215 barriles diarios en promedio, siendo que INEPETROL ha completado inversiones por 12 millones de dólares y ha recuperado 11,4 millones de dólares. A la fecha la empresa ha perforado 14 pozos, mientras que está considerando diversas opciones para rentabilizar las extensas reservas de gas asociado a petróleo registradas en dichas áreas.
- *Campo Boscán:* Un área de producción petrolera asignada en 1996 por PDVSA al consorcio formado por Chevron (98%) e INELECTRA (1%), ubicada en el occidente del país con reservas probadas en el orden de 1.600 millones de barriles de crudo pesado (10 grados API). Desde el momento de su adjudicación se han completado inversiones totales por 300 millones de dólares, de los cuales INEPETROL ha invertido 3,3 millones de dólares, siendo que tal inversión ya ha sido recuperada totalmente. Actualmente este campo produce 112.000 barriles diarios, siendo que la totalidad de la producción se destina contractualmente a una planta de refinación ubicada en USA.
- *Propileno de Falcón C.A. (PROFALCA):* una planta con capacidad de producir 132.000 toneladas de propileno grado polímero al año, localizada en el estado Falcón. INELECTRA (15%) participa junto con Koch Petroleum Corp. (35%), Proesca, filial de PDVSA (35%) e Inversiones Polar (15%) en esta empresa. La comercialización del producto está asegurada mediante dos contratos de compra-venta suscritos con Pequiven y Koch Chemical Co. INELECTRA construyó la planta bajo la modalidad

Llave en Mano por 84 millones de dólares. PROFALCA produjo una utilidad neta de 2,4 millones de dólares en el AF03, 73% inferior a la registrada en el AF02, básicamente por efecto del paro nacional de actividades laborales ocurrido en diciembre del año 2002 y que se extendió a los primeros meses del año 2003. La empresa proyecta utilidades de 9,85 millones de dólares al cierre del año 2004.

- *Campos de gas Yucal Placer Norte y Sur:* Yucal Placer es un campo de gas libre (no asociado con petróleo) ubicado al sureste de Caracas, otorgado por el Ministerio de Energía y Minas en el año 2001, para su exploración y explotación. INELECTRA (10,2%) junto con TotalFinaElf (69,5%), Repsol-YPF (15%) y Otepi (5,3%) participan en este campo. En el mes de abril del año 2004 este campo entró en producción con 100 millones de pies cúbicos por día. La inversión total en proyecto es de 129 millones de dólares (12,1 millones por parte de INELECTRA), siendo que INEPETROL cuenta con fuentes de financiamiento de proyectos, sin aporte de recursos por parte de la corporación.

## ▪ Estrategia y Posición Competitiva

Desde su constitución INELECTRA ha evolucionado desde una empresa de ingeniería a una corporación diversificada, ofreciendo servicios en proyectos de ingeniería y construcción, además de servicios de producción de petróleo. Es importante destacar que, como parte de dicha evolución, desde el año 1996 la empresa se ha involucrado directamente en el proceso de producción de hidrocarburos y petroquímicos de la mano de socios de primera línea, con la intención de diversificar el negocio. Tales operaciones están amparadas bajo la filial INEPETROL, la cual agrupa todas las actividades directamente relacionadas con la producción de hidrocarburos y petroquímicos. Debido a que las actividades desarrolladas por esta filial presentan características diferentes al giro tradicional del negocio, las mismas son presentadas en sus libros de INELECTRA bajo el método de participación patrimonial.

Por su parte y desde el año 1997 INELECTRA inició un proceso de diversificación geográfica de sus operaciones, apoyándose en la experiencia desarrollada en el mercado local para incursionar en otros mercados en Latinoamérica, principalmente en áreas donde se desarrolle actividades petroleras. Así, la empresa ha completado algunos proyectos petroleros en Colombia, mientras que recientemente se completó la apertura de una oficina comercial en Argentina. Durante el AF04 los ingresos provenientes de proyectos en el extranjero representaron cerca del 10% de los ingresos consolidados de INELECTRA.

## ▪ Aspectos Regulatorios

El sector de servicios de consultoría no es un sector regulado. Sin embargo, debido al carácter

multidisciplinario de sus operaciones y su relación con proyectos de construcción, regulaciones civiles, ambientales y de seguridad industrial, diversos lineamientos deben ser cumplidos a cabalidad. Vale destacar que, conciente de tal realidad, INELECTRA ha realizado los mejores esfuerzos para mantener elevados niveles de calidad en sus operaciones, siendo que desde el año 1995 la empresa recibió por su sistema de aseguramiento de calidad la certificación internacional ISO 9001.

