

Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 10.000.000.000,00

Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Riesgo:	B1
Categoría B	Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que pertenece o en la economía.
Subcategoría B1	Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que esta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar el riesgo.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Duff and Phelps de Venezuela S.A., 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. 10.000,00 MM.
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 20 de agosto de 1998.
Información Procesada:	<ul style="list-style-type: none">▪ Edos. Financieros Consolidados de INELECTRA, S.A.C.A para el AF95, AF96, AF97, AF98 y el período mayo98-feb99.▪ Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.▪ Reportes de Duff and Phelps Credit Rating Co.
Cifras Expresadas en:	Bolívares del 28 de Febrero de 1999.

Duff and Phelps de Venezuela S.A.

Fundamentos de la calificación

Duff and Phelps de Venezuela S.A. otorga a la emisión de papeles comerciales por parte de Inelectra, S.A.C.A. (INELECTRA) un nivel de riesgo equivalente a la categoría B subcategoría B1. Esta calificación está soportada en 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 que mitigan en parte la contracción en la demanda de servicios y, se encuentra limitada, por el elevado nivel de apalancamiento de la empresa.

Operación

Inelectra, S.A.C.A., (INELECTRA), fundada en el año 68 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 petrolero.

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 950 proyectos que han representado un total de 23 millones de horas hombre en las áreas de petróleo, gas, petroquímica, electricidad, industrias básicas del hierro, aluminio y minería, pulpa y papel, industria cervecera y

de bebidas, y en sistemas de transporte, sector químico y ambiental, control y aseguramiento de calidad y en el sector de manufactura industrial. Dentro de los servicios que ofrece la empresa se encuentran los servicios de consultoría y asesoría, estudios de factibilidad técnico-económicos, diseño conceptual, ingeniería básica, ingeniería de detalle, gestión de procura, procura, construcción, gerencia y supervisión de construcción asistencia para la puesta en marcha y desarrollo integral de todas las fases de una obra bajo la modalidad de llave en mano. La unidad de Ingeniería y Construcción contribuye con más del 83% de los ingresos de la empresa.

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. El ámbito de productos abarca desde la consultoría e ingeniería de telecomunicaciones hasta el suministro e instalaciones de equipos. Esta unidad contribuye con aproximadamente el 17% de los ingresos.

Unidad de Servicios de Producción de Petróleo

Los servicios prestados por INELECTRA en el sector petrolero son operación y mantenimiento de instalaciones, perforaciones y servicios integrados a pozos y saneamiento y recuperación de desechos. Adicionalmente, INELECTRA participa en los convenios operativos de la primera y tercera ronda a través del

INGENIERIA Y CONSTRUCCION	TELECOMUNICACIONES	PETROLEO
Construcciones y Montajes Uriman S.A. Obras civiles y electromecánicas	Controlca S.A. Desarrollo y comercialización de sistemas	Ine-Paria Inc. Convenio de exploración Golfo de Paria Este en sociedad con Enron Oil & Gas Inc.
Consultores Técnicos Integrales C.A. Ingeniería ambiental, sanitaria e hidráulica	Galáctica S.A. Suministro e instalación de sistemas de telecomunicaciones	Ine-Boscan Inc. Convenio operativo CampoBoscán en sociedad con Chevron Global Technologies Services
Grid APM C.A. Ingeniería civil y urbanismo	Burntel Telecomunicaciones C.A. Suministro e instalaciones de redes, diseño, construcción y mantenimiento de planta externa	Inemaka S.A. Convenio Operativos áreas Kaki y Maúlpa en sociedad con Atlantic Richfield Company (Arco) y Polar Uno C.A.
Catalytic servicios S.A. Mantenimiento de plantas de refinación, petroquímicas y químicas	P y S Digital C.A. Protección de sistemas críticos vaire acondicionado de precisión.	Servicios Integrados CCI, S.A. Empresa de perforación y servicios de pozos. En sociedad con Cliffs Drilling Co. y Cementaciones Petroleras Venezolanas (CPVEN)
Equivenca S.A. Diseño y fabricación de equipos intercambiadores de calor y hornos	Parábola C.A. Equipos y sistemas de potencia, productos de automatización y control.	
Inelectra Colombia, S.A. Servicios de Ingeniería y Construcción	Controles Texas, S.A. Suministro de sistemas de automatización de procesos industriales.	
	Information Technology Services, S.A. Ofrece servicios profesionales de informática en áreas de consultoría, educación, integración de sistemas, etc.	

Campo Boscán (1.086 Km²) y los pozos de Kaki y Maulpa (554 Km²) y en los de exploración a riesgo del Golfo de Paria Este (583 Km²). Hasta la fecha esta unidad no ha reportado ingresos significativos.

