

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

Corporativo/Venezuela  
Análisis de Riesgo

**Ratings**

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC 2002 II*	A3	B1	Nov-2003
PC 2003 I*	A3	NR	Nov-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%, los ingresos de INELECTRA registraron un crecimiento 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.

**Noviembre 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.”

[www.fitchvenezuela.com](http://www.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 las industrias: petrolera, petroquímica, acero, aluminio, electricidad, telecomunicaciones y transporte masivo, que ejecuta proyectos de gran envergadura en Venezuela y el exterior. Adicionalmente, participa como socio propietario en inversiones relacionadas a sus principales áreas de negocio: Ingeniería y Construcción, Telecomunicaciones y Servicios de Petróleo (ver *Operaciones*). Las operaciones de INELECTRA son realizadas directamente a través de la empresa holding o, través de algunas de sus subsidiarias, entre las cuales destacan<sup>1</sup>: Construcciones y Montajes Urimán S.A.(100%), dedicada al manejo de obras civiles y electromecánicas; Inelectra Colombia, S.A. (100%), dedicada a proveer servicios profesionales de ingeniería y construcción en Colombia; Controlca, S.A. (49%), dedicada al diseño e ingeniería de sistemas de telecomunicaciones; Burntel Telecommunications C.A. (50%), encargada de la construcción e instalación de redes para voz, video y datos; INEPETROL, C.A. (100%), filial que agrupa las empresas de servicios e inversión en el sector petrolero; INE Oil & Gas, INC (100%), operaciones petroleras y petroquímicas; INE Paria, Inc. (100%), convenio de asociación petrolera para el Golfo de Paria Este; INE Boscán INC. (50%), convenio operativo petrolero del campo Boscán; INEMAKA, S.A. (70%), empresa operadora para los convenios petroleros de los campos Kaki y Maúlpa; INEPROPIL S.A. (100%), accionista de una empresa dedicada a la separación de Propano-Propileno; Servicios Integrados Petroleros CCI, S.A. (33,3%), empresa dedicada a proveer servicios de perforación de pozos y Gulf of Paria East Operating Company (25%), empresa operadora bajo el convenio de asociación con la Corporación Venezolana del Petróleo (CVP), para la exploración a riesgo y ganancias compartidas.

## ▪ Estrategia

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.

## ▪ Operaciones y Posición Competitiva

Las actividades medulares de INELECTRA se pueden agrupar en tres unidades de negocio, 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. Sus principales competidores nacionales lo representan empresas como el Grupo de Empresas Tecnoconsult, Otepi Consultores, Consultores Occidentales, Jantesa, Proyecta, y Vepica, además de competir con algunas empresas extranjeras que prestan servicios en Venezuela para algunos proyectos específicos.

Dentro de los servicios que ofrece la empresa dentro de la unidad de Ingeniería y Construcción se encuentran los servicios de consultoría y asesoría, estudios de factibilidad técnico-económicos, diseño conceptual, ingeniería básica, ingeniería de detalle, gestión de procura, construcción, gerencia y supervisión de construcción, asistencia para la puesta en marcha y desarrollo integral de

<sup>1</sup> Se indica entre paréntesis el porcentaje de participación de INELECTRA en cada subsidiaria.

todas las fases de una obra bajo la modalidad de llave en mano, para lo cual INELECTRA ha constituido múltiples alianzas con empresas de amplia trayectoria a nivel mundial. Entre los proyectos ejecutados por la empresa bajo esta modalidad se encuentran IPC Mejorador de Crudo (Petrolera Ameriven), Facilidades de Producción (Operadora Cerro Negro), Proyecto Orthoflow (Ecopetrol, Colombia), Fraccionamiento Propano-Propileno (Maraven, Koch, Polar, Inepropil), entre otros. La unidad de Ingeniería y Construcción ha contribuido con un 94% de los ingresos de la empresa en los últimos tres ejercicios fiscales

