

**RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO**

EMISOR:	<b>NETUNO C.A. Y COMPAÑÍAS RELACIONADAS</b>
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones quirografarias al portador, no convertibles en acciones por la cantidad de CIEN MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 100.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea de Accionistas celebrada el 22 de Julio de 2013.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Hasta cuarenta y ocho (48) meses a partir de la fecha de emisión de cada serie.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos se destinarán a financiar sus necesidades de capital y cubrir tanto sus inversiones en infraestructura, como posibles variaciones en su Capital de Trabajo, invertir en oportunidades que creen valor, cambiar el perfil de la deuda financiera a corto plazo, adquirir equipos para el mantenimiento y mejora de sus redes de comunicación existentes.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados financieros consolidados al 31 de Diciembre de los años 2010 auditados por RODRIGUEZ, VELASQUEZ & ASOCIADOS, al 31 de Diciembre de 2011 y 2012 auditados por OLARTE, HERNÁNDEZ, CAMARGO & ASOCIADOS, más un corte no auditado de Septiembre de 2013. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa. c) Información sectorial.
RIESGO:	<b>B1</b> <u>Categoría: "B"</u> : Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles de ser afectadas, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. <u>Sub-categoría: "B1"</u> : 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 éste pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementarse levemente el riesgo.
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 SOFTline Ratings, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

JUAN ANDRÉS RODRÍGUEZ

BEATRIZ FERNÁNDEZ R.

MA. ANTONIETA MAGALDI

## CALIFICACIÓN

NETUNO, C.A. Y COMPAÑÍAS RELACIONADAS es la principal Compañía del Grupo VenInfoTel, L.L.C. el cual es un proveedor de multiservicios de video, datos y contenido en Venezuela para mercados residenciales y corporativos, con presencia en nueve de las más importantes ciudades del país. Sus productos incluyen servicios de televisión por cable, Internet banda ancha, transmisión de datos, servicios de telefonía fija local, larga distancia nacional e internacional; así como también servicios de redes privadas de telecomunicaciones y valor agregado, todos integrados a través de su propia red, la cual cubre gran parte del centro occidente del país. NETUNO y la compañía VENINFOTEL COMUNICACIONES VITCOM, C.A. son dos empresas filiales que operan bajo la marca comercial común de NETUNO, siendo que VITCOM recibió la habilitación por parte de CONATEL para ofrecer servicios de telefonía básica, de larga distancia nacional e internacional por un período de 25 años renovables por igual período. Con respecto al sector en el cual se desempeña el emisor, se conoce que el mercado de telecomunicaciones mantiene su ritmo expansivo, habiendo registrado una tendencia creciente por treinta y ocho (38) trimestres consecutivos, según las últimas cifras disponibles de la actividad económica venezolana publicada por el BCV al segundo trimestre de 2013. Este comportamiento se debe a la mayor demanda de estos servicios por los diversos sectores, aunado a la necesidad de una mayor inversión requerida para adaptarse a los constantes adelantos tecnológicos. Se calcula que este sector aportó 7,53% al PIB venezolano en el primer semestre de 2013, que se compara favorable al 7,19% en el mismo período de 2012. En específico, el emisor provee televisión por suscripción, sub-sector que ofrece amplias oportunidades, con una penetración de mercado por cada 100 hogares de 52,35% según las últimas cifras oficiales de CONATEL al II Trimestre de 2013 (vs 41,94% en el mismo período 2012). El sub-sector alcanzó un total de 3.794.302 suscriptores, para un crecimiento 26,85%. Del análisis realizado de los resultados del emisor en términos de eficiencia, es de destacar la alta sensibilidad de los Costos y gastos operativos en sus ganancias, por lo que su control es de suma importancia para mantener su equilibrio financiero. El EBITDA por su parte, mantiene una tendencia positiva a lo largo de la serie analizada, considerando que la estrategia que al respecto lleva adelante el emisor se basa en mejorar este indicador en el mercado residencial, para equipararlo con el benchmark de la industria, a través de medidas como la digitalización de las redes, la captación de nuevos clientes que antes no pagaban, ajustes de precios, renegociación de costos directos de programación, ancho de banda e interconexión, sinergias entre ciudades, y racionalización del gasto. Es de destacar que la estrategia del emisor está focalizada en iniciativas de rápida recuperación de la inversión. En el negocio residencial, se orientarán hacia la rentabilización de los hogares que ya tienen conectados, culminando el proceso de digitalización, mejora tecnológica que ofrece una mejor señal, más contenido y una mejor definición, invitando al televidente a legalizar su situación. A efectos de un manejo razonable de la liquidez de la compañía, considerando las inversiones en tecnología e infraestructura que ésta requiere, los vencimientos de sus pasivos deben ser de mayor plazo, lo cual justifica que el grueso de su deuda financiera sea de largo plazo. En tal sentido, una emisión de obligaciones como la planteada, contribuirá no sólo a mantener su perfil de endeudamiento, sino además a manejar las coberturas necesarias ante el vencimiento de sus obligaciones. Hechas estas consideraciones, la Junta calificadora asigna la Categoría “B”, Subcategoría “B1” a la emisión de Obligaciones quirografarias al portador, no convertibles en acciones, por un monto de CIEN MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 100.000.000,00) autorizada por los accionistas de NETUNO, C.A. Y COMPAÑÍAS RELACIONADAS.

