

Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Número de la Emisión:	PC-2004-I
Riesgo series en bolívares:	A3
Categoría A	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. Sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
Subcategoría A3	Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuenta 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.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir de la fecha del presente dictamen o cuando FITCH Venezuela, tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
Monto de la Emisión:	Bs. 10.000 MM
Rendimiento de la Emisión:	Fijado al momento de cada emisión
Plazo de la Emisión:	Entre 15 y 360 días
Autorización de la Emisión:	Esta emisión fue aprobada en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 23 de junio de 2005.
Información Procesada:	Edos. Financieros Auditados periodo 1995-2004. Cifras expresadas en bolívares constantes del 30 de junio de 2005
Informes Relacionados:	Para más información ver www.fitchvenezuela.com

INELECTRA, S.A.C.A.
(Expresado en MM de Bs. de junio de 2005)

	3MAF05	AF05	3MAF06
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS			
Ingresos	65.670	376.383	82.522
Utilidad Operativa	6.418	52.932	12.924
EBITDA	7.542	59.307	14.109
Gastos de Financiamiento	2.419	11.757	3.606
Utilidad Neta	2.324	21.358	5.830
BALANCE GENERAL			
Total Activo Circulante	244.796	336.595	337.865
Activo Total	484.188	549.111	552.394
Total Pasivo Circulante	191.002	265.048	269.727
Pasivo Total	218.198	283.003	292.896
Patrimonio Total	265.728	265.963	259.370
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS			
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,28	1,27	1,25
EBITDA/Gastos Financieros	3,12	5,04	3,91
Deuda Total Ajustada/EBITDA	3,54	3,38	3,66
ROA *	2,0%	4,1%	4,4%
ROE *	3,5%	8,0%	8,8%
Pasivo/Patrimonio	0,82	1,06	1,13

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

FITCH Venezuela mantiene en A3 la calificación de riesgo asignada a la emisión de Papeles Comerciales de INELECTRA S.A.C.A (INELECTRA) hasta por el monto de 10.000 millones de bolívares. Dicha calificación se encuentra soportada por la larga experiencia de la empresa dentro de su mercado de operación, un sólido backlog de proyectos y conservadoras relaciones de cobertura de deuda e intereses. Por su parte, la relativa concentración de sus ingresos, la volatilidad de la inversión pública y privada y, en general, la inestabilidad del ambiente operativo limitan las calificaciones otorgadas. Vale destacar que la empresa ha emprendido esfuerzos en la diversificación de sus operaciones, lo que podría mitigar algunos de los riesgos antes mencionados.

Durante los primeros 3 meses del año fiscal 2005, el aumento de 53% en los ingresos por servicios de obras de INELECTRA, comparado el mismo periodo el año anterior, se reflejó en un aumento de los ingresos operativos de la empresa hasta 82.522 millones de bolívares. Por su parte, el mayor control de los costos de operación resultó en un aumento del margen EBITDA siendo que la utilidad operativa alcanzó 12.924 millones de

bolívares. El mayor volumen de negocios de la empresa compensó el aumento de los gastos financieros registrados en el periodo, principalmente como resultado de la deuda contraída por INELECTRA con Fluor Enterprises Inc. (FLUOR) para el financiamiento del proceso de arbitraje con Petrotera Ameriven S.A., en torno a los mayores costos incurridos en la ejecución del Proyecto Hamaca, con lo cual la utilidad neta se ubicó en 5.830 millones de bolívares. Asimismo, el incremento más que proporcional del EBITDA con relación a los gastos financieros resultó en una mejora del indicador de cobertura de intereses, siendo que la relación EBITDA a gastos financieros aumentó hasta 3,9 veces. Por otro lado, el aumento de los pasivos de la empresa, principalmente generado por los mayores compromisos de INELECTRA con FLUOR, resultó en un deterioro de los indicadores de apalancamiento, siendo que la relación de pasivo a patrimonio aumentó hasta 1,13 veces. Es importante destacar que durante el mes de agosto del año 2005, las empresas involucradas en torno a la ejecución del Proyecto Hamaca lograron un acuerdo extra-arbitral, lo cual le permitió a INELECTRA efectuar el pago de toda la deuda pendiente con FLUOR (185.441 millones de bolívares a junio del año 2005), honrar los compromisos adquiridos y además de generar un cierto beneficio producto de este proceso. Por su parte, el aumento más que proporcional del pasivo circulante con relación al activo circulante resultó en una ligera reducción de los indicadores de liquidez, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante se ubicó en 1,27 veces, mientras que la relación de efectivo más inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo alcanzó 2,3 veces, mostrando en general un buen perfil crediticio.

Vale destacar que en Abril del año 2005, el Ministerio de Energía y Petróleo, basado en la Ley de Hidrocarburos del año 2001, emitió instrucciones a las empresas con convenios operativos, entre ellas, Inemaka S.A (INEMAKA), subsidiaria de Inepetrol S.A. (INEPETROL), a su vez filial 100% poseída por INELECTRA pero registrada en los estados financieros bajo el método de participación patrimonial, para migrar a la forma de empresa mixta antes del 31 de diciembre del presente año; en el caso de INEMAKA, la instrucción va dirigida a los convenios operativos de las áreas de Kaki y Maúlpa. Esta situación implica que el Estado pasará a poseer como mínimo el 51% de las áreas bajo los vigentes convenios operativos, siendo que actualmente INEMAKA y el Estado se encuentran en negociaciones para determinar la forma en que se constituiría la empresa mixta. Fitch Venezuela hará seguimiento al resultado de estas negociaciones y evaluará su impacto sobre el perfil financiero de la empresa.