#### **UNIDAD DE TELECOMUNICACIONES**

Esta unidad realiza proyectos de ingeniería y construcción en el área de telecomunicaciones, los cuales comprenden desde servicios de conceptualización hasta la construcción de las facilidades y los servicios de mantenimiento de las instalaciones. Sus principales competidores lo constituyen las empresas que ofrecen servicios de ingeniería asociados con el suministro de equipos, entre las cuales destacan Siemens de Venezuela, Alcatel, Ericsson y Lucent. Entre los proyectos de la unidad destacan el rediseño del esquema de trabajo de la organización de operación y mantenimiento de conmutación (CANTV), la ingeniería de detalle para la instalación de equipos multiplexores (TELCEL), ingeniería de detalle para los enlaces de fibra óptica para la transmisión de señales SCADA en el Campo Dación, ingeniería de detalle de telecomunicaciones del campo Yucal Placer, reubicación de la red telefónica de las áreas afectadas por la Línea 4 del Metro de Caracas y la adecuación del sistema de emergencia de la Torre El recreo (Movilnet), entre otros.

#### **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 y servicios integrados a pozos.

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 mayo de 2003 INEPETROL manejaba activos consolidados por más de 334.000 millones de bolívares y un patrimonio de 127.383 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 consta de una superficie de 1.084 km<sup>2</sup> y cuenta con reservas probadas de más de 70 millones de barriles de crudo. 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. Es importante destacar que hasta la fecha se han completado las inversiones necesarias de la denominada Fase I del Programa de Exploración, siendo que la segunda fase del mismo correrá por cuenta de los nuevos socios a un costo estimado de 28 millones de dólares. Hasta la fecha esta inversión se encuentra en fase pre-operativa y por ende no ha aportado resultados a la corporación.

- *Campos de Kaki y Maulpa*: Dos áreas petroleras asignadas a través de la Tercera Ronda de Convenios Operativos en junio de 1997 en donde también participa Empresas Polar (41%). Estas áreas, consideradas por PDVSA como campos marginales, abarcan una superficie de 305 km<sup>2</sup> (Kaki) y 249 km<sup>2</sup> (Maulpa) con un volumen estimado de reservas de más de 1.000 millones de barriles de petróleo con altos niveles de gravedad. Al cierre del AF03 la producción de ambos campos alcanzó 2.215 barriles diarios en promedio, siendo que INEPETROL ha completado inversiones por 12 millones de dólares y recuperado 6,8 millones de dólares de los costos indirectos del proyecto. A la fecha la empresa está considerando diversas opciones para rentabilizar las extensas reservas de gas asociado a petróleo registradas en dichas áreas.
- *Campo Boscán*: Un área de producción petrolera asignada en 1996 por PDVSA al consorcio formado por Chevron (98%) e INELECTRA (1%), 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 totales por 360 millones de dólares, lo que permitirá elevar la producción hasta 112.000 barriles diarios al cierre del AF03, siendo que la totalidad de la producción de dicho campo se destina contractualmente a una planta de refinación ubicada en USA.
- *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 (15%) participa junto con Koch Petroleum Corp. (35%), Proesca, filial de PDVSA (35%) e Inversiones Polar (15%) en esta empresa. 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 de su participación.
- *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 (10,2%) junto con TotalFinaElf (69,5%), Repsol-YPF (15%) y Otepi (5,3%) participan en este campo. Para el cierre del año 2003, se prevé culminar el desarrollo de la fase de producción temprana (100 millones de pies cúbicos por día) con una inversión del orden de los 129 millones de dólares (12,1 millones por parte de INELECTRA). Se estima que el desarrollo de estos campos requiera una inversión de 300 millones de dólares los cuales provendrán principalmente de fuentes de financiamiento de proyectos, sin aporte de recursos por parte de la corporación.

#### ▪ Aspectos Regulatorios

El sector de servicios de consultoría no es un sector regulado. Sin embargo, debido al carácter multidisciplinario de sus operaciones y su relación con proyectos de construcción, regulaciones civiles, ambientales y de seguridad industrial, diversos lineamientos deben ser cumplidos a cabalidad. Vale destacar que, conciente de tal realidad, INELECTRA ha realizado los mejores esfuerzos para mantener elevados niveles de calidad en sus operaciones, siendo que desde el año 1995 la empresa recibió por su sistema de aseguramiento de calidad la certificación internacional ISO 9001.

