

**RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO**

EMISOR:	INELECTRA, S.A.C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en acciones hasta por la cantidad de CINCO MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 5.000.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 29 de Junio de 2017, y acordado en sesión de Junta Directiva celebrada el 30 de Junio de 2017.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Treinta y seis (36) meses.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos provenientes de la colocación de estos valores serán utilizados por el Emisor de la siguiente forma: 70% para Capital de Trabajo, para la realización de las actividades relativas al objeto social del Emisor y 30% Reestructuración de Deuda.
INFORMACION ANALIZADA:	<ul style="list-style-type: none"><li>a) Estados financieros al 31 de Marzo de los años 2015, 2016 y 2017, auditados por Mendoza, Delgado, Labrador &amp; Asociados, más un corte no auditado al 30 de Septiembre de 2017.</li><li>b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa</li><li>c) Información sectorial</li></ul>
RIESGO:	<b>A3</b> <u>Categoría: "A"</u> Corresponde a aquellos instrumentos con una 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 <u>Sub-categoría: "A3"</u> : Se trata 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, sólo 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 LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando GLOBAL RATINGS, C.A. SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

INELECTRA es una empresa de ingeniería multidisciplinaria, enfocada fundamentalmente en el sector energía. Su actividad principal es la prestación de servicios profesionales de ingeniería de consulta, proyectos, ingeniería y procura, así como la dirección, gerencia y administración de construcciones y otras actividades relacionadas. En este sector el estado venezolano es el principal cliente, a través de empresas como PDVSA, Pequiven, Corpoelec y en algunos casos el desarrollo de los proyectos se hace a través de consorcios, por lo que es imperativo el desarrollo de alianzas estratégicas tanto nacionales como internacionales, para el acceso a la ejecución de proyectos. Hay que destacar que los servicios de ingeniería construcción dedicados a la actividad de petróleo y energía, se encuentran afectados principalmente por: el precio del barril de petróleo (Brent), por la adquisición de materiales de construcción tanto a nivel nacional como internacional, así como por otras variables macroeconómicas que pueden influir directa o indirectamente en esta actividad en el corto y largo plazo. Los resultados financieros reflejan a Mar2017 una variación interanual positiva a razón de 1,16 veces, además de presentar un repunte sustancial en la cantidad de servicios facturados, comportamiento que se mantiene durante el corte. Sin embargo muestra una tendencia irregular a lo largo de toda la serie en estudio, como consecuencia en parte de los ajustes de precios, específicamente los que impactaron en sus clientes, se produjo una caída del volumen de proyectos. El aumento en los niveles de apalancamiento mayoritariamente bancario, responde a una estrategia de la empresa, a fin de contar con los recursos líquidos necesarios para garantizar la continuidad de sus operaciones, conducta que es razonable dado el escenario inflacionario. En el análisis, se evidencia que el riesgo de mercado destaca entre las áreas de mayor sensibilidad; especialmente por la concentración de la demanda de servicios del sector, liderada por el estado venezolano como cliente principal, y en vista de que las oportunidades de desarrollo de infraestructura ingenieril, dependen directamente de las empresas petroleras y de generación de energía, su capacidad de expansión, e incluso en la oferta sobre la producción de los productos derivados del petróleo, misma que genera una influencia directa sobre los resultados. Además de Otros factores a considerar, como la disponibilidad de materiales de construcción, impactados por los aumentos sostenidos en los niveles de precios. Sin embargo, es importante añadir, que la posición en moneda extranjera del emisor es favorable y constituye un paliativo ante la exposición a variaciones en la tasa de cambio, que pueden afectar considerablemente las operaciones de la compañía. Hechas las anteriores consideraciones, la Junta Calificadora le asigna la Categoría "A", Subcategoría "A3" a la presente emisión de Obligaciones Quirografarias por un monto de CINCO MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 5.000.000.000,00) de INELECTRA, S.A.C.A. Y FILIALES.

### 1. DESCRIPCIÓN GENERAL

El presente informe se realiza con el objetivo de sustentar, de acuerdo a los procedimientos técnicos debidamente aprobados por la Superintendencia Nacional de Valores, la calificación de riesgo del siguiente programa:

Emisor: Inelectra, S.A.C.A.

Instrumento: Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en acciones.

Monto: Cinco mil millones de Bolívares (Bs. 5.000.000.000).

Plazo: Treinta y seis (36) meses.

Fecha de aprobación: Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 29 de Junio de 2017, y acordado en sesión de Junta Directiva celebrada el 30 de Junio de 2017.

Uso de los fondos: Los fondos provenientes de la colocación de estos valores serán utilizados por el Emisor de la siguiente forma: 70% para Capital de Trabajo, para la realización de las actividades relativas al objeto social del Emisor y 30% Reestructuración de Deuda.

