

Corporativo/Venezuela  
Análisis de Riesgo

**Inelectra S.A.C.A. –  
(INELECTRA)**

**Ratings**

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

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**

Franklin Santarelli  
(58 212) 286 32 32  
[franklin.santarelli@fitchvenezuela.com](mailto:franklin.santarelli@fitchvenezuela.com)

Carlos Fiorillo  
(58 212) 286 38 44  
[carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com](mailto:carlos.fiorillo@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 invertido una parte importante de sus beneficios en el sector nacional de hidrocarburos, siendo hoy operadora de algunos campos petroleros y de gas.

**Fortalezas y Oportunidades**

- Larga 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**

- Bajos niveles de rentabilidad
- Ingresos relativamente concentrados
- Volatilidad del entorno de operación
- Posibles limitaciones derivadas del control de cambio

▪ **Fundamentos**

A lo largo de los años INELECTRA ha logrado posicionarse firmemente en el mercado de servicios de ingeniería y construcción, lo cual no solo se ha reflejado en una amplia participación de mercado, sino también en su liderazgo en desarrollo e implementación de 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 flujo 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 magnitudes similares.

Así, durante el periodo 1998-2003 cuando el PIB registró una caída interanual promedio del 8% durante el periodo en cuestión, afectados positivamente 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 todavía inferiores a los mostrados por otros competidores. Dichas concentraciones se encuentran parcialmente mitigadas por la calidad crediticia de los clientes y la relativa baja participación de los proyectos del sector público.

Desde finales del AF97, la empresa se ha embarcado en un agresivo programa de reducción de costos y deuda financiera, con la intención de mejorar su perfil financiero y así poder enfrentar con más flexibilidad el deterioro del ambiente operativo en Venezuela. Así al cierre del AF03 (mayo de 2003) INELECTRA había logrado reducir su deuda financiera total en casi cuatro veces, lo cual se reflejó en una reducción de la relación de deuda total a patrimonio hasta 0,62 veces, mientras que para mayo del año 1998 se ubicaba en 2,4 veces. Por su parte, los costos de administración han registrado una reducción de casi 30% en términos reales durante el período antes mencionado, lo cual es una prueba del compromiso de la gerencia de mantener una estructura operativa flexible.

La incursión de la empresa directamente en actividades de producción de hidrocarburos desde el año 1996, no solo 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. Si bien a la fecha, algunos de los proyectos aún se encuentran en fase pre-operativa, los mismos ya están comenzando a aportar flujo de caja libre a la empresa, el cual se estima en 8 millones de dólares al año. 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.

**Diciembre 2003**

“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.”

### ▪ Eventos Recientes

Desde su constitución INELECTRA ha evolucionado de una empresa de ingeniería a una corporación diversificada, ofreciendo servicios en proyectos de ingeniería y construcción, desarrollo e implementación de soluciones en las áreas de telecomunicaciones, control y servicios de producción de petróleo. Esta evolución ha estado enmarcada dentro del objetivo fundamental de contribuir al desarrollo competitivo de las áreas de negocios de la empresa, aportando servicios y productos de calidad en aquellas actividades, nuevas o en desarrollo, que ofrezcan oportunidades de crecimiento con rentabilidad y de manera sostenible, y donde los recursos, capacidad y experiencia de INELECTRA aporten valor agregado a los procesos y sirvan de elemento diferenciador en futuros proyectos. Es importante destacar que como parte de dicha evolución, desde el año 1996 la empresa se ha inmerso 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, S.A. (INEPETROL - poseída en un 100%), 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. Al cierre del ejercicio fiscal 2003 (mayo de 2003) INEPETROL manejaba activos por más de 334.000 millones de bolívares, un patrimonio de 127.383 millones y aportó cerca de 29.000 millones de bolívares al resultado de INELECTRA (ver *Operaciones*).

Por su parte y desde el año 1997 INELECTRA inició un proceso de diversificación geográfica de sus operaciones, intentando apalancarse en la experiencia desarrollada internamente para atacar otros mercados en Latinoamérica, principalmente en áreas donde existe una significativa actividad petrolera. Así, la empresa ha completado algunos proyectos petroleros en Colombia, siendo que recientemente se completó la apertura de una oficina comercial en Argentina. Durante el AF03 los ingresos provenientes de proyectos en el extranjero representaron cerca del 10% de los ingresos consolidados de INELECTRA.

A pesar del mantenimiento del Backlog de proyectos, la menor participación de los proyectos de ingeniería, procura y construcción, junto al afecto de la fijación del tipo de cambio en los ingresos denominados en dólares, se reflejaron en una reducción de los ingresos operativos de INELECTRA hasta 60.043 millones de bolívares (-14%), con relación a los registrados durante el mismo período del año anterior<sup>1</sup>. A su vez, el aumento más que proporcional

