

Ingeniería y Construcción
Venezuela
Análisis de Crédito

Inelectra S.A.C.A.
INELECTRA

Calificaciones

Tipo de Instrumento	Calificación
Calificación Nacional Largo Plazo	BBB-(ven)
Calificación Nacional Corto Plazo	F-3(ven)
Emisión de Papeles 2009-I	B1
Emisión de Obligaciones 2008-I	B1

Datos Financieros

INELECTRA (M VEB)	31/03/10	31/03/09
Ventas Netas	1.105.303	1.287.291
EBITDA	13.512	119.374
FGO	-38.780	-63.481
Deuda Total	183.591	120.351
EBITDA/Gastos Fin.	0.4x	3x
Deuda Total/EBITDA	13.6x	1x
Deuda Total/FGO	37x	56x

Analistas

Julio Ugueto
+58 212 2863232
julio.ugueto@fitchratings.com

Hilario Ramírez
+58 212 2863844
hilario.ramirez@fitchratings.com

Reporte Relacionado

Metodología Aplicada

- *Corporate Rating Methodology*
(November 27, 2009)

Fundamentos de Calificación

- Las calificaciones asignadas a Inelectra reflejan la mejora en su flujo de caja operativo asociado a la cobranza realizada en algunos de sus proyectos de importancia y consideran la venta de sus operaciones internacionales (julio 2010), para focalizarse en los negocios nacionales y utilizar parte del efectivo proveniente de esta operación para incrementar su patrimonio en 99 millones de bolívares aproximadamente.
- Las calificaciones recogen la caída de 14% en términos reales de los ingresos totales de la empresa en AF10, los cuales frente a una evolución estable de los costos de los proyectos en el período, consecuencia de la intención de la empresa de conservar al personal capacitado a pesar del retraso en el arranque de algunos proyectos y de la inversión en la actualización de la plataforma tecnológica y de ejecución de proyectos, implicó una importante caída en el margen EBITDA de 9,3% en AF09 a 1,2% en AF10. Esta caída en la rentabilidad ocasionó el deterioro de la cobertura de intereses (0,4x en AF10 versus 3x en AF09) y apalancamiento (13,6x en AF10 versus 2,4x en AF09) medido respecto al EBITDA.
- Las calificaciones recogen la evolución favorable de la liquidez de la empresa al cierre de marzo 2010 (183 millones en caja e inversiones a corto plazo en AF10) y la capitalización esperada de 99 millones de bolívares provenientes de la venta citada arriba, eventos que dan fortaleza financiera y posicionan a la empresa para transitar el próximo año fiscal en un contexto de reducción de la deuda financiera durante el período 2011 - 2013. De acuerdo a declaraciones de la Gerencia, la empresa planifica reducir la deuda financiera en un monto aproximado de 50 millones de bolívares durante el AF11.
- Al cierre de marzo 2010, la empresa mantenía cuentas por cobrar con vencimiento superior a 90 días equivalente al 40% de su patrimonio (38% a marzo 2009), las cuales estaban asociadas a proyectos en los que la contraparte es PDVSA.
- En el mediano plazo la evolución del EBITDA, el flujo de caja y las relaciones de cobertura y apalancamiento evolucionarán según el avance de las obras contratadas y del patrón de cobranza de los proyectos que se encuentran retrasados y los que inician su ejecución más recientemente, los cuales en su mayoría tienen como contraparte al Estado Venezolano y se focalizan en el sector energético del país (petróleo, gas y generación de electricidad) y que a la fecha representan un incremento del 60% sobre la carga de trabajo al cierre del AF10. Es previsible que el inicio de los trabajos mayores durante el último trimestre de 2010 y un comportamiento adecuado de los pagos mejoraría en forma importante la tendencia registrada en los indicadores crediticios de la empresa.

Perspectiva y Factores Relevantes en la Calificación

La calificación se reduciría ante la acentuación de los retrasos en la cobranza asociada a los principales proyectos que componen el backlog de Inelectra, o ante el retraso en el inicio de nuevos proyectos otorgados a la empresa, lo que presionaría su flujo de caja y sus indicadores de calidad crediticia. Asimismo, el incremento en el índice de apalancamiento producto de una evolución del endeudamiento financiero inconsistente con la meta de la empresa de reducir el nivel de su deuda total durante los próximos años (183 millones en AF10 2010), conduciría a una reducción de las calificaciones asignadas.

Perfil

INELECTRA es una empresa fundada en el año 1968, dedicada a la oferta de servicios de ingeniería y construcción para diversas industrias en Venezuela, y hasta junio 2010 en el exterior.

Resumen Financiero - Inelectra S.A.C.A.