Por su parte, la expansión de la empresa en el área de explotación de hidrocarburos implica el cumplimiento no sólo de variadas regulaciones de índole ambiental, sino también expone a la empresa a cambios en la política petrolera nacional, en la forma de topes de producción de petróleo, inversiones mínimas requeridas para mantener las áreas en concesión, regalías, etc. Hasta la fecha y con el apoyo de la experiencia de sus socios en el negocio de hidrocarburos, INELECTRA ha logrado enfrentar tales regulaciones sin mayores inconvenientes.

Durante los primeros meses del año el Ejecutivo Nacional anunció la aplicación de una serie de medidas económicas entre las cuales destacó la aplicación de un severo control de cambios. Por segunda vez en un período de 10 años el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambios (febrero de 2003), limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida que no sólo limita el

libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela, imponen numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal medida podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

Si bien, INELECTRA no es una empresa manufacturadora de productos, la procura de los materiales necesarios para acometer algunos de los proyectos de construcción llevados a cabo por la empresa requieren de la importación de bienes desde el extranjero. Para enfrentar las limitaciones impuestas por dicho control, la empresa no sólo cuenta con nivel de activos denominados en moneda extranjera, sino que en muchos sus contratos se encuentran protegidos ante esta eventualidad, siendo que hasta la fecha la empresa no ha enfrentado mayores inconvenientes. Por su parte, la totalidad<sup>2</sup> de la deuda financiera de INELECTRA se encuentra denominada en moneda local, con lo cual los requerimientos propios de la empresa en moneda extranjera se ven significativamente reducidos.

#### ▪ Desempeño Financiero

La continuación de algunos grandes proyectos en el área petrolera permitieron más que compensaron la caída de la inversión pública y privada durante el período, con lo cual la empresa logró mantener e incluso superar los ingresos del ejercicio anterior. Así al cierre del AF03 (mayo de 2003) los ingresos operativos alcanzaron un total de 293.911 millones de bolívares, mayores en 2% con respecto a los registrados en el año anterior. Sin embargo, el aumento más que proporcional de los costos de servicios de obras y de ventas se reflejaron en una ligera reducción del margen operativo hasta 10,7%, siendo que la utilidad operativa se redujo hasta 31.530 millones de bolívares<sup>3</sup>. A pesar de la reducción de 19% en los gastos financieros, el aumento de la pérdida monetaria y cambiaria resultaron en un aumento del costo integral de financiamiento (CIF) hasta 42.160 millones de bolívares. Sin embargo, y a pesar

<sup>2</sup> Al cierre de agosto de 2003, la empresa presentaba un préstamo de 2 millones de dólares, el cual pertenece a su filial en el extranjero INELECTRA COLOMBIA, empresa que cuenta con recursos y flujo de caja suficiente para enfrentar dichos compromisos sin requerir soporte de la corporación.

<sup>3</sup> Es importante destacar que el desfase en la valoración de los ingresos en moneda extranjera y la inflación de los costos producto 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.

del registro de algunas provisiones relacionadas con posibles contingencias derivadas en la ejecución de algunos proyectos y cuentas por cobrar afectadas por el Paro Cívico Nacional ocurrido durante los meses de diciembre de 2002 y febrero de 2003 por 9.446 millones de bolívares, el registro de la participación de la empresa sobre los resultados de su filial no consolidada INEPETROL (principalmente de tipo cambiario) por casi 30.000 millones de bolívares y los ingresos derivados de algunas operaciones de permuta de inversiones, permitieron más que compensar el aumento del costo integral de financiamiento y la reducción de la utilidad operativa, siendo que al cierre de mayo de 2003 la utilidad neta aumentó hasta 12.533 millones de bolívares, la más alta en los últimos 8 ejercicios fiscales mientras que las relaciones ROAA y ROAE se elevaron hasta 3,95% y 7,37% 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 2003 la reducción más que proporcional del activo circulante con relación al pasivo circulante (en parte por el registro de las provisiones para posibles contingencias antes mencionadas), resultaron en una ligera reducción de la relación de liquidez hasta 1,26 veces. Es importante destacar que durante el AF03 se mantuvo la estrategia de reducción de la deuda financiera, aunque la disminución del efectivo producto de la ejecución de una parte de los adelantos de recursos recibidos para la ejecución de proyectos, se reflejó en una reducción de la relación de efectivo e inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo hasta 2,6 veces, siendo esta todavía una relación conservadora.