### 1. ANTECEDENTES Y ACTIVIDAD

NETUNO, C.A. Y COMPAÑÍAS RELACIONADAS (en lo adelante NETUNO), es la principal Compañía del Grupo VenInfoTel, L.L.C. el cual es un proveedor de telecomunicaciones multiservicios de video, internet, datos, voz y contenido para los mercados residenciales y corporativos.

Sus productos incluyen servicios de televisión por cable, Internet banda ancha, transmisión de datos, telefonía y contenidos, servicios de telefonía fija local, larga distancia nacional e internacional; así como también servicios de redes privadas de telecomunicaciones y valor agregado, todos integrados a través de su propia red, la cual cubre gran parte del centro occidente del país (Ver Tabla 1).

**Tabla 1: Productos y Servicios ofrecidos por NETUNO**

Producto	Descripción
Televisión por Cable	La oferta comprende 145 canales de video entre básicos, premium y HD y adicionalmente 50 canales de música. Se ofrece TV Analógica, TV Digital y TV High Definition
Internet y datos	Servicios de conexión a internet banda ancha, discado y de datos. Se ofrece Internet Residencial (Meganet), Corporativo (planes de acceso a internet Banda Ancha <i>Megastream</i> y <i>MegastreamPlus</i> y Transmisión de Datos (Corporativo).
Telefonía	Residencial, Corporativo y Prepago (servicio le permite al cliente realizar llamadas con un saldo precargado en su línea telefónica, controlando así sus gastos en telefonía)
Internacional	Con presencia en EEUU, Colombia y Panamá

*Fuente: NETUNO*

Actualmente, NETUNO mantiene una amplia base de clientes tanto residenciales como corporativos, para un alcance de 546 mil hogares y 114.137 suscriptores facturables al cierre de Septiembre de 2013. En la actualidad, la empresa cubre nueve (9) ciudades con una red de fibra óptica y cable coaxial que alcanza unos 450,27 Km y 7.342 Km, respectivamente (Ver Tabla 2).

**Tabla 2: Cartera de clientes residenciales por ciudades (Sep-13)**

Ciudades	Número de suscriptores
Caracas	7.210
Guarenas	4.231
Maracay	6.634
Valencia	19.312
Pto Cabello	3.013
Barquisimeto	12.943
Mérida	6.656
Maracaibo	26.940
San Cristóbal	27.198
<b>TOTAL</b>	<b>114.137</b>

*Fuente: NETUNO*

En el segmento corporativo posee 12 anillos de fibra a nivel nacional, con Backbone SDH de 10 Gbps y de metro-ethernet de 20 Gbps, destacando que actualmente cubre más de 1.500 clientes corporativos, ofreciéndoles aproximadamente 6.800 servicios en más de 502 edificios de oficinas. Por tanto, la red corporativa mantiene una penetración de redes bajo tierra del 80%.

El emisor actúa en el sector de las telecomunicaciones, bajo la regulación de la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (CONATEL), ente adscrito al Ministerio de Infraestructura con competencia para la regulación, planificación, promoción, desarrollo y protección de las telecomunicaciones en todo el territorio nacional.

En el año 1995, NETUNO firmó acuerdos de concesión con CONATEL para prestar servicios de difusión por suscripción, transporte, servicios de internet y establecimiento y explotación de red de telecomunicaciones, así como los derechos de uso y explotación sobre las porciones del espectro radioeléctrico. La duración de cada concesión era por doce (12) años, pudiendo ser renovadas de mutuo acuerdo por igual período.