Por su parte, la expansión de la empresa en el área de explotación de hidrocarburos implica el cumplimiento no sólo de variadas regulaciones de índole ambiental, sino también expone a la empresa a cambios en la política petrolera nacional, en la forma de topes de producción de petróleo, inversiones mínimas requeridas para mantener las áreas en concesión, regalías, etc. Hasta la fecha y con el apoyo de la experiencia de sus socios en el negocio de hidrocarburos, INELECTRA ha logrado operar con tales regulaciones sin mayores inconvenientes.

Asimismo, por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio (febrero de 2003), limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida que no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela, imponen numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal medida podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

Si bien INELECTRA no manufactura productos, la procura de los materiales necesarios para acometer algunos de los proyectos de construcción llevados a cabo por la empresa requieren de la importación de bienes desde el extranjero. Para enfrentar las limitaciones impuestas por dicho control, la empresa no sólo cuenta con activos denominados en moneda extranjera, sino que en muchos sus contratos se encuentran protegidos ante esta eventualidad, siendo que hasta la fecha la empresa no ha enfrentado mayores inconvenientes. Por su parte, la totalidad de la deuda financiera de INELECTRA se encuentra denominada en moneda local, con lo cual los requerimientos propios de la empresa en moneda extranjera se ven significativamente reducidos. Por otro lado, es importante que destacar que durante el año 2004, la Comisión de Administración de Divisas, (CADIVI), organismo encargado de la aprobación de las solicitudes de dólares, ha implementado un mecanismo más eficiente de asignación de divisas, incluyendo una normativa mediante la cual a los importadores se les permite ordenar el embarque de la

mercancía y hacer la solicitud de divisas previo a su nacionalización en las aduanas venezolanas, con lo cual se ha reducido de manera significativa los rezagos en la entrega de dólares, redundando en una mejor operación de INELECTRA

#### ■ Desempeño Financiero

Las actividades de INELECTRA durante el AF04<sup>2</sup> transcurrieron en medio de un ambiente recesivo de la actividad económica local (contracción del PIB de 7,6% durante el año 2003), establecimiento de un control de cambio y un intenso clima de conflictividad política. Con este marco operativo adverso, el cual propició una drástica caída de la inversión pública y privada durante el período, los ingresos operativos de la empresa alcanzaron un total de 233.734 millones de bolívares, los cuales representan una reducción de 22%, en términos anualizados, con respecto a los registrados en el año anterior. Tal reducción en el nivel de ingresos está explicada principalmente por la caída en 44% de los ingresos por servicio de obras, el cual se ha mantenido como el principal componente de ingresos de la empresa. Sin embargo, el mayor control sobre los costos operativos se reflejó en un aumento de la utilidad operativa hasta 40.609 millones de bolívares. La reducción de la pérdida monetaria y cambiaria compensó más que proporcionalmente el aumento de los gastos financieros del período, resultando en una reducción del costo integral de financiamiento hasta 14.948 millones de bolívares. Por su parte, el registro de las pérdidas de más de 1.600 millones de bolívares de la filial no consolidada INEPETROL (principalmente motivadas por la reducción de las ganancias cambiarias de esta filial) compensaron parcialmente la reducción del costo integral de financiamiento y el aumento de la utilidad operativa, siendo que al cierre de marzo de 2004 la utilidad neta aumentó hasta 17.267 millones de bolívares. Este resultado representa la mayor rentabilidad de la empresa en los últimos 8 ejercicios fiscales, mientras que las relaciones ROAA y ROAE se elevaron hasta 5,6% y 9,2% respectivamente.

A pesar de la volatilidad propia del negocio, las relaciones de liquidez continúan mostrando un comportamiento relativamente estable durante los últimos años. Al cierre de marzo de 2004 el aumento más que proporcional del activo circulante con relación al pasivo circulante, en parte producto del registro de algunos costos diferidos sobre contratos en proceso, resultaron en un ligero aumento de la relación de liquidez hasta 1,36 veces. Durante el AF04, la empresa mantuvo la estrategia de disminución de la deuda financiera, especialmente la de corto plazo, la cual fue reducida en 51%, resultando en un aumento de la relación de efectivo e inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo hasta 4,1 veces, su mayor nivel en los últimos 7 ejercicios fiscales.

