

Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 8.000.000.000,00 o su equivalente en dólares

| | |
|------------------------------------|---|
| Tipo de Emisión: | Papeles Comerciales |
| Riesgo: | 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. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado. |
| Subcategoría A3 | 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. |
| Periodicidad de Revisión: | Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela, tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos. |
| Emisor: | INELECTRA, S.A.C.A. |
| Monto de la Emisión: | Hasta Bs. 8.000 MM o su equivalente en dólares. |
| Rendimiento de la Emisión: | Colocación a descuento. |
| Plazo de la Emisión: | Entre 15 y 360 días. |
| Uso de los Fondos: | Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Papeles Comerciales, se destinarán 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 de corto plazo. |
| Autorización de la Emisión: | Esta emisión fue aprobada en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 23 de agosto de 2001. |
| Información Procesada: | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Edos. Financieros Consolidados de INELECTRA, S.A.C.A para el AF95, AF96, AF97, AF98, AF99, AF00, AF01 y el período junio01-nov01. ▪ Entrevistas a Ejecutivos de la empresa. ▪ Reportes de Fitch Ratings Ltd. |
| Cifras Expresadas en: | Bolívares del 30 de noviembre de 2001. |

Fundamentos de la calificación

FITCH Venezuela considerando la experiencia de la empresa dentro del mercado de servicios de ingeniería y construcción y la presencia de un importante flujo de proyectos en marcha y los niveles de efectivo, otorga a la emisión de obligaciones quirografarias por parte de Inelectra, S.A.C.A. (INELECTRA) un nivel de riesgo equivalente a la categoría B subcategoría B1. A su vez, dicha calificación se encuentra limitada por el relativamente bajo nivel de utilidad de la empresa y por el efecto que sobre el flujo de operaciones de la empresa tiene la variabilidad de la inversión pública y privada en Venezuela en el mediano plazo.

Operación

INELECTRA, fundada en el año 1968 es una empresa dedicada a la prestación de servicios profesionales de ingeniería y construcción, desarrollo e implementación de soluciones integrales en telecomunicaciones e informática así como exploración y producción de petróleo.

Las actividades medulares de INELECTRA (empresas filiales y afiliadas) se pueden agrupar en tres unidades, mencionadas a continuación:

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. La unidad de Ingeniería y Construcción ha contribuido con un 87% de los ingresos de la empresa en los últimos dos ejercicios fiscales.

Unidad de Telecomunicaciones

Esta unidad esta orientada a ofrecer soluciones integrales en el área de comunicación y tecnología de información, mediante el diseño, suministro, instalación operación y mantenimiento de equipos y redes. Esta unidad ha contribuido con aproximadamente el 13% de los ingresos en los dos últimos años.

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, servicios integrados a pozos, saneamiento y recuperación de desechos.

Adicionalmente, INELECTRA a través de su filial INEPETROL, S.A. participa en diferentes negocios de producción y exploración de petróleo en Venezuela, así como también en el área petroquímica. Al cierre de noviembre de 2001 INEPETROL manejaba activos consolidados por más de 190.000 millones de bolívares y un patrimonio de 58.408 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 1995. Esta área otorgada por un período de 20 años (con posibilidad de extender el plazo a 39 años) consta de una superficie de 1.084 km² y está ubicada en el este de Venezuela

en aguas del Golfo de Paria. Según estudios realizados por PDVSA el área cuenta con reservas probadas de más de 70 millones de barriles de crudo. Inicialmente la propiedad del área estaba conformada por un convenio entre Enron Oil & Gas (90%) e INELECTRA (10%), siendo que la corporación Venezolana de Petróleo (CVP) tiene una opción para participar hasta con el 35% en el desarrollo de un descubrimiento comercial. A partir de junio de 2000 Enron Oil & Gas se desincorporó como socio con lo cual INELECTRA asumió la totalidad del área tanto como inversionista como operador. A la fecha se ha cumplido el plan de inversiones estipulado por PDVSA, siendo que ya se ha completado la perforación de dos pozos con resultados satisfactorios. Las inversiones durante el AF01 alcanzaron 43 millones de dólares. Actualmente INELECTRA se encuentra en la búsqueda de un socio estratégico para continuar con las labores de exploración y producción.

Campos de Kaki y Maulpa: Dos áreas petroleras asignadas a través de la Tercera Ronda de Convenios Operativos en junio de 1997. Estas áreas, consideradas por PDVSA como campos marginales, abarcan una superficie de 305 km² (Kaki) y 249 km² (Maulpa) con un volumen estimado de reservas de más de 1.000 millones de barriles de petróleo con altos niveles de gravedad. Los socios iniciales de INELECTRA en este proyecto eran: la empresa norteamericana ARCO (adquirida posteriormente por British Petroleum -BP) y Empresas Polar de Venezuela. En mayo de 2001 y luego de la fusión a nivel internacional entre ARCO y BP, ésta última decidió vender su participación a los dos socios venezolanos, siendo que a la fecha INELECTRA controla el 51% mientras que Empresas Polar controla el 41% restante. Al cierre del AF01 la producción de ambos campos alcanzó 3.100 barriles diarios, mientras que al momento de recibir las manos de PDVSA la misma alcanzaba 627 barriles diarios, sin necesidad de perforar nuevos pozos.

