

Corporativo/Venezuela
Análisis de Riesgo

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

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC 2006 I	A3	A2	Nov-2007

PC – Papeles Comerciales; NR – No calificado anteriormente.

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Largo Plazo	A-(ven)	A(ven)	Nov-2007
Corto Plazo	F-2(ven)	F-1(ven)	Nov-2007

Analistas

Jorge Yanes
(58 212) 286 32 32
jorge.yanes@fitchvenezuela.com

Hilario Ramírez
(58 212) 286 38 44
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. La empresa mantiene el liderazgo en su mercado relevante a nivel local, así como también ha expandido sus actividades hacia algunos países de Latinoamérica y Europa.

Fortalezas y Oportunidades

- Incremento del *backlog* de proyectos
- Amplia experiencia dentro de su mercado de operación
- Creciente importancia de los mercados internacionales

Debilidades y Amenazas

- Deterioro reciente del apalancamiento y la cobertura de intereses
- Concentración de sus ingresos
- Inestabilidad de la inversión pública y privada

▪ Fundamentos

Las calificaciones asignadas reflejan el reciente deterioro de los indicadores de rentabilidad y cobertura de la empresa, aunado a la concentración de ingresos en términos de clientes y proyectos. Asimismo, las calificaciones también incorporan el significativo incremento del *backlog* de proyectos nacionales e internacionales, la diversificación geográfica de sus operaciones, así como también la amplia experiencia dentro de su mercado de operación.

Los indicadores financieros de INELECTRA se han deteriorado recientemente, comparando desfavorablemente dentro de la categoría de calificación asignada, caracterizados por el incremento del apalancamiento y por una reducción tanto de la cobertura de intereses como del margen EBITDA. Al cierre de septiembre del año 2007, el margen EBITDA de la empresa se redujo hasta 2% mientras que las relaciones de deuda financiera a EBITDA y EBITDA a gastos financieros se ubicaron en 12,4 y 0,83 veces, respectivamente. Tal situación se ha generado en mayor medida por la incursión en algunos proyectos internacionales cuyos márgenes resultaron inferiores a los anticipados y que además obligaron a INELECTRA a endeudarse, para financiar las inversiones previstas en la ejecución de los mismos. Asimismo, el flujo de caja proveniente de negocios nacionales también ha estado afectado por el rezago en el inicio de algunos de sus principales proyectos. La importancia que dichos proyectos representan para las partes involucradas pudiera agilizar su inicio y, por ende, incrementar de forma significativa el flujo de caja de la empresa. Adicionalmente, durante el mes de octubre del año 2007, INELECTRA redujo su deuda financiera en unos 60.000 millones de bolívares, utilizando sus altos niveles de liquidez. Sin embargo, Fitch espera que los indicadores de cobertura que INELECTRA había registrado en los últimos años no sean alcanzados en el corto plazo.

Por su parte, durante el año 2006, los accionistas de INELECTRA aprobaron la desincorporación de Inepetrol S.A. (filial 100% poseída por INELECTRA) de los balances de la empresa, para convertirla en una empresa independiente, pero controlada por los mismos accionistas de INELECTRA. Se espera que este proceso genere una importante reducción en el patrimonio de la empresa, habida cuenta que Inepetrol S.A. concentraba un 25% de los activos totales de INELECTRA al cierre de junio del año 2007. Por su parte, Fitch espera que el flujo de caja no sea significativamente impactado por esta transacción, siendo que Inepetrol S.A. solo ha cancelado dividendos en una oportunidad desde su fundación (44.252 millones de bolívares en junio del año 2007). Sin embargo, como preparación al proceso de escisión, INELECTRA ha comenzado un proceso de reducción de sus cuentas por cobrar y pagar a esta filial, lo cual pudiera afectar la gestión del capital de trabajo de la empresa.

Las inversiones realizadas por INELECTRA para apoyar el crecimiento planificado de sus operaciones, se reflejaron en un significativo incremento de su *backlog* de proyectos, manteniendo la posición de liderazgo en el mercado local. INELECTRA ha continuado su estrategia de expansión a nivel nacional e internacional. De esta forma, la empresa ha establecido centros de ejecución en México, Colombia, Argentina y España, además ha constituido oficinas comerciales en algunos países del medio oriente, en donde ya está participando en proyectos de ingeniería.