Como parte del cambio de legislación del sector, las concesiones otorgadas por CONATEL fueron convertidas en una “Habilitación Administrativa”, cuya duración era efectiva hasta Febrero de 2008 y renovable, si la compañía cumple con todas las disposiciones de la normativa vigente.

Es de destacar que NETUNO y la compañía VENINFOTEL COMUNICACIONES VITCOM, C.A. son dos empresas filiales que operan bajo la marca comercial común de NETUNO, siendo que VITCOM recibió la habilitación por parte de CONATEL para ofrecer servicios de telefonía básica, de larga distancia nacional e internacional por un período de 25 años renovables por igual período.

En el año 2008, CONATEL renovó por diez (10) años la habilitación general a la cual se encuentran incorporados los atributos de transporte, difusión por suscripción, servicios de internet y establecimiento y explotación de red de telecomunicaciones, y la Concesión General hasta Febrero de 2018.

Como parte de su estrategia corporativa para desarrollar nuevos mercados y fortalecer la larga distancia internacional, NETUNO mantiene relaciones comerciales estratégicas y participaciones minoritarias con empresas ubicadas en EE.UU., Colombia y Panamá.

Asimismo, NETUNO adquirió la totalidad de CNH Holdings propietaria de NGT Venezuela en el 2008, compañía dedicada al suministro de servicio de transmisión de voz, datos y servicios de Internet, lo cual implicó la conexión de antenas repetidoras que cubren la zona norte costera occidental con una red de Microondas de 155 Mbps entre Caracas y Maracaibo con 19 puntos de repetición, dándole respaldo al transporte de datos a lo largo de esta zona del país.

Se trata pues de una empresa con más 700 empleados, 100 camiones, 36 oficinas de atención al cliente, con presencia en 70% del mercado Telecom nacional, siendo la única empresa con certificación “CISCO Powered Network”.

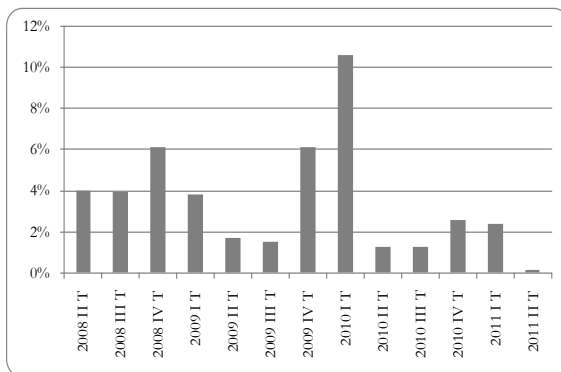
## **2. ANÁLISIS SECTORIAL**

El mercado de telecomunicaciones mantiene su ritmo expansivo, habiendo registrado una tendencia creciente por treinta y ocho (38) trimestres consecutivos, según las últimas cifras disponibles de

la actividad económica venezolana publicada por el BCV al segundo trimestre de 2013. Este comportamiento se debe a la mayor demanda de estos servicios por los diversos sectores, aunado a la necesidad de una mayor inversión requerida para adaptarse a los constantes adelantos tecnológicos. Se calcula que este sector aportó 7,53% al PIB venezolano en el primer semestre de 2013, que se compara favorable al 7,19% en el mismo período de 2012.

En específico, el emisor provee televisión por suscripción, sub-sector que ofrece amplias oportunidades, con una penetración de mercado por cada 100 hogares de 52,35% según las últimas cifras oficiales de CONATEL al II Trimestre de 2013 (vs 41,94% en el mismo período 2012). El sub-sector alcanzó un total de 3.794.302 suscriptores, para un crecimiento 26,85% (Ver Gráfico 1).

**Gráfico 1: Evolución televisión por suscripción**



Fuente: CONATEL – Elaboración propia

La oferta del servicio de televisión por suscripción se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, en un mercado en el que participan las siguientes empresas: COMPAÑÍA ANÓNIMA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES (CANTV), CORPORACIÓN TELEMIC, C.A. (INTERCABLE), GALAXI ENTERTAINMENT DE VENEZUELA, C.A. (DIRECTV TV), SUPERCABLE ALK INTERNATIONAL, S.A. SISTEMAS CABLEVISIÓN, C.A., TELEFÓNICA VENEZOLANA, C.A., VEARCO TELECOM y NETUNO, C.A.

De acuerdo a los cálculos realizados por el emisor, NETUNO mantiene en el 2013 una cuota de mercado de 8% donde Directv mantiene actualmente la posición de liderazgo del mercado con el 44% seguido por Inter con el 21%.