### 2. EL EMISOR

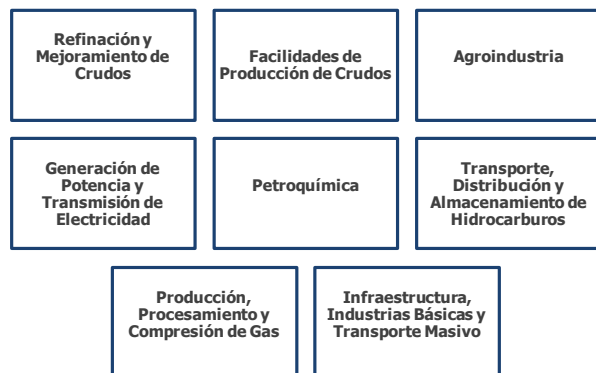
#### 2.1 PERFIL Y DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Inelectra, S.A.C.A. y Filiales, en adelante "Inelectra"; es una empresa de ingeniería multidisciplinaria, enfocada fundamentalmente en el sector energía. Su actividad principal es la prestación de servicios profesionales de ingeniería de consulta, proyectos e ingeniería de procura, así como la dirección, gerencia y administración de construcciones y otras actividades relacionadas.

Las actividades realizadas por INELECTRA están relacionadas principalmente a la industria petrolera nacional, petroquímica y de electricidad. Dentro de la industria petrolera, INELECTRA se dedica a la ejecución de proyectos para el diseño y construcción de las instalaciones de producción de petróleo y gas, transporte y distribución de hidrocarburos, mejoramiento y refinación de crudos pesados, instalaciones y plataformas marítimas entre otros.

Los segmentos de negocio en los cuales se enfoca el emisor se pueden apreciar en el Diagrama 1:

**Diagrama 1. Segmentos de Negocio de INELECTRA**



Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

Resumiendo la trayectoria de INELECTRA, sobresale la consecución de más de tres mil proyectos; entre los que destaca, la remodelación de instalaciones de refinación y mejoramiento de crudo pesado y extra pesado en Venezuela, Arabia Saudita, Vietnam, México, Argentina y Colombia. Adicionalmente, ha realizado múltiples proyectos de ingeniería e inspección para diferentes centrales hidroeléctricas del país, sistemas de generación de potencia y transmisión de electricidad, incluyendo los aspectos relacionados con la operación, control y protección de dichos sistemas; definición y optimización del ciclo operativo e integración de plantas de generación con el sistema de transmisión. En lo relacionado con el transporte, distribución y almacenamiento de hidrocarburos, el emisor ha llevado a cabo proyectos donde ha diseñado y construido más de 4.000 kilómetros de poliductos, 11 millones de barriles de almacenamiento y más de 20 sistemas de distribución de hidrocarburos.

El foco de sus operaciones se encuentra principalmente en Venezuela, sin embargo, en años recientes, ha iniciado un proceso de internacionalización selectivo, a fin de acceder a mercados y proyectos fuera del país, con el objeto de diversificar las operaciones e impulsar su crecimiento. La decisión de participar en otras geografías contempla atender y desarrollar negocios desde Venezuela, mediante alianzas con

compañías locales bajo esquemas de complementariedad en proyectos de energía.

En atención a lo anterior, es importante mencionar, que los recursos obtenidos a través de la emisión de *Obligaciones Quirografarias* serán destinados al financiamiento de los servicios profesionales requeridos para la ejecución de los proyectos que se describen a continuación:

- Desembotellamiento del Mejorador de Petromonagas: Ingeniería, procura y construcción para incrementar la producción de Crudo Mejorado (CM). El proyecto es ejecutado conjuntamente por Inelectra, S.A.C.A. (50%) y Petroleum Contractor, C.A. (50%) mediante el Consorcio INE-PETCO.
- Cogeneración de Altamira S.A. de C.V. - Avanzia Instalaciones S.A. de C.V.: Revisión y culminación de la ingeniería básica y desarrollo de la ingeniería de detalles para una planta de cogeneración de electricidad que permita cubrir las necesidades de vapor de la planta y a la vez generar energía eléctrica para su consumo y el de terceros, a un precio competitivo. Este proyecto es realizado en ambiente colaborativo en dos sedes: México y Venezuela.
- Conversión Profunda Refinería Puerto la Cruz: es el proyecto de mayor magnitud y actividad en ejecución actualmente en Venezuela, que contempla las actividades de ingeniería, soporte a la procura y la gerencia de construcción para la modificación y ampliación de las instalaciones de la Refinería de Puerto La Cruz para procesar crudo pesado (16° API) y mejorar sus márgenes con productos de calidad para la exportación. La Fase II comprende la ingeniería de detalles, procura, construcción, instalación y puesta en servicio de unidades para procesar 210.000 barriles diarios de crudo en la Refinería de Puerto La Cruz. Es importante destacar que en este proyecto se aplicará por primera vez en el mundo, desde el punto de vista comercial, la tecnología HDHPlus, la cual es propiedad de PDVSA. Esta tecnología HDHPlus está orientada a la conversión de residuales y crudos pesados y extra pesados para la obtención de productos combustibles

refinados de alta calidad, destinados a mercados tan exigentes como el europeo. Durante la etapa de construcción se integrará el grupo de gerencia de construcción del consorcio CONFEED, integrado por JGC Corporation, Chiyoda Corporation e Inelectra, S.A.C.A.