<sup>1</sup> Es importante destacar que el desfase en la valoración de los ingresos en moneda extranjera y la inflación de los costos producto

de los costos de operación resultó en una pérdida operativa de 978 millones de bolívares. Por su parte la menor pérdida monetaria y la ligera reducción de los gastos financieros no pudieron compensar la disminución en la ganancia cambiaria con lo cual el CIF se elevó hasta 1.738 millones de bolívares, compensado con la ganancia en permuta de inversiones (6.366 millones de bolívares) incluida en la partida de otros ingresos que compensó con creces la reducción de la utilidad operativa, con lo cual la utilidad neta tan solo se redujo en 17% hasta 1.842 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, la relación de EBITDA a deuda financiera de corto plazo y deuda total se redujeron hasta 1,87 veces y 1,3 veces respectivamente mientras que la cobertura de intereses disminuyó hasta 5,4 veces. Por su parte, los indicadores de liquidez no registraron mayores cambios debido a la reducción proporcional del activo circulante y el pasivo circulante, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante se ubicó en 1,3 veces, y la relación de efectivo más inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo alcanzó 2,3 veces. Cabe destacar que durante Septiembre de 2003 los cobros correspondientes a las cuentas aprovisionadas al cierre de mayo de 2003 comenzaron a regularizarse y la gerencia espera recuperar una parte significativa de los montos aprovisionados en los próximos meses, producto del progreso de las negociaciones con los clientes involucrados. Es importante destacar que la empresa mantiene una posición larga en moneda extranjera equivalente a 2 millones de dólares (sin incluir los recursos manejados a través de INEPETROL, los cuales excedían los 90 millones de dólares), lo cual permite mitigar los efectos negativos de la constante devaluación del bolívar.

de la aplicación del control de cambio, explica en parte la reducción de los márgenes de la empresa. Siendo que algunas operaciones financieras no recurrentes permiten compensar la caída de la utilidad operativa.

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

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de Agosto de 2003)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 1.600,00 1.600,00 1.411,25 1.098,75 715,00 684,00

Meses

	3	12	3	12	12	12
	Ago-03	May-03	Ago-02	May-02	May-01	May-00

### Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	5,38x	9,00x	6,28x	7,80x	1,60x	1,69x
EBITDA*/Deuda de Corto Plazo	1,80x	2,27x	1,74x	1,37x	0,97x	1,03x
EBITDA*/Deuda Financiera Total	1,27x	1,51x	1,31x	0,93x	0,39x	0,40x
EBITDA*/Deuda Financiera Neta de Corto Plazo	-	-	-	-	1,36x	0,46x
Pasivo/Patrimonio	0,60x	0,62x	1,10x	1,13x	1,10x	1,55x

### Resultados

Ventas Netas	60.043	293.911	69.541	286.775	197.964	232.261
% de Cambio	-14%	2%	-3%	45%	-15%	1%
EBITDA	6.934	30.505	8.157	32.815	22.291	26.199
Margen EBITDA	12%	10%	12%	11%	11%	11%
Depreciación y Amortización	567	3.154	772	4.461	5.475	5.568
EBIT	6.012	56.354	3.409	16.095	18.028	20.662
Gastos Financieros	1.290	3.389	1.300	4.208	13.901	15.519
Costo de Financiamiento Estimado	24,6%	12,3%	17,3%	9,2%	22,8%	22,2%
Pérdida Cambiaria	(805)	19.968	(7.968)	(7.366)	1.613	6.979
Ganancia Monetaria	(1.253)	(18.803)	(5.416)	(2.984)	4.170	9.216
Utilidad Neta	1.842	12.533	2.215	10.890	3.391	3.042
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	4,2%	7,4%	5,3%	7,1%	2,8%	3,2%
Retorno sobre Activo Promedio*	2,6%	3,9%	2,5%	3,4%	1,2%	1,2%

### Flujo de Caja

Efectivo Neto Provisto por las Actividades Oper.	3.189	16.608	35.073	65.390	9.261	(4.974)
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Inv.	971	(18.204)	(836)	2.492	4.648	4.344
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Financ.	(3.154)	(47.342)	(26.035)	(24.157)	17.944	(27.858)
Flujo de Efectivo Neto	1.006	(48.938)	8.203	43.725	31.853	(28.487)

### Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	35.985	34.979	92.109	83.917	40.192	8.338
Cuentas por Cobrar	33.206	34.750	57.742	72.924	68.321	75.504
Activo Total	280.627	286.245	354.624	349.068	296.522	249.669
Deuda Financiera de Corto Plazo	15.410	13.455	18.750	23.970	22.881	25.538
Cuentas y Gastos por Pagar	27.517	27.381	36.724	35.667	31.492	40.395
Deuda Financiera de Largo Plazo	6.400	6.689	6.187	11.187	33.729	40.028
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	105.546	109.756	185.857	185.257	155.476	151.797
Patrimonio Total	175.081	176.489	168.767	163.811	141.046	97.873

### Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	71%	67%	75%	68%	40%	39%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	2,34x	2,60x	4,91x	3,50x	1,76x	0,33x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	1,35x	1,81x	1,36x	1,16x	0,61x	0,64x
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,30x	1,26x	1,32x	1,33x	1,36x	1,35x

### Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	2,0	5,0	31,0	17,0	13,0	-13,0
--	-----	-----	------	------	------	-------

### Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al 31 agosto de 2003)

Año	2005	2006	< 2006
Vencimientos	1.600	4.800	-

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