Finanzas¹

Durante el AF98 los ingresos operativos de INELECTRA alcanzaron un total de 125.343 millones de bolívares, lo cual representa un crecimiento importante 34,7% con respecto a los ingresos del AF97 que se ubicaban en 93.070 millones de bolívares. Este incremento en los ingresos se debió principalmente al incremento de 104% en los ingresos por servicios de obras, y por el incremento de 26% en los ingresos por servicios profesionales.

En cuanto a los costos y gastos se refiere, estos aumentaron en un 41,55%, lo cual derivó en una reducción del margen operativo de 5,07% al cierre del AF97 a 0,27% al cierre del AF98. Así la utilidad operativa para el AF98 fue de 333 millones de bolívares. El descenso en la utilidad operativa fue impulsada por el incremento en los costos por servicios de obras (111%) como consecuencia de una baja en la rentabilidad de algunos proyectos y por el aumento de los costos por sueldos y beneficios sociales (78%), partidas que representaron un 49% y un 21% respectivamente de los costos y gastos totales.

La carga financiera producida durante el AF98 fue de 7.358 millones de bolívares, llegando a duplicar la registrada durante el AF97, dado el incremento de las tasas y el aumento en el nivel de endeudamiento. Sin embargo, para el AF98 el incremento en los gastos de financiamiento fue más que compensado por la ganancia monetaria y el ajuste por traducción durante el período (9.509 millones de bolívares), lo cual resultó en una utilidad neta para el ejercicio de 2.718 millones de bolívares, cifra mayor en 1.038 millones a la registrada durante 1997, resultando en una mayor rentabilidad sobre activos (ROA) y patrimonio (ROE) que alcanzaron 1,98% y 6,73% respectivamente.

Durante los 9MAF99 los ingresos alcanzaron 82.824 millones de bolívares, equivalentes al 66,07% del total registrado durante el AF98, esta caída (11,9% anualizada) en el ingreso se debe a la menor demanda de servicios de ingeniería producto de la recesión en el sector petrolero y la disminución y demoras en el plan de inversiones de la industria petrolera. No obstante, la disminución en los costos y gastos, que se debió principalmente a los menores gastos de administración y

los menores costos de venta y de servicios en obra, más que compensaron la caída en los ingresos, dejando una utilidad operativa de 5.815 millones de bolívares, cifra esta mayor a la registrada durante el AF98, y que refleja un incremento de 6,75 puntos porcentuales en el margen operativo con respecto al AF98 situándose éste en 7,02%.

Esta mejora en el resultado operativo se debió a las medidas que se tomaron a principios del AF99 para adaptar la dimensión de la empresa a la realidad del entorno, lo cual supuso una reducción de personal para adecuar la carga de trabajo a la mezcla de proyectos con alta proporción de actividades dentro del área de construcción y procura, lo cual supone una menor ocupación. A manera de referencia, este recorte representa una disminución en los gastos de 200 millones de bolívares mensuales y una reducción de gastos asociados con el personal de 140 millones de bolívares mensuales adicionales.

El nivel de gastos financieros que se registró durante los 9MAF99 resultó ligeramente mayor al registrado durante el AF98. Tal comportamiento se debe a las mayores tasas de interés que se observaron durante el período aunado esto al mayor nivel de endeudamiento. Así, los gastos por intereses se ubicaron en 7.381 millones de bolívares, lo cual después de considerar la ganancia monetaria y el ajuste por traducción deja una utilidad de 333 millones de bolívares. Este resultado se vio reducido luego del pago de 1.018 millones de bolívares en impuestos y por el registro de intereses minoritarios, resultando en una pérdida neta de 1.097 millones de bolívares.

La relación de liquidez de la empresa medida como el cociente entre el activo circulante y el pasivo circulante al cierre del AF98 se ubicaba en 1,14 veces mostrando una disminución con respecto al nivel mostrado por este indicador a finales del AF97 cuando se ubica en 1,2 veces, aunque dicha relación se ha mantenido relativamente estable durante los últimos cuatro ejercicios fiscales (promedio de 1,18 veces). Para el cierre de los 9MAF99 esta relación se ubicaba en 1,17 veces.

En cuanto a las razones de cobertura medidas a través del EBITDA (utilidad operativa una vez descontada la depreciación), para el cierre del AF98 el aumento de los gastos financieros aunado a la reducción de la utilidad operativa se reflejó en una reducción de la cobertura de gastos financieros la cual se ubicó en 0,5 veces, menor en 2,2 puntos a la registrada al cierre del AF97. A su vez, la reducción en el margen del negocio y el incremento de la deuda se reflejaron en una caída de la relación de cobertura de deuda financiera, la cual descendió hasta 0,09 veces para la deuda financiera total y en 0,23 veces, para la deuda financiera de corto plazo.