- Proyecto Ciclo Combinado Termozulia III. Ingeniería básica y de detalle, suministro de equipos y materiales y construcción de la planta Termozulia III. Ejecutado por el Consorcio EIS, formado por Inelectra S.A.C.A (47,5%), Electroingeniería de Argentina (47,5%) y Sener de España (5%). El cliente es la Corporación Eléctrica Nacional (CORPOELEC).
- Asistencia Técnica, Gerencia de Proyectos y Gerencia de Construcción para Incremento de Capacidad de Petrolera Sinovensa. Contempla dos (2) áreas fundamentales. La primera corresponde al PMC del proyecto de ingeniería, procura y construcción de facilidades para el incremento de producción de crudo extra pesado en la Planta de Mezcla de Jose, Morichal, y el Bloque MPE-3, ejecutado por el consorcio ICHQ, integrado por PDVSA Ingeniería y Construcción y la empresa China Huan Qiu Contracting & Engineering Corp. (HQCEC). La segunda área abarca requerimientos adicionales en PMT, desarrollos de ingeniería y asistencia técnica en los proyectos enmarcados en sus planes de expansión.

Como emisor de obligaciones quirografarias de oferta pública en el mercado de capitales venezolano, INELECTRA tiene como antecedente más reciente la emisión de Bs. 1.000 millones, autorizada el 19 de Julio de 2016, con vencimiento previsto a 3 años, y con calificación de riesgo "A3" emitida por Global Ratings. Según resumen del estado de las obligaciones en el Registro Nacional de Valores publicado por la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL) a Sep2017, se ha mantenido al día en materia de suministro de información.

### 3. ANÁLISIS DEL ENTORNO

Los segmentos de mercado en los cuales opera INELECTRA se relacionan directamente con la industria de la construcción, la ingeniería, química, petroquímica y energética, en este sector el

estado venezolano es el principal cliente, a través de empresas como PDVSA, Pequiven, Corpoelec y las empresas mixtas; en algunos casos el desarrollo de los proyectos se hace a través de consorcios, por lo que es imperativo el desarrollo de alianzas estratégicas tanto nacionales como internacionales, para el acceso a la ejecución de proyectos.

Hay que destacar que la ingeniería y construcción dedicada a la actividad de petróleo y energía, se encuentra afectada principalmente por el precio del barril de petróleo (Brent), por la adquisición de materiales de construcción tanto a nivel nacional como internacional, así como por otras variables macroeconómicas que pueden influir directa o indirectamente en esta actividad en el corto y largo plazo.

En lo que respecta al sector petroquímico y energético, la situación global genera de forma directa las reglas de juego a escala local; por lo que las contratistas y demás empresas que hacen vida dentro de este sector, deben mantener un seguimiento continuo del mercado internacional, de los precios y aumento en el nivel de producción del barril del petróleo, en vista de que estas variables pueden representar una ventaja o una amenaza para todos dentro la cadena productiva, ya que las oportunidades de desarrollo de infraestructura ingenieril, sea por construcción o servicios, dependen directamente de la capacidad de sacar provecho que tengan las empresas petroleras en su capacidad de expansión, e incluso en la salvaguarda de la diversificación y oferta sobre la producción de los productos derivados del petróleo, donde las contratistas deben aprovechar las alternativas de desarrollo y expansión disponibles.

Hay que mencionar, que muchas de las empresas que compiten en este sector, dependen de las opciones de licitación que tienen con las productoras de petróleo; esto significa que el beneficio relativo, de la expansión o de cualquier propuesta de proyecto relacionado con la empresa petrolera, así como la ejecución como perspectiva de negocio para las compañías que se dedican a esta actividad, son sensibles al marcaje del precio del barril de petróleo.

A pesar de no disponer de cifras recientes, es de notorio conocimiento, que uno de los sectores más afectados en los últimos años es el de la construcción, donde el PIB del estrato, ha presentado de forma recurrente una tendencia negativa. Vale la pena aclarar, que el mayor impacto sufrido, se debe a la disminución de la producción de la empresa de mayor tamaño, SIDOR, principal proveedora de materiales e insumos, con una porción de mercado del 50%, la cual, en los últimos años ha venido operando a niveles mínimos de capacidad productiva. Por todo lo anteriormente mencionado se puede inferir que la actividad económica interna se mantiene en un estado de contracción, y que el mismo se mantendrá durante los próximos periodos.

#### 4. ESTRATEGIA Y POSICIONAMIENTO

Como se ha señalado anteriormente, el emisor se dedica principalmente a la ejecución de proyectos dentro de las áreas de petróleo, gas y energía. En consecuencia, sus ingresos provienen de los servicios por obra, servicios profesionales y arrendamientos. A pesar de la caída en los precios del petróleo y las limitaciones existentes en el mercado de divisas, La tendencia de cada segmento de negocio se ha mantenido creciente en los últimos años. Los servicios por obras históricamente han representado la mayor fuente de ingresos para el emisor, cabe acotar, que como consecuencia del retraso en los procesos de licitación y toma de decisiones que no permiten concretar los proyectos, al corte Sep2017 se tiene una mayor proporción de ingresos por servicios profesionales que por servicios de obras.

Al cierre más reciente, Mar2017, el emisor ejecutó 868.219 horas – hombre, que representaron ingresos totales equivalentes a 67,4 millones de dólares. Al inicio del periodo actual los compromisos de contratos para ejecutar ascienden a un equivalente de 123,9 millones de dólares, lo que pone de manifiesto una eficiente gestión de recursos.

A continuación se muestran los principales clientes del emisor, siendo PDVSA seguido de CORPOELEC los más significativos:

- PDVSA Petróleo, S.A.
- CORPOELEC (antes ENELVEN).