Campo Boscan: Un área de producción petrolera asignada en 1996 por PDVSA al consorcio formado por Chevron (98%) e INELECTRA (2%), ubicada en el occidente del país con reservas probadas en el orden de 1.600 millones de barriles de crudo pesado. Desde el momento de su adjudicación se han completado inversiones por 360 millones de dólares, lo que ha permitido elevar la producción desde 83.000 barriles diarios hasta 104.200 barriles diarios al cierre del AF01.

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 participa con un 15%, mientras que Koch Petroleum Corp. (filial de Koch Industries Inc) y Proesca (filial de PDVSA) controlan un 35% cada una e Inversiones Polar el restante 15%. La comercialización del producto está asegurada mediante dos contratos de compra-venta suscritos con Pequiven y Koch Chemical Co.

Servicios Integrados Petroleros CCI, C.A.: Una empresa dedicada a prestar servicios integrados de perforación de pozos a la industria petrolera. INELECTRA participa con el 33,3% en sociedad con Cliffs Drilling Inc., empresa subsidiaria de RB Falcón Inc (USA). Considerando las características del mercado de perforación de pozos INELECTRA ha decidido iniciar el proceso de desincorporación de esta filial a través de una posible venta a su socio.

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 participa con un 10,2% de la empresa constituida para manejar los campos, mientras que la porción restante se distribuye de la siguiente manera: TotalFinaElf (69,5%), Repsol-YPF (15%) y Otepi (5,3%). Se prevé el desarrollo del campo en una primera fase de producción temprana del orden de 70 millones de pies cúbicos por día con una inversión del orden de los 80 millones de dólares.

Finanzas

La reducción de los precios del petróleo desde finales del año 2000, la culminación de la mayoría de los grandes proyectos de inversión petrolera y los diferentes recortes de producción acordados por la OPEP ha tenido una influencia negativa en el desempeño de la demanda de servicios de ingeniería y construcción. Así al cierre del AF01 (mayo de 2001) los ingresos operativos alcanzaron un total de 126.047 millones de bolívares, menores en 15% con respecto a los registrados en el año anterior. Por su parte, la reducción más que proporcional en los costos de servicios de obras y de ventas se reflejaron en una mejora del margen operativo hasta 6,8%, siendo que la utilidad operativa se redujo ligeramente hasta 8.554 millones de bolívares. El menor nivel de deuda financiera, tasas de interés y devaluación, permitieron una reducción del costo integral de financiamiento hasta 7.224 millones de bolívares (-15%). Así, la disminución del costo integral de financiamiento y el incremento de la participación patrimonial en el resultado de las empresas afiliadas, permitieron un incremento de 12% en la utilidad neta hasta 2.159 millones de bolívares. Las relaciones ROA y ROE alcanzaron 1,1% y 2,4% respectivamente.

A pesar de la volatilidad propia del negocio, las relaciones de liquidez han mostrado un comportamiento relativamente estable durante los últimos años. Para el cierre de mayo de 2001 el incremento del efectivo (en parte por anticipos recibidos de proyectos), la reducción de los préstamos bancarios y las cuentas por pagar, permitieron compensar el crecimiento de las cuentas por pagar a relacionados y la reducción de las cuentas por cobrar, con lo cual la relación de liquidez no registró mayores cambios al ubicarse en 1,4 veces. Es importante destacar que durante el AF01 ocurrió una recomposición del activo circulante siendo que los niveles de efectivo e inversiones temporales se incrementaron hasta 25.591 millones de bolívares, cubriendo en 1,8 veces la deuda financiera de corto plazo, situación que contrasta positivamente con el nivel registrado al cierre del AF00.

El mantenimiento de estrechos márgenes de rentabilidad han derivado en relaciones de cobertura inferiores al promedio del mercado. Para el AF01 la reducción de la utilidad operativa incluyendo otros ingresos del negocio una vez descontada la depreciación (EBITDA) mas que compensó el menor nivel de endeudamiento y tasas de interés, reduciendo ligeramente las relaciones de cobertura. Así la relación EBITDA a gastos financieros se redujo hasta 1,6 veces mientras que las relaciones de

EBITDA a deuda financiera de corto plazo y deuda financiera total alcanzaron 1,0 y 0,4 veces respectivamente.