2 Culminado el 31 de marzo de 2004, dado que la empresa realizó un cambio de cierre de año fiscal.

Es importante destacar que el consorcio conformado entre Fluor Corporation (FLUOR) e INELECTRA (80% FLUOR, 20% INELECTRA) para la ejecución del Proyecto Hamaca, decidió iniciar un proceso de arbitraje para resolver el aumento de costos en el proyecto, producto del cambio de alcance del mismo por diversos factores incluyendo variación en las condiciones del suelo y el efecto del paro nacional ocurrido a finales de 2002, lo cual obligó al consorcio a realizar ciertas inversiones adicionales. Hasta la fecha FLUOR ha asumido una gran parte de los costos adicionales incurridos por este concepto por cuenta de INELECTRA, lo que ha generado a esta empresa cuentas por pagar en moneda extranjera equivalentes a más de 98.000 millones de bolívares. Aunque el registro de estos pasivos impacta negativamente los resultados de INELECTRA debido al efecto cambiario, la carga financiera y su efecto sobre las razones de liquidez, la gerencia estima que la cancelación de los mismos está vinculada a la resolución favorable del arbitraje. Hasta la fecha han sido reconocidos favorablemente al consorcio unos 36 millones de dólares por parte de estos conceptos, mientras que se espera que el proceso termine en unos dos años. Como consecuencia de este proceso, INELECTRA mantiene una porción importante de cuentas por cobrar al consorcio cuyo cobro también está sujeto a la resolución favorable del proceso de arbitraje.

Históricamente el mantenimiento de estrechos márgenes de rentabilidad habían resultado en relaciones de cobertura inferiores al promedio del mercado; sin embargo, la mejora de la rentabilidad obtenida desde el AF01 y la reducción de los compromisos de servicio de la deuda financiera han derivado en una mejora de tales relaciones. Para el AF04 la utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) cubrió en 7,4 veces los gastos financieros, ligeramente por debajo del nivel registrado en el AF03 mientras que las relaciones de deuda financiera de corto plazo y deuda financiera total a EBITDA alcanzaron 0,2 y 0,3 veces respectivamente, sus menores niveles en los últimos 7 años y significativamente inferiores a las mostradas por otras empresas calificadas.

Para el cierre de marzo de 2004, el aumento proporcional del pasivo y del patrimonio dejó básicamente estable el indicador de apalancamiento, a pesar de haberse decretado un pago de dividendos por 21.967 millones de bolívares. Así para el cierre del AF04 la relación de pasivo a patrimonio fue de 0,7 veces. Al cierre del AF04, la empresa mantenía una posición corta en moneda extranjera de 8 millones de dólares (sin incluir la posición corta en moneda extranjera de INEPETROL, la cual era también de 8 millones de dólares).

## ▪ **Eventos Financieros Recientes**

Al contrario del comportamiento experimentado durante el AF04, las actividades del INELECTRA durante los primeros 6MAF05 (culminados en septiembre de 2004) estuvieron enmarcadas dentro de un mayor dinamismo local (durante este período, el PIB experimentó una variación positiva de 15,5% con respecto al mismo período el año anterior). La mayor inversión pública y privada realizada en el período, aunada al aumento del Backlog de proyectos, resultó en un aumento de los ingresos operativos de INELECTRA de 8%, con relación a los registrados durante el mismo período del año anterior, en términos anualizados, hasta alcanzar 151.007 millones de bolívares. No obstante, el aumento más que proporcional de los costos de operación, principalmente como resultado del aumento de los costos por servicio de obras, compensó más que proporcionalmente el aumento de los ingresos, reflejándose en una reducción de 27% en la utilidad operativa, para registrar 17.739 millones de bolívares. Por su parte la obtención de ganancias cambiarias, producto de la mayor estabilidad del tipo de cambio en el período, se reflejó en la disminución de 30% en el costo integral de financiamiento, aunque el costo de financiamiento estimado aumentó de manera significativa, producto del aumento de cuentas por pagar que generan intereses a empresas relacionadas. La reducción del costo integral de financiamiento sólo compensó parcialmente la menor utilidad operativa del período, con lo cual la utilidad neta se redujo en 26%, en términos anualizados, hasta 7.701 millones de bolívares.

La reducción del EBITDA afectó negativamente las relaciones de cobertura de intereses y deuda, aunque las mismas aún se ubican en niveles adecuados. Así, las relaciones de deuda financiera de corto plazo y deuda total a EBITDA aumentaron hasta 0,21 veces y 0,34 veces respectivamente, mientras que la cobertura de intereses disminuyó hasta 4 veces. Los indicadores de liquidez no registraron mayores cambios debido al aumento proporcional del activo circulante y el pasivo circulante, siendo que tal relación permaneció en 1,3 veces, a la vez que la relación de efectivo más inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo alcanzó 4,9 veces. Por su parte, el aumento más que proporcional del pasivo con relación al patrimonio, producto de mayores cuentas por pagar a empresas relacionadas, resultó en un ligero deterioro del indicador de apalancamiento, siendo que la relación de pasivo a patrimonio aumentó hasta 0,9 veces, nivel todavía considerado conservador.