Noviembre 2007

“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

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

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de septiembre de 2007)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 2.150,00 2.150,00 2.150,00 1.920,00 1.600,00

Meses** 6 12 12 12 10 12
Sep-07 Mar-07 Mar-06 Mar-05 Mar-04 May-03

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	0,83x	-1,78x	11,77x	5,04x	7,44x	9,00x
(EBITDA-Inv. Act Fijo)/Gastos Financieros	0,64x	-2,17x	10,70x	4,97x	7,30x	8,41x
Deuda Total Ajustada/EBITDA	12,47x	-3,82x	0,72x	2,54x	0,32x	0,66x
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	0,86x	0,83x	0,15x	2,02x	-0,34x	-0,49x
Deuda Total Ajustada/Capitalización	29%	21%	14%	53%	6%	10%

Resultados

Ventas Netas	212.919	404.167	609.980	517.070	360.339	555.309
% de Cambio	5%	-34%	31%	20%	-22%	2%
EBITDA	4.952	(21.777)	91.543	81.475	64.221	57.635
Margen EBITDA	2%	-5%	15%	16%	18%	10%
Depreciación y Amortización	1.509	5.045	3.969	4.123	3.382	5.959
EBIT	7.309	12.605	82.760	78.260	58.252	106.473
Gastos Financieros	5.994	12.260	7.779	16.152	8.627	6.404
Costo de Financiamiento Estimado	12,6%	16,4%	5,7%	14,0%	33,0%	15,0%
Pérdida Cambiaria	4.146	6.113	(1.058)	11.033	6.164	37.727
Ganancia Monetaria	3.776	(3.897)	(6.529)	(7.184)	(8.253)	(35.526)
Utilidad Neta	1.016	(8.733)	43.374	29.341	26.619	23.680
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	0,6%	-2,5%	11,3%	8,0%	9,2%	7,4%
Retorno sobre Activo Promedio*	0,3%	-1,2%	6,0%	4,1%	5,6%	3,9%

Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	22.503	(38.832)	64.970	53.591	50.624	72.453
Variación en Capital de Trabajo	(74.242)	140.642	(39.825)	(34.690)	(24.284)	(27.509)
Flujo de Caja Operativo Neto	(51.738)	101.810	25.145	18.901	26.340	44.944
Inversión en Activos Fijos	(1.094)	(4.859)	(8.273)	(1.159)	(1.268)	(3.783)
Otras Inversiones, netas	35.879	28.191	(28.469)	31.968	(2.692)	(16.740)
Variación Neta de Deuda	29.968	(2.076)	37.337	(30.528)	(28.952)	(73.735)
Variación Neta de Patrimonio	(5.395)	(77.852)	(10.856)	(25.054)	1.015	273
Otros financiamientos netos	6.163	3.488	(4.526)	(2.548)	(10.019)	(43.422)
Variación Neta de Caja	13.783	48.702	10.359	(8.420)	(15.575)	(92.462)
Flujo de Caja Libre	(76.378)	101.746	35.666	29.475	30.041	19.939

Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	114.937	101.154	52.452	42.093	50.513	66.089
Cuentas por Cobrar	303.188	276.845	175.131	100.938	54.135	65.656
Activo Total	805.143	790.101	685.747	754.361	606.559	540.825
Deuda Financiera de Corto Plazo	111.441	68.498	45.268	18.335	12.288	25.422
Deuda Financiera de Largo Plazo	12.036	14.667	21.098	3.581	12.401	12.638
Otras Deudas	0	0	0	184.754	0	0
Total Deuda Ajustada	123.477	83.165	66.366	206.670	24.688	38.060
Patrimonio Total	306.930	311.309	397.894	365.376	361.089	333.454
Intereses Minoritarios	297	406	430	199	381	797
Total Capital	430.704	394.879	464.691	387.491	386.158	372.311

Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	90%	82%	68%	84%	50%	67%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	1,03x	1,48x	1,16x	2,30x	4,11x	2,60x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,08x	-0,27x	1,73x	2,36x	3,40x	1,81x

Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	17,0	43,0	3,0	-6,0	-8,0	5,0
--	------	------	-----	------	------	-----

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al 31 de octubre de 2007)

Año	2008	2009
Vencimientos	37.669	11.700

* 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