El pago de deuda financiera por más de 5.700 millones de bolívares, el menor nivel de cuentas por pagar y el incremento del patrimonio producto de la retención de utilidades, permitieron una reducción de la relación de pasivo a patrimonio hasta 1,1 veces, menor en 0,5 veces con relación a la registrada al cierre del AF00.

Resultados Financieros Recientes

El inicio de los trabajos de las facilidades de producción en el Proyecto Hamaca Upstream a principios del AF02, se reflejaron en un aumento anualizado de 21% en los ingresos operativos de INELECTRA, siendo que la cierre de los primeros 6MAF02 (noviembre de 2001) los mismos alcanzaron 76.196 millones de bolívares. El cambio en el mix de negocios en marcha se reflejó en una pequeña reducción del margen operativo hasta 5,3%, mientras que la utilidad operativa fue de 4.001 millones de bolívares. La reducción de la deuda financiera en más de 13.000 millones de bolívares permitió mantener los avances logrados a nivel del costo integral de financiamiento (CIF), el cual disminuyó en 32% en términos anualizados. Sin embargo, la disminución del margen operativo, los otros ingresos y la participación sobre la utilidad de las empresas afiliadas casi compensaron el efecto positivo del menor CIF, resultando en una utilidad neta de 1.150 millones de bolívares, superior en apenas 6% en términos anualizados con respecto a la registrada el año anterior.

La disminución de las cuentas por cobrar y el aumento de los anticipos recibidos más que compensaron el aumento del efectivo, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante se redujo ligeramente hasta 1,2 veces. Vale la pena destacar que la relación de efectivo a deuda financiera de corto plazo se elevó nuevamente a 3,1 veces.

La reducción más que proporcional de la deuda financiera y los gastos financieros con relación a la utilidad operativa se reflejaron en una mejora de las relaciones de cobertura. Así, la relación de EBITDA a gastos financieros aumentó hasta 3,0 veces, mientras que las relaciones de EBITDA a deuda financiera de corto plazo y deuda total se elevaron hasta 1,3 veces y 0,6 veces respectivamente.

El aumento más que proporcional del patrimonio con respecto al pasivo permitió mantener los índices de apalancamiento, siendo que la relación de pasivo a patrimonio fue de 1,0 veces, nivel similar al registrado al cierre del AF01.

En general el desempeño de la empresa se encuentra íntimamente ligado al nivel de inversión pública y privada. Es así como retrasos en la ejecución de proyectos o en la contratación de los mismos podría afectar el nivel de facturación de la empresa y su flujo de caja. Sin embargo, la presencia de proyectos en marcha mitiga los efectos de los riesgos antes descritos.

INELECTRA, S.A.C.A.

(Expresado en MM de Bs. de noviembre de 2001)

| ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS | AF98 | AF99 | AF00 | 9MAF01 | AF01 | 6MAF02 |
|--|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Ingresos | 173.216 | 147.158 | 147.905 | 86.270 | 126.047 | 76.196 |
| Costos y Gastos | 182.710 | 144.602 | 139.286 | 85.272 | 117.493 | 72.195 |
| Utilidad Operativa | -9.495 | 2.556 | 8.619 | 998 | 8.554 | 4.001 |
| Gastos de Financiamiento | 10.754 | 14.117 | 9.883 | 7.378 | 8.851 | 2.084 |
| Pérdida Cambiaria | -627 | 998 | 4.444 | -161 | 1.027 | 423 |
| Pérdida Monetaria y Ajuste por Traducción | -13.899 | -7.080 | -5.869 | -1.846 | -2.654 | -50 |
| Utilidad Después del C.I.F. | -5.722 | -5.479 | 161 | -4.374 | 1.330 | 1.544 |
| Otros Ingresos | 9.898 | 7.539 | 4.518 | 5.769 | 2.153 | 451 |
| Participación en Resultados de Afiliadas | 83 | -1.610 | 20 | 1.636 | 772 | 54 |
| ISLR | 774 | 1.962 | 2.336 | 916 | 2.410 | 879 |
| Intereses Minoritarios y Beneficios por pérdida fiscal | -487 | -335 | 428 | 40 | -314 | 20 |
| Utilidad Neta | 3.971 | -1.177 | 1.935 | 2.075 | 2.159 | 1.150 |