¹ Las cifras mencionadas en esta sección están expresadas en bolívares del 28 de febrero de 1999.

La mejora en el margen que se ha registrado durante los 9MAF99, ha logrado compensar el incremento mostrado por los gastos financieros, lo cual ha hecho mejorar la relación de cobertura de EBITDA sobre gastos financieros, llevándola hasta 1,15 veces. También se han registrado mejoras en las relaciones de EBITDA a deuda financiera ubicándose estas en 0,24 veces para la deuda financiera total y en 2,44 veces para la deuda financiera de corto plazo. Esta última registró un incremento como resultado de la reestructuración de pasivos de la empresa, que pasaron en buena proporción a largo plazo.

Los pasivos de INELECTRA alcanzaron al cierre de los 9MAF99 unos 108.412 millones de bolívares de los cuales un 43% corresponde a la deuda financiera de la empresa. A su vez, la deuda financiera esta compuesta en un 10% de corto plazo y en un 90% de largo plazo. Es importante señalar que de la deuda a largo plazo (41.638 millones de bolívares) aproximadamente 21.000 millones de bolívares corresponden a la deuda en moneda extranjera.

Para el cierre de los 9MAF99 los activos en moneda extranjera que mantenía la empresa se ubicaban en unos 38 millones de dólares, lo cual dejaba un saldo neto pasivo de 5 millones de dólares al tomar en cuenta los pasivos en moneda extranjera (43 millones de dólares) que mantenía la empresa hasta esa fecha.

En cuanto al nivel de apalancamiento, éste ha mostrado una tendencia creciente durante los últimos dos años fiscales. Así, al cierre del AF98 la relación de pasivo total a activo total se elevó hasta 0,62 veces, lo cual muestra un incremento sensible (13 puntos porcentuales) en este indicador con respecto al nivel mostrado al cierre del AF97. Para los 9MAF99 esta relación registró un nuevo incremento al ubicarse en 0,68 veces.

Project finance con el Energy Bank

Dentro de los pasivos de largo plazo de la empresa se registra un préstamo sin recurso con el Energy Bank para el desarrollo de los campos petroleros de Kaki y Maúlpa. Con este financiamiento INELECTRA no requerirá realizar aportes adicionales a estos proyectos y además dicho financiamiento representa un préstamo sin recurso a la corporación, es decir, que la responsabilidad del pago del préstamo no está asociada de manera directa a INELECTRA, sino al flujo de caja producido por el proyecto (*project finance*). A continuación se muestra el efecto que sobre algunos índices financieros tendría la exclusión de dicho préstamo.

Al cierre de los 9MAF99 el monto de este préstamo ascendía a unos 23,2 millones de dólares, lo cual representa unos 13.381 millones de bolívares. Este monto representa el 85,7% de los pasivos en moneda extranjera los cuales ascienden a 37,2 millones de dólares por lo cual, al excluirlo, la posición en moneda extranjera sería una posición neta activa de 18 millones de dólares en lugar de una posición neta pasiva de 5,2 millones de dólares.

Así, el nivel de apalancamiento medido como la relación pasivo total sobre activo total disminuiría en 3 puntos básicos al pasar de 0,68 veces a 0,65 veces y el nivel de cobertura de la deuda financiera medido a través del EBITDA sobre deuda financiera total aumentaría en 10 puntos básicos, pasando de 0,24 veces a 0,34 veces, mientras que en el caso de los niveles de cobertura de intereses y de deuda a corto plazo, éstos no se verían afectados, ya que los intereses de ésta deuda no están incluidos dentro de los gastos de financiamiento por ser capitalizables, y al ser éste un préstamo de largo plazo, la cobertura de la deuda a corto plazo no se vería afectada.

INELECTRA, S.A.C.A.