(Cifras consolidadas, expresadas en miles de bolívares fuerte constantes del 31 de marzo 2010*, años fiscales culminados el 31 de marzo)

Resumen Financiero	VEN-NIIF			DPC-10		
	2010	2009	2008	2008	2007	2006
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	13.512	119.374	84.659	50.274	(35.639)	149.764
EBITDAR Operativo	25.134	149.080	106.768	73.719	(35.639)	149.764
Margen de EBITDA (%)	1,22	9,27	7,71	5,9	(5,4)	15,0
Margen de EBITDAR (%)	2,27	11,58	9,72	8,7	(5,4)	15,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	1,37	1,00	(5,07)	1,1	26,6	40,9
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	2,65	(15,42)	1,90	2,4	17,1	9,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	1,28	24,96	85,32	5,5	(2,5)	11,6
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros	(0,12)	(0,60)	(1,87)	(1,11)	8,53	24,52
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros	0,39	3,01	3,75	2,88	(1,78)	11,77
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	0,54	2,15	2,39	1,80	(1,78)	11,77
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,07	1,04	1,01	0,78	(0,26)	1,76
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,13	1,03	1,03	0,85	(0,27)	1,73
FGO / Cargos Fijos	0,16	0,08	(0,45)	0,10	8,53	24,52
FFL / Servicio de Deuda	0,35	(1,39)	0,53	0,60	1,01	1,23
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,36	(0,63)	3,64	3,69	2,26	2,22
FGO / Inversiones de Capital	4,21	(32,98)	2,36	3,1	16,9	7,1
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	36,96	56,30	(9,62)	(98,85)	0,80	0,35
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	13,59	1,01	0,76	1,00	(3,82)	0,72
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,02	0,28	(2,22)	(2,89)	0,83	0,15
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	11,00	2,20	2,09	2,96	(3,82)	0,72
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,71	1,62	(0,27)	0,30	0,83	0,15
Costo de Financiamiento Implícito (%)	22,79	42,80	59,67	13,68	11,97	2,78
Deuda Garantizada / Deuda Total				-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,80	0,62	0,91	0,91	0,82	0,68
Balance						
Total Activos	1.086.824	974.910	1.138.409	850.171	1.293.035	1.121.853
Caja e Inversiones Corrientes	183.304	86.448	252.796	195.842	165.543	85.810
Deuda Corto Plazo	147.310	74.735	58.731	45.864	112.099	74.058
Deuda Largo Plazo	36.281	45.616	6.012	4.657	24.004	34.516
Deuda Total	183.591	120.351	64.743	50.521	136.103	108.574
Deuda asimilable al Patrimonio				-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	183.591	120.351	64.743	50.521	136.103	108.574
Deuda Fuera de Balance	92.976	207.942	158.911	167.747	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	276.567	328.293	223.654	218.268	136.103	108.574
Total Patrimonio	268.511	253.088	182.614	175.671	521.269	637.389
Total Capital Ajustado	545.078	581.381	406.268	393.939	657.372	745.963
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(38.780)	(63.481)	(64.745)	(36.809,0)	151.056,0	299.270,8
Variación del Capital de Trabajo	87.623	(115.483)	126.761	84.066,0	(16.995,0)	(202.909,7)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	48.843	(178.964)	62.016	47.257,0	134.061,0	96.361,1
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	-	-	-
Inversiones de Capital	(11.597)	(5.426)	(26.299)	(15.035,0)	(7.944,0)	(13.535,9)
Dividendos	(7.980)	(14.122)	(14.830)	(11.488,0)	(12.827,0)	11.416,0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	29.266	(198.512)	20.887	20.734,0	113.289,0	94.241,1
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	5.436	(2.863)	124.076	95.147,0	(61.077,0)	(40.563,6)
Variación Neta de Deuda	63.240	61.738	(110.953)	(85.582,0)	27.481,0	72.724,3
Variación Neta del Capital	0	0	0	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	(1.082)	(2.775)	5.084	0	0	(109.452,1)
Variación de Caja	96.860	(142.412)	39.094	30.299,0	79.694,0	16.949,8
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.105.303	1.287.291	1.098.080	849.613,0	661.436,0	997.899,6
Variación de Ventas (%)	(14,14)	17,23		28,5	(33,7)	18,0
EBIT Operativo	(7.353)	101.054	61.467	34.859,0	(43.896,0)	143.269,8
Intereses Financieros	34.641	39.606	22.573	17.484,0	20.065,0	12.726,2
Alquileres	11.622	29.706	22.109	23.445,0	0	0
Resultado Neto	3.349	54.381	77.907	19.082,0	(14.293,0)	70.962,6

ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.