BALANCE GENERAL

| | | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo | | | | | | |
| Efectivo | 16.359 | 23.452 | 5.309 | 17.408 | 25.591 | 29.621 |
| Cuentas por Cobrar | 45.133 | 33.451 | 48.081 | 44.946 | 43.501 | 41.407 |
| Otros Activos Circulantes | 29.247 | 32.116 | 29.827 | 29.064 | 24.904 | 27.832 |
| Total Activo Circulante | 92.533 | 90.126 | 83.861 | 91.914 | 94.120 | 98.980 |
| Inversiones | 25.513 | 50.109 | 46.288 | 43.839 | 69.860 | 77.663 |
| Planta y Equipos Netos | 30.056 | 26.045 | 24.704 | 23.495 | 22.526 | 21.246 |
| Otros Activos | 52.575 | 4.230 | 4.137 | 3.258 | 2.292 | 1.769 |
| Activo Total | 200.676 | 170.510 | 158.990 | 162.507 | 188.798 | 199.658 |
| Pasivo | | | | | | |
| Préstamos Bancarios | 22.806 | 19.743 | 16.263 | 22.617 | 14.569 | 9.710 |
| Gastos Acumulados por Pagar | 6.508 | 4.393 | 5.013 | 5.053 | 4.922 | 6.753 |
| Cuentas por Pagar | 8.613 | 10.771 | 20.711 | 12.333 | 15.129 | 13.460 |
| Cuentas por pagar accionistas y relacionados | 762 | 17.307 | 4.038 | 10.876 | 7.432 | 6.466 |
| Anticipos recibidos y otros | 39.187 | 20.081 | 12.218 | 15.208 | 23.365 | 40.129 |
| Otros Pasivos Circulantes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total Pasivo Circulante | 80.924 | 77.418 | 61.960 | 68.476 | 69.113 | 79.789 |
| Deuda a Largo Plazo | 33.931 | 27.499 | 25.489 | 22.542 | 21.475 | 13.142 |
| Acumulaciones para Indemnizaciones | 6.417 | 4.571 | 5.595 | 5.433 | 5.457 | 6.093 |
| Pasivo Total | 124.388 | 111.361 | 95.751 | 98.625 | 98.152 | 101.355 |
| Intereses Minoritarios | 17.291 | 894 | 913 | 772 | 841 | 856 |
| Patrimonio | | | | | | |
| Capital Social | 49.382 | 51.837 | 56.563 | 59.504 | 59.506 | 61.782 |
| Patrimonio Total | 58.998 | 58.255 | 62.326 | 63.110 | 89.805 | 97.447 |

FLUJOS DE EFECTIVO

| | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| EBITDA ¹ | 5.244 | 14.528 | 16.682 | 9.564 | 14.193 | 6.217 |
| Efectivo Provisto por Actividades Operacionales | 16.636 | 8.320 | -3.171 | 147 | 5.897 | 2.524 |
| Efectivo Provisto por Actividades de Inversión | -51.784 | 18.533 | 2.767 | 2.476 | 2.959 | -1.177 |
| Efectivo Provisto por Actividades de Financiamiento | 35.505 | -19.760 | -17.739 | 9.475 | 11.426 | 2.683 |
| Flujo de Efectivo Neto | 358 | 7.093 | -18.143 | 12.098 | 20.282 | 4.030 |

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

| | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Liquidez y Capital de Trabajo | | | | | | |
| Activo Circulante/Pasivo Circulante | 1,14 | 1,16 | 1,35 | 1,34 | 1,36 | 1,24 |
| Días de Cuentas por Cobrar | 95 | 83 | 119 | 143 | 126 | 99 |
| Días de Cuentas por Pagar | 17 | 27 | 54 | 39 | 46 | 34 |
| Cobertura | | | | | | |
| EBITDA/Gastos Financieros | 0,49 | 1,03 | 1,69 | 1,30 | 1,60 | 2,98 |
| EBITDA ⁺ /Deuda Financiera | 0,09 | 0,31 | 0,40 | 0,28 | 0,39 | 0,54 |
| EBITDA ⁺ /Deuda a Corto Plazo | 0,23 | 0,74 | 1,03 | 0,56 | 0,97 | 1,28 |
| Rentabilidad | | | | | | |
| Margen Operativo | -5,48% | 1,74% | 5,83% | 1,16% | 6,79% | 5,25% |
| Margen EBITDA | 3,03% | 9,87% | 11,28% | 11,09% | 11,26% | 8,16% |
| Margen Neto | 2,29% | -0,80% | 1,31% | 2,40% | 1,71% | 1,51% |
| ROA [*] | 1,98% | -0,69% | 1,22% | 1,70% | 1,14% | 1,15% |
| ROE [*] | 6,73% | -2,02% | 3,10% | 4,38% | 2,40% | 2,36% |
| Apalancamiento | | | | | | |
| Pasivo/Activo | 0,71 | 0,66 | 0,61 | 0,61 | 0,52 | 0,51 |
| Pasivo/Patrimonio | 2,40 | 1,93 | 1,55 | 1,57 | 1,10 | 1,05 |

POSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA

| | | | | | | |
|---|------|-----|--------|--------|------|------|
| Posición en Moneda Extranjera Neta ² | 23,1 | 8,0 | (13,0) | (10,3) | 13,0 | 18,0 |
|---|------|-----|--------|--------|------|------|

¹ Utilidad Operativa + Otros Ingresos + Depreciación

² Millones de US\$.

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