Históricamente el mantenimiento de estrechos márgenes de rentabilidad han derivado en relaciones de cobertura inferiores al promedio del mercado, sin embargo, la mejora de la rentabilidad desde el AF01 y la reducción de los compromisos de servicio de la deuda financiera han derivado en una mejora reciente de tales relaciones. Para el AF03 la utilidad operativa incluyendo otros ingresos del negocio una vez descontada la depreciación (EBITDA) cubrió en 9 veces los gastos financieros del período mientras que las relaciones de EBITDA a deuda financiera de corto plazo y deuda financiera total alcanzaron 2,3 y 1,5 veces respectivamente, relaciones significativamente superiores que el mostrado por otras empresas calificadas.

Para el cierre de mayo de 2003 los indicadores de apalancamiento no registraron una nueva mejora como consecuencia de la reducción de la deuda financiera y a pesar del pago de dividendos en efectivo por casi 18.000 millones de bolívares, pagados mediante la entrega de las acciones de una filial totalmente poseída por INELECTRA. Así para el cierre del AF03 la relación de pasivo a

patrimonio fue de 0,6 veces. Es importante destacar que la empresa mantiene una posición larga en moneda extranjera equivalente a 5 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.

#### ▪ **Eventos Financieros Recientes**

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. A su vez, el aumento más que proporcional de los costos de operación (ver nota de pie de página N° 3) resultó en una pérdida operativa de casi 1.000 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, aunque vale destacar que una porción de la ganancia cambiaria se encuentra registrada dentro del rubro de otros ingresos (Bs. 6.366 millones) como resultado de las operaciones de permuta de títulos. Así, el registro de los otros ingresos más que compensó 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 provisionadas al cierre de mayo de 2003 comenzaron a regularizarse y la gerencia espera recuperar una parte significativa de los montos provisionados en los próximos meses, producto del progreso de las negociaciones con los clientes involucrados.

## 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	0,12x	-	-	-	1,28x	0,33x
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 períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos

---

## Características de la Emisión

---

<b>Emisor:</b>	INELECTRA S.A.C.A.
<b>Identificación de la Emisión:</b>	PC-2003
<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<b>Monto:</b>	Hasta Bs. 10.000,00 MM o su equivalente en dólares
<b>Rendimiento:</b>	Fijado al momento de la emisión
<b>Plazo:</b>	Entre 15 y 360 días
<b>Riesgo Series en Bolívares:</b>	A3
<b>Categoría A</b>	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.
<b>Subcategoría A3</b>	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.
<b>Riesgo Series en Dólares:</b>	C1
<b>Categoría C</b>	Corresponde a instrumentos que no poseen una buena capacidad de pago al ser vulnerables a cambios en el emisor, el sector donde éste opera o en la economía en su conjunto, lo cual se podría traducir en retardos en los pagos de interés y de capital, con respecto a lo pautado al momento de la emisión. Además, los factores de operación están sujetos a variación.
<b>Subcategoría C1</b>	Se trata de instrumentos que presentan un riesgo moderado para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la economía en general, tendrían una alta probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos provenientes de la colocación de la emisión en estudio serán destinados 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 a corto plazo.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	Emisión aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 28 de agosto de 2003.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Edos. Financieros consolidados del emisor.</li><li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li><li>3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.</li></ol>
<b>Sustento de la Calificación:</b>	Análisis Financiero de INELECTRA S.A.C.A. publicada en Noviembre de 2003.

---

### Noviembre 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."