Con respecto al servicio de internet fijo, los oferentes son básicamente cinco (5) empresas: CANTV, INTER, SUPERCABLE, MOVISTAR y NETUNO. La tendencia en este mercado también es favorable, para una penetración de 42,51% con un total de 3,61 millones de suscriptores al II Trimestre de 2013, para un aumento del 4,75% en 12 meses.

El servicio de telefonía fija, por su parte, está dominado por cinco (5) empresas: CANTV, MOVISTAR, DIGITEL, INTER y NETUNO, con un crecimiento de este mercado de 3,82% para el II Trimestre de 2013 (vs el mismo período 2012). La teledensidad del servicio de telefonía fija local, se ha mantenido relativamente estable en unos 25%, debido a la alta penetración del servicio de telefonía móvil, dadas sus ventajas en cuanto a cobertura, que les permitió ubicarse en 105,38 usuarios por cada 100 habitantes al cierre del II Trimestre de 2013.

### 3. PROPIEDAD Y ADMINISTRACIÓN

Al 31 de diciembre de 2012, el capital social del emisor es de treinta y ocho millones trescientos setenta y dos mil seiscientos cincuenta bolívares (Bs. 38.372.650,00) representado en 19.834.450 acciones comunes nominativas, no convertibles al portador y que confieren a sus titulares idénticos derechos, según se muestra en la Tabla 3.

**Tabla 3: Composición accionaria**

	Acciones	Valor nominal	Total
NET UNO	18.538	1.000	18.538.000
VITCOM	19.834.450	1	19.834.450
ACTIGUARENAS	200	1	200
TOTAL	19.853.188		38.372.650

Fuente: NET UNO

Los Directores principales y suplentes de la organización, a partir de la Asamblea de Accionistas de la Compañía, celebrada el 23 de de Marzo de 2011 para el período 2011-2015 se muestran a continuación:

Directores principales: Gilbert Minionis como Presidente Ejecutivo, Oscar Ricci como

Vicepresidente de Negocio Residencial y Administrativo y Mario Gochez como Vicepresidente Unidades de Apoyo y Finanzas.

El equipo gerencial se completa con Frank Caraballo, como Vicepresidente de Mercadeo y Negocio Corporativo, Miguel Scavo Salvi como Vicepresidente NetUno Internacional Venezuela y EEUU, Telefonía & Interconexión y Oscar Santander, como Vicepresidente de Operaciones e Ingeniería.

La experiencia del personal directivo y gerencial de NETUNO fue revisada por SOFTLINE RATINGS, a través de las hojas de vida suministradas por el emisor y entrevistas realizadas con algunas personas claves de esta organización.

#### 4. RESULTADOS FINANCIEROS

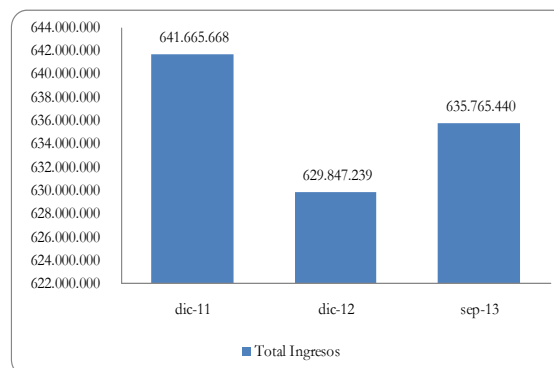
La información económica y financiera está basada en los Estados Financieros de NETUNO, C.A. Y COMPAÑÍAS RELACIONADAS, S.A. al 31 de Diciembre de los años 2010 auditados por RODRIGUEZ, VELASQUEZ & ASOCIADOS, al 31 de Diciembre de 2011 y 2012 auditados por OLARTE, HERNÁNDEZ, CAMARGO & ASOCIADOS, más un corte no auditado de Septiembre de 2013.

Los Estados financieros combinados incluyen a NETUNO C.A. y sus compañías relacionadas, las cuales constituyen las principales compañías operativas en el país del Grupo VenInfoTel L.L.C.. En tal sentido, las compañías que además de NETUNO están incluidas en los Estados financieros son: VenInfoTel Comunicaciones, C.A. (VITCOM), IPTV Network, C.A. y Actiguarenas C.A, todas sujetas a un control administrativo común y poseídas por el mismo accionista.