(Expresado en MM de Bs. de Agosto de 1999)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS	AF95	AF96	AF97	AF98	9MAF98	AF99	3MAF00
Ingresos	115.872	75.725	101.697	136.962	90.501	114.452	26.732
Costos y Gastos	99.144	69.685	96.545	136.598	84.147	108.108	24.278
Utilidad Operativa	16.727	6.040	5.153	364	6.354	6.344	2.454
Gastos de Financiamiento	4.246	4.029	3.084	8.040	8.065	10.554	2.083
Pérdida Cambiaria	0	-7.430	-148	-468	337	746	759
Pérdida Monetaria y Ajuste por Traducción	4.853	2.212	-1.407	-10.391	-2.412	-5.294	-1.206
Utilidad Después del C.I.F.	7.628	7.229	3.624	3.184	364	338	818
ISLR	2.611	4.800	2.715	579	1.112	1.467	436
Intereses Minoritarios y Beneficios por pérdida fiscal	-646	-1.838	-925	-365	450	-250	81
Utilidad Neta	5.664	4.267	1.835	2.970	-1.198	-879	301
BALANCE GENERAL							
Activo							
Efectivo	5.059	3.800	11.960	12.229	11.145	17.533	12.687
Cuentas por Cobrar	24.197	18.771	22.783	33.742	36.823	25.009	28.305
Otros Activos Circulantes	12.885	8.374	10.058	21.870	30.020	24.012	22.069
Total Activo Circulante	44.694	34.141	47.812	69.179	79.320	67.381	63.994
Inversiones	18.657	24.403	21.552	19.074	22.272	37.464	45.054
Planta y Equipos Netos	21.481	21.537	23.308	22.470	20.422	19.472	18.794
Otros Activos	2.179	867	6.863	5.956	347	2.067	4.794
Activo Total	87.011	80.947	99.978	150.030	174.183	127.479	133.669
Pasivo							
Préstamos Bancarios	6.058	10.780	19.244	17.051	5.065	14.760	13.817
Gastos Acumulados por Pagar	4.700	3.950	3.114	3.987	10.119	3.284	3.405
Cuentas por Pagar	5.318	5.827	7.280	6.438	13.720	8.052	7.854
Cuentas por pagar accionistas y relacionados	12.054	564	706	570	10.416	12.939	19.530
Anticipos recibidos y otros	5.458	4.031	6.263	29.298	24.367	15.014	15.661
Otros Pasivos Circulantes	902	2.137	559	879	1.034	0	0
Total Pasivo Circulante	36.087	30.150	39.881	60.502	67.895	57.880	63.652
Deuda a Largo Plazo	362	1.362	1.804	25.368	45.498	20.559	19.941
Acumulaciones para Indemnizaciones	9.256	3.488	5.120	4.796	4.063	3.418	3.797
Pasivo Total	49.239	37.468	49.178	92.997	118.462	83.257	89.279
Intereses Minoritarios	0	925	551	12.926	13.112	669	750
Patrimonio							
Capital Social	24.797	25.577	34.783	36.919	38.753	38.753	40.553
Patrimonio Total	37.773	42.555	50.249	44.107	42.608	43.553	43.640
FLUJOS DE EFECTIVO							
EBITDA	19.809	9.261	8.349	3.983	9.279	9.658	3.245
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Operacionales	-569	3.725	-3.979	18.926	5.861	15.799	6.684
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	-526	-8.386	-348	-38.717	-13.340	13.855	-7.707
Efectivo Provisto por Actividades de Financiamiento	2.391	3.402	12.487	20.060	6.394	-24.351	-3.824
Flujo de Efectivo Neto	1.297	-1.259	8.160	269	-1.085	5.303	-4.847
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS							
Liquidez y Capital de Trabajo							
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,24	1,13	1,20	1,14	1,17	1,16	1,01
Días de Cuentas por Cobrar	76	90	82	90	111	80	97
Días de Cuentas por Pagar	19	30	27	17	44	27	29
Cobertura							
EBITDA/Gastos Financieros	4,66	2,30	2,71	0,50	1,15	0,92	1,56
EBITDA [*] /Deuda Financiera	3,09	0,76	0,40	0,09	0,24	0,27	0,38
EBITDA [*] /Deuda a Corto Plazo	3,27	0,86	0,43	0,23	2,44	0,65	0,94
Rentabilidad							
Margen Operativo	14,44%	7,98%	5,07%	0,27%	7,02%	5,54%	9,18%
Margen Neto	4,89%	5,63%	1,80%	2,17%	-1,32%	-0,77%	1,13%
ROA [*]	6,51%	5,27%	1,84%	1,98%	-0,92%	-0,69%	0,90%
ROE [*]	14,99%	10,03%	3,65%	6,73%	-3,75%	-2,02%	2,76%
Apalancamiento							
Pasivo/Activo	0,57	0,46	0,49	0,62	0,68	0,65	0,67
Pasivo/Patrimonio	1,30	0,88	0,98	2,11	2,78	1,91	2,05
POSICIÓN EN MONEDA EXTRANJERA							
Posición en Moneda Extranjera Neta ¹	2,9	8,5	12,6	23,1	(5,2)	21,0	25,0

¹ Millones de US\$.

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