- Consorcio Inepetco.
- Avanzia Instalaciones, S.A de C.V.
- Arendal, S.A. de C.V.
- Petroquímica de Venezuela, S.A. (PEQUIVEN)
- Petroindependencia, S.A.
- Petrocarabobo, S.A.
- METOR, S.A.
- Inserven, C.A.
- Proyectos de ampliación Petrolera Sinovensa.
- ChinaHuanQiuContracting&Engineering Corp. (HQCEC).

Como se puede observar, el grueso de los clientes del emisor es de tipo estatal, principalmente PDVSA Petróleo, Pequiven y en el sector eléctrico Corpoelec. Un punto crítico sobre este aspecto, son los retrasos históricos en los procesos de aprobación, procesamiento y pago de la facturación, lo cual impacta directamente sobre la generación de caja del emisor, y es el motivo por el cual, con la estrategia de internacionalización, el emisor busca acceder a mercados foráneos para diversificar sus operaciones, para lo cual, INELECTRA ha definido como mercados meta México, Estados Unidos, Canadá y Brasil, sin limitar oportunidades muy puntuales que puedan surgir en el mercado andino y el Caribe.

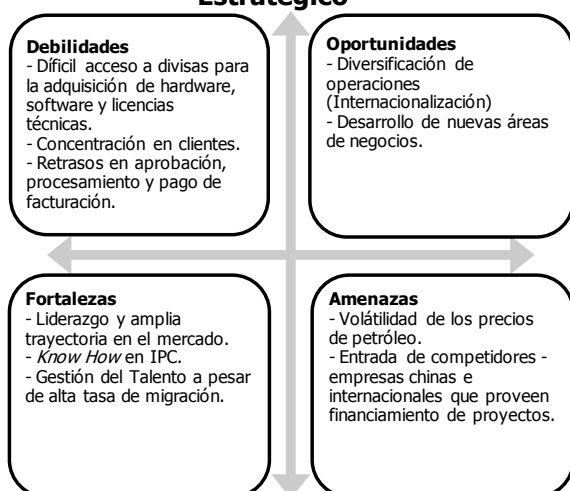
En términos de competencia, son varias las empresas que prestan un servicio similar al emisor, destacando las de origen nacional como Ditech, Tecnoconsult, Vepica, Empresas Y&V, Asincro y Pentech. Por el lado de las empresas extranjeras competidoras se encuentran SNC Lavalin, JGC, Chiyoda, SK Hyundai, KBR, Fluor, Foster Wheeler, Worley Parsons y Technip Italia. El modelo de negocio permite que con algunas de estas empresas se realicen alianzas o consorcios para emprender grandes proyectos y obras.

**Tabla 1. Principales proyectos ejecutados 2017**

Proyecto	Avance
1 Engineering Study For PPGPL'S Prodcut trading Project	100,00%
2 IB instalaciones de superficie de las empresas mixtas – Petrocarabobo.	100,00%
3 Mantenimiento Mayor del Horno Reformador F-201 de la Planta de Metanol de Oriente, Metor, S.A.	100,00%
4 Ampliación planta compresora ULE (EGC) - Ingeniería básica planta de compresión ULE - Inserven, C.A.	100,00%
5 Assistance of professional services in the areas of disciplines.	100,00%
6 Servicios profesionales especializados para la inspección y gerencia de la cartera de proyectos del Complejo Petroquímico Hugo Chavez - Pequiven.	98,11%
7 Conexión Temprana Línea de Gas y Venteo para Turbogeneradores – Petrocedeño.	97,28%
8 Interconexión patios de tanques este-oeste TAECJAA - PDVSA.	96,79%
9 IB instalaciones de superficie de las empresas mixtas – Petroindependencia.	95,73%
10 Ingeniería, Procura y Construcción de Ciclo Combinado Termozulia III, Edo. Zulia Venezuela.	93,51%
11 IP OCEMI Asociadas a Interconexiones Tanques TA-1-T01- PDVSA ,S.A.	85,74%
12 Suministro de Gas Combustible para Turbogeneradores – Petropiar	85,03%
13 IPC Ampliación de capacidad de embarque en TAEJ - Instalaciones Superficiales – PDVSA, S.A.	82,93%
14 Ingeniería de Detalle, Cogeneración de Altamira, S.A. de C.V. - Avanzia instalaciones, S.A. de C.V.	78,73%
15 RPLC Phase II-Dep. Conversion Project	71,02%
16 Ingeniería, Procura, Construcción y puesta en marcha de la Planta Termoelectrica Termozulia III, Edo. Zulia Venezuela.	67,17%
17 Ingeniería y Procura para "Ampliación de Capacidad de Embarque TAEJ" Instalaciones Marinas (Monoboya)	51,67%
18 IPC Proyecto desmontellamiento mejorador Petromonagas.	38,49%

Cifras a Mar2017. Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

**Diagrama 2. Posicionamiento Estratégico**



Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

## 5. PROPIEDAD Y GERENCIA

El Capital social suscrito y pagado de INELECTRA al 30 de septiembre de 2017 es de Bs. 15.750.000 en términos nominales, dividido en 157.500.000 acciones comunes de Bs. 0,1 cada una.