##### 4.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

NETUNO ha venido registrando niveles de ingresos positivos en todos los servicios que ofrece, tal y como se muestra en el Gráfico 2, ubicándose en Bs. 635,8 millones a Sep-13. El reconocimiento de los ingresos, por el tipo de actividad que realiza el emisor, se realiza cuando es probable que el emisor reciba los beneficios económicos asociados con la transacción y éstos puedan ser medidos con fiabilidad. En ese sentido, los ingresos por servicios de suscripción y por internet, se reconocen como ingresos mensualmente, una vez que los mismos han sido prestados.

**Gráfico 2: Evolución de los Ingresos**



Fuente: NETUNO – Elaboración propia

Los Ingresos más relevantes del emisor son los provenientes de la prestación del servicio de televisión por suscripción, que representaron un 59,48% de los ingresos totales para Dic-12 y un 58,86% para Sep-13. El mayor porcentaje de los usuarios de NETUNO en la prestación de este servicio son las personas naturales, siendo pues su principal fuente el ingreso residencial, el cual cuenta con un número que supera los 100 mil suscriptores mientras que el corporativo representa el 5% de los usuarios.

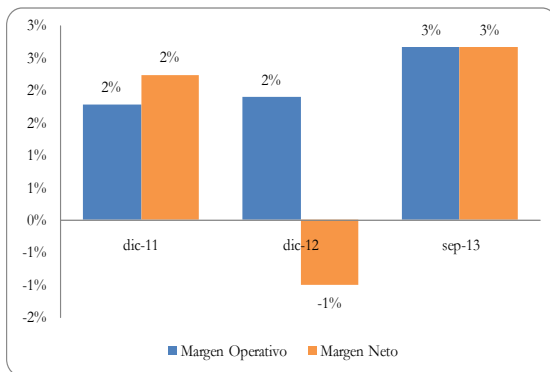
La segunda fuente de ingresos es el servicio de Internet el cual para Dic-12 y Sep-13 representaban 23,68% y 30,03% de los Ingresos respectivamente, con más de 8.000 suscriptores y cuyo comportamiento en términos de bolívares ha mantenido un crecimiento durante los últimos años (un promedio de 15%).

El servicio de telefonía fija, como tercera fuente de ingreso (8,79% del Ingreso total a Dic-12 y 6,11% para Sep-13), se ubica en unos 800 suscriptores, observándose una desaceleración. Los servicios de telefonía están soportados en la plataforma internacional, la cual permitirá seguir desarrollando los servicios de voz en el sur de la Florida, Panamá, Colombia y Venezuela.

Ahora bien, la prestación de los servicios de NETUNO tienen unos costos y gastos significativos con respecto a los niveles de Ingresos (98% en promedio en la serie analizada) de tal

forma que los márgenes operativo y neto se mantienen entre un 2% y 3% (Ver Gráfico 3), dada la presión de los costos de programación e interconexión requeridos para la prestación del servicio, así como la importancia dentro de los Gastos de Administración y ventas de los sueldos y salarios, así como beneficios laborales, por ser una actividad que si bien es intensiva en capital como costo de entrada al mercado, para su mantenimiento requiere de un soporte de personal calificado y con un nivel de entrenamiento alto para una mejor atención a los usuarios.

**Gráfico 3: Márgenes operativo y neto**



Fuente: NETUNO – Elaboración propia

Del análisis realizado en términos de eficiencia, es de destacar la alta sensibilidad de los costos y gastos operativos en las ganancias del emisor, por lo que su control es de suma importancia para mantener su equilibrio financiero.

La búsqueda de posicionamiento para cualquier empresa, más aún en un mercado caracterizado por una alta rivalidad entre sus competidores, implica normalmente presiones en sus índices de rentabilidad. Para el presente caso se observa entonces, medido en bolívares constantes, que los indicadores de ROA y ROE se ubicaron a Sep-13 en 2,33% y 6,75%, respectivamente (Ver Tabla 4).

**Tabla 4: ROA y ROE del emisor**

	Dic-11	Dic-12	Sep-13
Utilidad Neta / Total Activo (ROA)	1,95%	-0,76%	2,33%
Utilidad Neta / Patrimonio(ROE)	5,31%	-2,34%	6,75%

Fuente: NETUNO – Cálculos propios

El EBITDA por su parte, mantiene niveles positivos en la serie analizada, considerando que la estrategia que al respecto lleva adelante el emisor se basa en mejorar este indicador en el mercado residencial, para equiparlo con el benchmark de la industria, a través de medidas como la digitalización de las redes, la captación de nuevos clientes que antes no pagaban, ajustes de precios, renegociación de costos directos de programación, ancho de banda e interconexión, sinergias entre ciudades, y racionalización del gasto.