## Resumen Financiero - INELECTRA S.A.C.A. y Filiales

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de Septiembre de 2004)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 1.920,00 1.600,00 1.600,00 1.098,75 715,00 684,00

Meses\*\*

	6 Sep-04	10 Mar-04	12 May-03	12 May-02	12 May-01	12 May-00
--	-------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

### Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	4,08x	7,44x	9,00x	7,80x	1,60x	1,69x
(EBITDA-Inv. Act Fijo)/Gastos Financieros	3,89x	7,23x	8,60x	7,77x	1,32x	1,31x
Deuda de Corto Plazo/EBITDA*	0,21x	0,16x	0,44x	0,73x	1,03x	0,97x
Deuda Financiera Total/EBITDA*	0,34x	0,32x	0,66x	1,07x	2,54x	2,50x
Pasivo/Patrimonio	0,90x	0,68x	0,62x	1,13x	1,10x	1,55x

### Resultados

Ventas Netas	151.007	233.734	360.202	351.456	242.614	284.647
% de Cambio	8%	-22%	6%	45%	-15%	1%
EBITDA	20.211	41.657	37.385	40.216	27.319	32.108
Margen EBITDA	13%	18%	10%	11%	11%	11%
Depreciación y Amortización	1.365	2.193	3.865	5.467	6.710	6.824
EBIT	18.591	37.785	69.064	19.725	22.094	25.323
Gastos Financieros	4.952	5.596	4.154	5.157	17.036	19.020
Costo de Financiamiento Estimado	66,6%	33,0%	12,3%	9,2%	22,8%	22,2%
Pérdida Cambiaria	(234)	3.999	24.472	(9.027)	1.977	8.553
Ganancia Monetaria	(1.602)	(5.354)	(23.044)	(3.657)	5.111	11.294
Utilidad Neta	7.701	17.267	15.360	13.346	4.156	3.728
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	6,4%	9,2%	7,4%	7,1%	2,8%	3,2%
Retorno sobre Activo Promedio*	3,5%	5,6%	3,9%	3,4%	1,2%	1,2%

### Flujo de Caja

Flujo de Efectivo por las Actividades Oper.	(15.639)	(42.906)	20.354	80.139	11.350	(6.095)
Flujo de Efectivo por las Act. de Inv.	3.924	(5.825)	(22.310)	3.054	5.696	5.324
Flujo de Efectivo por las Act. de Financ.	20.597	38.629	(58.020)	(29.606)	21.991	(34.141)
Flujo de Efectivo Neto	8.882	(10.103)	(59.976)	53.587	39.037	(34.912)

### Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	41.647	32.765	42.868	102.844	49.257	10.219
Cuentas por Cobrar	52.817	35.115	42.588	89.372	83.731	92.534
Activo Total	458.508	393.445	350.807	427.800	363.402	305.982
Deuda Financiera de Corto Plazo	8.432	7.971	16.490	29.376	28.042	31.298
Cuentas y Gastos por Pagar	25.548	20.643	33.557	43.712	38.595	49.506
Deuda Financiera de Largo Plazo	5.300	8.044	8.198	13.710	41.337	49.056
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	217.231	159.225	134.511	227.041	190.543	186.034
Patrimonio Total	241.280	234.221	216.296	200.758	172.859	119.948

### Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	61%	50%	67%	68%	40%	39%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	4,94x	4,11x	2,60x	3,50x	1,76x	0,33x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,40x	3,40x	1,81x	1,16x	0,61x	0,64x
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,28x	1,36x	1,26x	1,33x	1,36x	1,35x

### Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	-25,0	-8,0	5,0	17,0	13,0	-13,0
--	-------	------	-----	------	------	-------

### Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al 30 septiembre de 2004)

Año	2005	2006	2007
Vencimientos	-	4.250	1.050

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

\*\* A partir del año 2004, INELECTRA cambió su cierre de año fiscal al mes de marzo, por ello el AF04 cuenta con 10 meses

---

## Características de la Emisión

---

<b>Emisor:</b>	INELECTRA S.A.C.A.
<b>Identificación de la Emisión:</b>	PC-2004-I
<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<b>Monto:</b>	Hasta Bs. 10.000,00 MM
<b>Rendimiento:</b>	Fijado al momento de la emisión
<b>Plazo:</b>	Entre 15 y 360 días
<b>Riesgo:</b>	A3
<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>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos provenientes de la colocación de la emisión en estudio serán destinados a cubrir el financiamiento del capital de trabajo requerido por la compañía para el normal desenvolvimiento de su actividad. Específicamente se destinarán a la cancelación de deuda financiera, con el objeto de lograr una reducción de los costos de financiamiento a corto plazo.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	Emisión aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 23 de junio de 2004.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Edos. Financieros auditados consolidados del emisor para los años fiscales 1995-2004 y el corte correspondiente a los primeros 6MAF05 culminado el 30 de septiembre de 2004</li><li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa</li><li>3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.</li></ol>
<b>Sustento de la Calificación:</b>	Análisis Financiero de INELECTRA S.A.C.A. publicado en diciembre de 2004.

---

---

### Diciembre 2004

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