**Tabla 2. Composición Accionaria**

Accionista	% Accionario
Junta de Administración	4,03%
Gerencia	3,60%
Empleados	0,75%
Exempleados	39,76%
Relacionados de Empleados y Exempleados	46,00%
Externos	5,57%
Servicios Caribay, C.A.	0,31%

Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

Nota: ninguno de los 800 accionistas posee individualmente más del 10% de las acciones de la compañía.

La gestión de INELECTRA está a cargo de la Junta Directiva, cuya designación es realizada para periodos de un (1) año por la Asamblea General de Accionistas, y está compuesta por un (1) presidente y cinco (5) directores principales. La actual Junta Directiva fue designada en Asamblea General de Accionistas celebrada el 29 junio de 2017, y está conformada por los siguientes miembros:

**Directores Principales:** Stelvio Di Cecco, Antonio Vincentelli, Ricardo Halfen Blum, Pablo Videtta Blanco, Ezequiel Puterman y Salomón Moreno.

INELECTRA cuenta actualmente con una plantilla superior a los 680 empleados, entre profesionales y técnicos a tiempo completo, que en promedio tienen una antigüedad en la empresa de 10 años, y a nivel de Junta Directiva, de 25 años. Adicionalmente, el personal es altamente capacitado, y cuenta con una amplia experiencia en el sector, siendo ésta una de sus principales fortalezas. La empresa lleva adelante planes de capacitación de sus empleados, contabilizando en promedio, más de cien mil horas hombre de adiestramiento (54 HH/ empleado).

## 6. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información financiera analizada está basada en los estados financieros consolidados al 31 de Marzo de los años 2015, 2016, 2017 auditados por Mendoza,

Delgado, Labrador & Asociados. Más un corte no auditado al 30 de septiembre de 2017. Toda la información se encuentra en valores constantes a la fecha de corte, de acuerdo a la estimación de INPC realizada por el emisor a dicho período, y en concordancia con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La consolidación incluye las cuentas de: Construcciones y Montajes Urimán, S.A. 100%, Inelectra AB (antes Ineven International AB) y filiales 100%, Inepar, C.A. 100%, Servicios Caribay, S.A. 100%, Ineparia II, Inc. 100%, Techniven, S.A. 99,99%, E.I.S. Venezuela, S.A. 50%, Servicios Kavanayen, C.A. y filiales 100%, Importaciones CTC, C.A. 100%, Inelectra Finanzas, S.A. 100%, Burntel Telecommunications, C.A. 50%, Controlca, S.A. 49%, Grupo Alvica SCS 20%, Grupo Empresarial Alvica, S.A. y filial 20%, YP Operaciones y Mantenimiento, S.C.S. 49,5% y Consorcios varios.

Las filiales consolidadas se dedican, principalmente, a actividades de construcción, montaje de obras, arrendamiento de equipos y maquinarias, así como a la prestación de servicios profesionales. La compañía filial, Inelectra AB creada, principalmente, para concentrar las operaciones de compañías filiales en el extranjero; EIS Holanda, B.V. constituida para ejecutar la procura y algunas actividades de ingeniería relacionadas con el Proyecto de Ingeniería, Procura, Construcción y Puesta en Marcha de la Central Termoeléctrica Termozulia III; Inelectra USA Inc. (antes Ineven USA, Inc.) e Inelectra, Inc. (antes Ineven Services, Ltd.) creadas para suministrar servicios profesionales desde los Estados Unidos y Barbados; y Techniven, S.A. constituida en Argentina para controlar las operaciones de la filial poseída en un 50% Construcciones Térmicas, S.A.

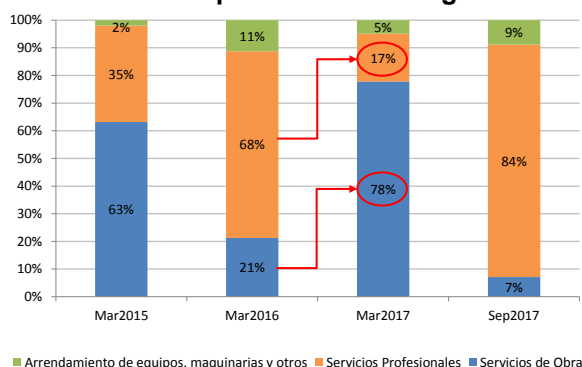
### 6.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

INELECTRA se dedica principalmente a la ejecución de proyectos dentro de las áreas de petróleo, gas y energía. En este sentido, sus ingresos provienen de los servicios por obra, servicios profesionales y arrendamientos. Los ingresos al cierre del ejercicio Mar2017 totalizaron, 86.723,5

MMBs. reflejando una variación interanual positiva a razón de 1,16 veces, además de presentar un repunte sustancial en la cantidad de servicios facturados, comportamiento que se mantiene durante el corte. Sin embargo muestra una tendencia irregular a lo largo de toda la serie en estudio.

Al observar de manera más exhaustiva, se tiene que los servicios de obras a Marzo2017 representan la mayor fuente de ingresos de la empresa. Vale la pena acotar, que los honorarios obtenidos por esta vía, alcanzan una proporción superior al 78% de los ingresos totales de la compañía.

**Gráfico 1. Composición de los Ingresos**



Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

Es de destacar que la empresa muestra un alto grado de flexibilidad en su área de acción, al desempeñarse en diferentes esquemas contractuales, desde la ejecución de proyectos bajo la modalidad "llave en mano" hasta la prestación de servicios por horas hombre reembolsables, así como acuerdos maestro o marco para el suministro de servicios de asistencia técnica permanente.