Es de destacar que la estrategia del emisor está focalizada en iniciativas de rápida recuperación de la inversión. En el negocio residencial, se orientarán hacia la rentabilización de los hogares que ya tienen conectados, culminando el proceso de digitalización, mejora tecnológica que ofrece una mejor señal, más contenido y una mejor definición, invitando al televidente a legalizar su situación. Esta iniciativa les permitió incrementar la base de suscriptores en 14% en el 2012.

#### **4.2 FINANCIAMIENTO**

Las fuentes de fondos que el emisor ha venido utilizando, son básicamente dos, el externo, a través de préstamos bancarios y el financiamiento directo con proveedores locales. Con respecto al primer aspecto, el emisor ha venido financiándose con préstamos bancarios, manteniendo relación con las principales entidades del país. Este fondeo representa aproximadamente un 23% del total, mientras que el costo de los fondos recibidos, se ubica en una tasa implícita de 16,82% en Sep-13 (11,04% en Dic-12).

El financiamiento a través de proveedores por su parte, representa un 15% del total pasivo aproximadamente, correspondiente a cuentas por pagar comerciales y en menor medida, con relacionadas.

De acuerdo a lo indicado por la Gerencia de la compañía y sus relacionadas, desde el punto de vista financiero, la emisión que se califica forma parte del financiamiento de su plan de crecimiento, teniendo por objetivo, mejorar el perfil de la deuda, convirtiéndolo en uno más acorde al giro de los negocios que financia.

El emisor debe no obstante, continuar sus esfuerzos por mantener niveles patrimoniales adecuados a sus obligaciones, que le permita obtener recursos financieros suficientes para cubrir su plan de

inversiones. Se observa en la serie analizada, un apalancamiento elevado (una relación pasivo total a patrimonio de 2,08x en Dic-12 y de 1,90x en Sep-13), así como unos niveles de cobertura del servicio de la deuda, aunque cercanos a la unidad, presionados por un perfil de deuda principalmente de corto plazo (Ver Tabla 5).

**Tabla 5: Indicadores de cobertura**

	Dic-11	Dic-12	Sep-13
COBERTURA INTERESES	8,13	5,13	3,35
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	1,45	0,69	0,73
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A CORTO PLAZO	1,95	1,19	0,96
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	3,34	1,24	1,58

Fuente: NETUNO – Cálculos propios

#### 4.3 LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

La solvencia total medida como la relación entre Activo total y Pasivo total, muestra resultados favorables, manteniéndose en promedio en 1,53x para el período analizado. Sin embargo, la solvencia corriente se ubica por debajo de los niveles adecuados, considerando que el grueso de los activos del emisor están representados por una infraestructura de anillos, equipos de transmisión y recepción, equipos de computación, mobiliarios, vehículos, etc. En efecto, por la característica de este negocio, se entiende que el manejo de la liquidez de la compañía es un factor de vital importancia para mantenerse en marcha, pues su Capital de trabajo resulta negativo a lo largo de la serie analizada.

A efectos de un manejo razonable de la liquidez de la compañía, considerando las inversiones en tecnología e infraestructura que ésta requiere, los vencimientos de sus pasivos deben ser de mayor plazo, lo cual justifica que el grueso de su deuda financiera sea de largo plazo. En tal sentido, una emisión de obligaciones como la planteada, contribuirá no sólo a mantener su perfil de endeudamiento, sino además a manejar las coberturas necesarias ante el vencimiento de sus obligaciones.

El manejo del ciclo de efectivo se ha venido deteriorando, para una relación adversa entre los días de cobro y de pago (Ver Tabla 6). Esta situación implica sostener una política de cobranzas más efectiva, basada en pagos en la red de oficinas, así como en domiciliaciones y cobradores,

manteniendo además un grueso de vencimientos de cuentas por cobrar a corto plazo.

**Tabla 6: Indicadores de gestión**

	Dic-11	Dic-12	Sep-13
Días a Mano Ctas. Por Cobrar	88	96	87
Días a Mano Ctas. Por Pagar	54	41	44

Fuente: NETUNO – Cálculos propios

#### 4.4 FLUJO DE EFECTIVO

El emisor generó efectivo por actividades operacionales para Dic-12 y Sep-13, con niveles de depreciación significativos, debido a los activos fijos que posee. Asimismo, utilizó efectivo en actividades de inversión, básicamente en la construcción de la planta externa.

En actividades de financiamiento, se utilizó efectivo para el pago de préstamos bancarios y otras obligaciones financieras.

#### 5. ANÁLISIS DE RIESGOS

Entre los principales riesgos identificados en la actividad que realiza el emisor se encuentra en primer lugar el *riesgo de crédito* entendido como la probabilidad de incumplimiento y la severidad de las pérdidas, el cual está concentrado principalmente en las Cuentas por cobrar comerciales, básicamente a los suscriptores de los servicios ofrecidos por la compañía. Para el control de este tipo de riesgo, se trabaja bajo una política de cobranzas electrónica y telefónica mensual y constante con cada uno de los clientes, así como una política de suspensión del servicio por morosidad a 30 días de antigüedad en el servicio de telefonía y de 60 días en los servicios de datos e Internet.

Segundo, el *riesgo de liquidez*, entendido como aquel en el que la Compañía no pueda cumplir con sus obligaciones financieras a medida que éstas venzan. El enfoque en este caso sería asegurar, en la medida de lo posible, que siempre contará con la liquidez suficiente para cumplir con sus obligaciones, sin incurrir en pérdidas inaceptables o arriesgar el prestigio de la Compañía, así como también sólo

hacer inversiones cuyo retorno sean menores a los 11 meses.

Para el manejo de este tipo de riesgos, NETUNO ha obtenido deuda financiera a mediano y largo plazo y renegociado deudas principalmente con proveedores y organismos públicos a fin de extender los plazos de pago y planificar de la mejor manera posible sus flujos de caja, de forma tal de mejorar la situación de su Capital de trabajo neto, que como ya se mencionó se mantiene en niveles negativos a lo largo de la serie analizada.

Finalmente, la compañía realiza sus operaciones en Venezuela y se encuentra expuesta al *riesgo de fluctuación en el tipo de cambio* del bolívar en relación a las transacciones denominadas en moneda extranjera. Esta exposición obliga a la Compañía a mantener bajos sus endeudamientos en moneda extranjera. Cuando alguna devaluación ocurre se negocian escalonadas de aplicación de ésta.

El emisor mantiene una posición en moneda extranjera pasiva, siendo el monto más relevante, las Cuentas por pagar a proveedores y contratistas en el extranjero. Al respecto, la Gerencia ha logrado negociar con sus proveedores extranjeros pagos de sus deudas en bolívares al tipo de cambio de referencia en el mercado autorizado, sin embargo, se considera que la exposición a este tipo de riesgo es de difícil cobertura. Es de destacar que con motivo de la devaluación de la moneda funcional ocurrida en febrero de 2013, se ha negociado con la mayoría de los proveedores de programación para efectuar ajustes en la tasa de cambio de referencia hasta llevarla progresivamente a su nuevo nivel de Bs. 6,30 por 1 US\$ en la mayoría de los casos hacia principios de 2014.

El *riesgo de tipo de interés* es producido por los costos financieros a los que está expuesto el emisor, por las fluctuaciones de las tasas de interés del mercado local. Aunque las variaciones del costo de los fondos recibidos por la Compañía son mínimas a lo largo de la serie analizada, el costo implícito resulta un tanto elevado. Asimismo, existen deudas con entes públicos, correspondientes a tributos no pagados oportunamente, pero que ya cuentan con acuerdos de financiamiento a tasas de interés anuales entre 13% y 22%, siendo política del emisor disminuir esta deuda de forma considerable.

## **6. PROYECCIONES**

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de SOFTLINE RATINGS, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de NETUNO bajo tres escenarios, uno BASE, en el cual se toman inicialmente las premisas tanto macroeconómicas como del negocio presentadas por el propio emisor, con algunos ajustes realizados a criterio de la calificadora; un escenario con restricciones LEVES, donde se desmejoran ligeramente ciertas variables y uno con restricciones GRAVES, donde se recoge un mayor impacto negativo de algunas condiciones.

Para la elaboración de los escenarios se utilizaron dos tipos de premisas, las de tipo macroeconómica y las propias del negocio. Las premisas macroeconómicas se tomaron de fuentes oficiales y las estimaciones contenidas en la política presupuestaria de la Nación para el 2014, éstas últimas ajustadas siguiendo criterios propios de la Calificadora.