Esta situación le permite obtener Ingresos provenientes de participaciones conjuntas con compañías relacionadas con las que ha llegado a acuerdos con otras empresas para llevar adelante proyectos de gran envergadura, manteniendo una capacidad financiera suficiente para realizarlos.

Son éstos los factores que de una u otra manera han afectado las actividades del emisor, sin embargo, los márgenes del negocio se han mantenido relativamente estables, toda vez que se observa que la

proporción de costo de ventas sobre los ingresos representa a Sep2017 el 86%. Cabe destacar que como consecuencia las condiciones macroeconómicas en Venezuela, se produjo una caída del volumen de proyectos.

**Tabla 3. Indicadores de Rentabilidad**

	Mar2015	Mar2016	Mar2017	Sep2017
Margen Bruto	46,4%	83,6%	39,5%	93,2%
Margen Operativo	8,3%	7,1%	5,5%	13,7%
Margen Neto	9,0%	17,5%	2,9%	1,9%
Margen EBITDA	10,4%	13,4%	11,7%	45,1%
ROA	6,6%	3,5%	1,0%	0,3%
ROE	21,1%	9,7%	2,4%	0,7%

Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

Adicionalmente, con respecto a los niveles de eficiencia, al evaluar el ciclo de caja se observa, que la movilidad de cuentas por cobrar a clientes, comparada con la rotación de cuentas por pagar, se presenta un poco desfavorable para el emisor, ya que posee un rango restringido de maniobra para gestionar el cumplimiento de sus obligaciones con proveedores.

**Tabla 4. Indicadores de Eficiencia**

	Mar2015	Mar2016	Mar2017	Sep2017
Rotación Ctas. Cobrar Comercial	228	577	445	887
Rotación Ctas. Pagar Comercial	207	531	374	757
Ciclo Operativo	21	46	71	131

Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

## 6.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

INELECTRA mantiene a Sep2017 activos corrientes por 369.683,9 MMBs., entre los principales destacan: cuentas por cobrar comerciales y a compañías relacionadas, anticipos otorgados a proveedores y efectivo que representan para el periodo de revisión en promedio el 96,5% del total. Por lo cual sólo se cuenta con las partidas antes descritas para hacer frente a los pasivos corrientes.

Con base en lo expuesto anteriormente, las cuentas por cobrar comerciales, ascienden a un monto de 250.202,0 MMBs., los anticipos otorgados a proveedores totalizan 28.415,2 MMBs. y se encuentra conformado principalmente por el proyecto “Termozulia III”, que representa el 91,8% del total de anticipos otorgados.

Finalmente, el efectivo y equivalentes suman 57.094,2 MMBs., a Sep2017, sustentados en el aumento del precio promedio de los

servicios y en una gestión de cobranza estable, todo lo anterior evidencia, que INELECTRA está en capacidad de hacer frente a su pasivo a corto plazo, con una razón de 1,3 de solvencia corriente, por lo que es claro que mantiene unos niveles prudentes de liquidez.

**Tabla 5. Posición de Liquidez de INELECTRA**

	Mar2015	Mar2016	Mar2017	Sep2017
Solvencia	1,36	1,71	1,65	1,50
Solvencia corriente	1,36	1,28	1,19	1,27
Capital de Trabajo	31.092.381	31.449.908	25.666.628	79.564.288

Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

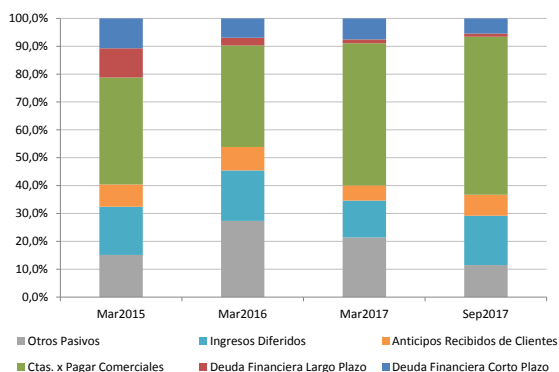
En referencia a la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones, la totalidad de los activos de INELECTRA ascienden a 487.166,4 MMBs., si al día de hoy tuviera que hacer frente a sus deudas que totalizan 324.451,1 MMBs. estaría en plena capacidad, ya que como se evidencia sus bienes representan más de 1,5 veces el monto de pasivo exigible a Sep2017.

## 6.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

En referencia a la estructura financiera de la empresa, para el periodo analizado, que culmina en Sep2017, se mantiene una concentración del endeudamiento en el corto plazo, representando en promedio 72% del total de la deuda financiera, compuesta principalmente por préstamos bancarios y pagarés en instituciones financieras locales, los que en conjunto totalizan 17.629,0 MMBs. Continuando con el análisis de la cobertura; los niveles de efectivo alcanzan 57.094,2 MMBs. a la fecha de corte y cubren cómodamente los vencimientos de deuda a corto plazo que totalizan un monto de 17.629,0 MMBs.



**Gráfico 2. Estructura Pasivos**



Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

La empresa, ha mantenido pasivos corrientes que representan a la fecha de corte un 59% del total de pasivos. El aumento en los niveles de apalancamiento mayoritariamente bancario, responde a una estrategia de la empresa, a fin de contar con los recursos líquidos necesarios para garantizar la continuidad de sus operaciones. Conducta que es razonable dado el escenario inflacionario.