En cuanto a las premisas del negocio, se utilizaron las tendencias de Ingresos por ventas planificadas por la empresa, considerando además la evolución real del mercado para cada caso y la participación real y estimada de NETUNO en cada uno de los servicios que presta. Para el escenario de restricciones LEVES, se consideró un incremento de los Ingresos de 10% y de los Costos y Gastos de 12%. Bajo un escenario de restricciones GRAVES, las cuentas de Ingresos se aumentaron en 5% y las de Costos y Gastos en 15%.

Las estimaciones de los Costos de ventas se calcularon como un porcentaje de los Ingresos, tomando en consideración el peso relativo al último año (96% el Costo de ventas sobre ventas bajo un escenario BASE y de restricciones LEVES, mientras que para el caso de restricciones GRAVES se aumentó hasta 98%). Otros gastos más relacionados con determinantes que no son los niveles de venta, como los Gastos por intereses, se calcularon considerando los niveles de Deuda por una tasa de interés activa cercana a la que actualmente mantiene la empresa con los bancos.

Para el modelo financiero trabajado se incorporó como parte de la Deuda financiera el monto que se espera emitir a un plazo 4 años. De esta forma, los indicadores de cobertura se ubican en niveles favorables incluso bajo un escenario de restricciones GRAVES, cuando el índice más bajo de cobertura de gastos financieros se ubicó en 1,16x para el Año 1 (Ver Tabla 7).



EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	1,75	1,62	1,87	1,80
---	------	------	------	------

Fuente: NETUNO – Cálculos propios

**Tabla 7: Índices proyectados por escenarios**

<b>ESCENARIO BASE</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>	<b>Año 4</b>
Cobertura Intereses	3,67	3,46	2,40	3,92
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	0,91	0,73	0,52	0,85
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A CORTO PLAZO	1,30	1,01	1,02	1,28
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	2,07	1,49	1,05	1,88
<b>RESTRICCIONES GRAVES</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>	<b>Año 4</b>
Cobertura Intereses	1,16	1,74	1,37	1,45
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	1,08	0,56	0,69	0,86
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A CORTO PLAZO	1,08	0,61	0,73	0,91
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	1,14	1,38	1,22	1,32
<b>RESTRICCIONES LEVES</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>	<b>Año 4</b>
Cobertura Intereses	1,70	1,31	1,8	1,49
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	1,40	1,34	1,29	1,48
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A CORTO PLAZO	1,27	0,98	1,01	1,12



**NETUNO C.A. Y COMPAÑÍAS RELACIONADAS**

**Indicadores Financieros**

	<b>dic-11</b>	<b>dic-12</b>	<b>sep-13</b>
<b>Liquidez</b>			
Solvencia	1,58	1,48	1,53
Solvencia corriente	0,61	0,54	0,49
Capital de Trabajo	(150.748.453)	(186.867.415)	(194.661.097)
Días a Mano Ctas. Por Cobrar	88	96	87
Días a Mano Ctas. Por Pagar	54	41	44
<b>Endeudamiento</b>			
Pasivo Total / Activo Total	0,63	0,68	0,65
Pasivo Circulante / Pasivo Total	0,81	0,72	0,79
Pasivo con Costo Financiero/ Pasivo Total	16,12%	36,29%	28,41%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	143,35%	265,40%	595,12%
<b>Eficiencia</b>			
Crecimiento de las Vtas (%)	-13,52%	-1,84%	0,94%
Costos de los servicios / Ingresos	38%	33%	32%
Gastos Administración / Ingresos	41%	42%	42%
Costos y Gastos / Ingresos	98%	98%	99%
Utilidad Operativa / Ingresos (%)	1,79%	1,90%	1,00%
Utilidad Neta / Ingresos (%)	2,25%	-1,01%	2,67%
<b>Rentabilidad</b>			
Utilidad Neta / Total Activo (ROA)	1,95%	-0,76%	2,33%
Utilidad Neta / Patrimonio(ROE)	5,31%	-2,34%	6,75%
EBITDA / Tot. Act. (%)	18,05%	19,48%	17,34%
EBITDA / Tot. Pat. (%)	49,31%	60,05%	50,21%
Costo estimado de la deuda	21,72%	15,48%	27,87%
<b>Cobertura de Deuda</b>			
Cobertura Intereses	8,13	5,13	3,35
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	1,45	0,69	0,73
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A CORTO PLAZO	1,95	1,19	0,96
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	3,34	1,24	1,58