**Tabla 6. Indicadores de Cobertura**

	Mar2015	Mar2016	Mar2017	Sep2017
Cobertura Intereses	1,26	0,15	4,41	1,45
EBITDA+Efectivo/Servicio Deuda	1,62	0,95	2,61	2,35
EBITDA+Efectivo/Servicio Deuda CP	2,61	1,04	3,02	2,69
EBITDA+Efectivo/Servicio Deuda LP	2,69	1,20	9,75	5,94
FCO/Servicio Deuda	0,64	0,26	(0,20)	(1,13)

Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

## 7. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

**7.1 GESTIÓN:** Como se ha señalado, se considera que INELECTRA está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos del funcionamiento de la empresa, tanto en lo referido a la gestión financiera, como comercial.

**7.2 RENTABILIDAD:** El emisor refleja una variación interanual positiva de 116,0% al último cierre auditado Mar2017, tendencia que se mantiene en los resultados del corte. Adicionalmente, los costos de producción mantienen una tendencia decreciente totalizando a Sep2017 86%, respecto al total de ingresos, razón por la cual, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es consistente.

**7.3 SOLVENCIA:** Tal como se mencionó anteriormente, la empresa tiene un índice de solvencia total sensata, sus bienes

representan casi 1,5 veces su pasivo exigible, de igual forma, el patrimonio presenta resultados positivos en cifras importantes, sin embargo, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar retrasos en los procesos de aprobación, procesamiento y pago de la facturación, los cuales afectan directamente la generación de caja del emisor y podrían impactar de forma negativa en sus niveles de solvencia.

**7.4 LIQUIDEZ:** Es quizás el aspecto más robusto del emisor, en promedio el activo corriente representa 67,8% de su activo total, situación que mejora en su resultado operativo reciente ascendiendo a 75,9% a Sep2017, resultado que se sustenta mayoritariamente en: efectivo, anticipos otorgados a proveedores y cuentas por cobrar a clientes. Hasta ahora el emisor muestra buena reciprocidad de los clientes con niveles mínimos de incobrabilidad.

**7.5 ENDEUDAMIENTO:** Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son consistentes; pero destaca la alta concentración de la deuda financiera a corto plazo, comportamiento que se corresponde con incrementos de los costos operativos, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de mano de obra tecnificada y contratistas.

**7.6 JURÍDICO:** Al analizar la posibilidad de incumplimientos en el pago a los inversionistas, así como la eventual aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados se identifica que el riesgo jurídico es mínimo.

**7.7 MERCADO:** Es uno de los aspectos más sensibles por la concentración de la demanda de servicios del sector, liderada por el estado venezolano como cliente principal, y en vista de que las oportunidades de desarrollo de infraestructura ingenieril, dependen directamente de las empresas petroleras, su capacidad de expansión, e incluso en la oferta sobre la producción de los productos derivados del petróleo, misma que genera una influencia directa sobre los resultados. Además de otros factores a considerar, como la disponibilidad de materiales de construcción, impactados por los aumentos sostenidos en los niveles de precios.

**7.8 CAMBIARIO:** La posición en moneda extranjera neta del emisor es favorable y corresponde principalmente a efectivo, cuentas por cobrar comerciales y anticipo a proveedores, que constituye un paliativo ante la exposición a variaciones en la tasa de cambio, que pueden afectar considerablemente las operaciones de la compañía.

fondos superior, se obtuvo una *cobertura a final del periodo* de gastos y servicio de la deuda de 0,36x y 0,20x, respectivamente. Por último, considerando condiciones más exigentes, tales como un crecimiento inferior en las ventas anuales, reduciéndose los indicadores de cobertura tanto de gasto como de deuda en 0,25x y 0,16x respectivamente a Mar2022.

**Tabla 7. Posición en Moneda Extranjera (Expresado en miles de US\$)**

	Mar2015	Mar2016	Mar2017	Sep2017
<b>Activos</b>	<b>90.923</b>	<b>74.482</b>	<b>101.269</b>	<b>101.357</b>
Efectivo y equivalentes	36.019	23.149	24.470	14.709
Cuentas por cobrar:				
Comerciales	41.180	32.749	64.935	69.087
Relacionadas	11.615	8.541	2.949	8.282
Anticipos a proveedores	567	9.597	8.319	8.345
Otros activos	1.542	446	596	934
<b>Pasivos</b>	<b>64.136</b>	<b>56.359</b>	<b>77.383</b>	<b>79.424</b>
Cuentas por pagar:				
Comerciales	36.030	33.248	50.701	54.090
Relacionadas	3.284	1.140	3.974	1.706
Consortios	1.184	-	-	-
Gastos acumulados y otros	1.538	1.148	1.546	2.461
Anticipos recibidos clientes	4.125	3.993	3.999	4.004
Ingresos diferidos	17.975	16.830	17.163	17.163
<b>Posición en Moneda Extranjera</b>	<b>26.787</b>	<b>18.123</b>	<b>23.886</b>	<b>21.933</b>

Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

## 8. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de INELECTRA bajo tres escenarios: 1) *Base*: condiciones previstas por el emisor; 2) *Restricciones Leves*: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) *Restricciones Graves*: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, considerando estabilidad en los volúmenes de venta, el margen operativo se ubicaría en promedio en 14,6% para el período comprendido entre 2018 - 2022, con una *cobertura a vencimiento* de gastos financieros en 0,48x, y del servicio de la deuda de 0,23x.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un menor crecimiento promedio de las ventas, así como un costo implícito de los

**Tabla 8. Indicadores Projectados**

Escenario Base	Mar2018	Mar2019	Mar2020	Mar2021	Mar2022
Cobertura de Intereses	1,16	0,93	0,74	0,59	0,48
Cobertura Servicio de Deuda	0,35	0,32	0,29	0,26	0,23
<b>Restricciones Leves</b>	<b>Mar2018</b>	<b>Mar2019</b>	<b>Mar2020</b>	<b>Mar2021</b>	<b>Mar2022</b>
Cobertura de Intereses	0,87	0,70	0,56	0,45	0,36
Cobertura Servicio de Deuda	0,30	0,27	0,24	0,22	0,20
<b>Restricciones Graves</b>	<b>Mar2018</b>	<b>Mar2019</b>	<b>Mar2020</b>	<b>Mar2021</b>	<b>Mar2022</b>
Cobertura de Intereses	0,61	0,49	0,39	0,31	0,25
Cobertura Servicio de Deuda	0,24	0,22	0,19	0,17	0,16

Fuente: INELECTRA – Elaboración propia

## 9. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una variación de la calificación:

### 9.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Reestructuración de la deuda de corto a largo plazo en mayor proporción.
- Estabilidad de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Consolidación de los proyectos emprendidos a escala internacional.

### 9.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Proporción de compromisos por cobrar con relacionados superiores a lo proyectado.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento superior al resultado operativo acumulado de los periodos recientes de forma sostenida.
- Política de inversiones superiores a las anticipadas.

<b>INELECTRA, S.A.C.A.</b>				
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>				
Expresado en miles de bolívares				
Cifras constantes al 30 de septiembre de 2017				
	Mar2015	Mar2016	Mar2017	Sep2017
<b>Liquidez y Solvencia</b>				
Solvencia	1,36	1,71	1,65	1,50
Solvencia corriente	1,36	1,28	1,19	1,27
Capital de Trabajo	31.092.381	31.449.908	25.666.628	79.564.288
Activos circulante / Activo total	82,00%	55,12%	58,09%	75,88%
Rotación Ctas. por Cobrar	228	577	445	887
Rotación Ctas. por Pagar	207	531	374	757
Ciclo operativo	21	46	71	131
<b>Endeudamiento</b>				
Pasivo Total / Patrimonio	2,79	1,42	1,55	1,99
Pasivo Total / Activo Total	0,74	0,59	0,61	0,67
Pasivo Circulante / Pasivo Total	82,10%	73,15%	80,27%	89,42%
Pasivo con Costo Financiero/ Pasivo Total	21,48%	9,70%	8,94%	6,56%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	-69,14%	1256,77%	48,15%	-112,87%
<b>Eficiencia</b>				
Crecimiento de las Vtas (%)	25,85%	-47,92%	116,04%	-41,48%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	3,14	0,58	0,76	0,22
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	0,62	0,20	0,33	0,13
Costos / Ventas	0,92	0,93	0,94	0,86
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	46,40%	83,62%	39,50%	93,19%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	8,26%	7,08%	5,50%	13,75%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	9,01%	17,49%	2,94%	1,94%
Margen EBITDA	10,4%	10,2%	10,5%	22,5%
<b>Rentabilidad</b>				
EBITDA	8.002.263	5.375.452	10.137.058	11.434.044
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	6,6%	3,5%	1,0%	0,3%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	21,1%	9,7%	2,4%	0,7%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)	6,43%	2,68%	3,81%	3,00%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)	24,27%	7,44%	9,46%	8,45%
Costo Implícito de la Deuda	19,29%	-243,80%	-15,40%	36,98%
<b>Cobertura de Deuda</b>				
Gastos financieros	4.402.979	-35.693.018	-2.297.678	7.875.008
Deuda Financiera Total	22.829.860	14.640.032	14.916.802	21.297.489
Corto Plazo	11.675.847	10.481.359	12.600.565	17.629.005
Largo Plazo	11.154.013	4.158.673	2.316.237	3.668.484
Deuda Neta (Deuda - Caja)	-16.338.191	-27.983.120	-19.940.378	-35.796.748
Variación de la deuda neta	-	0,71	-0,29	0,80
Cobertura Intereses	-1,82	0,15	4,41	1,45
EBITDA/Servicio Deuda	0,29	-0,26	0,80	0,39
EBITDA/Servicio Deuda CP	0,50	-0,21	0,98	0,45
EBITDA/Servicio Deuda LP	0,51	-0,17	546,21	0,99
EBITDA/Servicio Deuda Neta	-0,67	-0,08	-0,46	-0,41
EBITDA+Efectivo/Servicio Deuda	2,56	0,95	2,61	2,35
EBITDA+Efectivo/Servicio Deuda CP	6,49	1,04	3,02	2,69
EBITDA+Efectivo/Servicio Deuda LP	6,99	1,20	9,75	5,94
FCO / Servicio Deuda	1,02	0,26	-0,20	-1,13

