

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	SUELOPETROL EXPLORATION & PRODUCTION, C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones totalmente garantizadas al portador por un monto de DOSCIENTOS MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 200.000.000,00) autorizada en Asamblea General Extraordinaria realizada el 26 de junio de 2013, y lo acordado por la Junta Directiva del emisor en su sesión del 28 de junio de 2013.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Cuarenta y ocho (48) meses.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos provenientes de la colocación de estos valores se destinarán principalmente a las actividades propias del emisor en materia de exploración y producción petrolera, así como a la cancelación de deuda a corto y mediano plazo.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados Financieros al 31 de Diciembre de los años 2010, 2011 y 2012 auditados por Marambio, González & Asociados, más estados financieros interinos no auditados al 30 de Junio de 2013. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa. c) Información sectorial.
RIESGO:	B2 <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: "B2"</u> : Se trata de instrumentos que, actualmente, presentan un relativo bajo riesgo para la inversión. Tiene una adecuada 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 ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar 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

Caracas, 11 de Octubre de 2013

N° DIC-SR-04/2013

CALIFICACION

SUELOPETROL EXPLORATION & PRODUCTION, C.A., (en lo adelante SEPCA) participa con el 40% del capital accionario de PETROCABIMAS, S.A., una empresa mixta constituida en el año 2006 en el marco de la política de “Plena Soberanía Petrolera” y que actualmente posee los derechos de explotación sobre el Campo Cabimas, que cuenta con una superficie de 135,72 km2 ubicada en los municipios Santa Rita, Cabimas y Simón Bolívar del Estado Zulia. Durante los años de existencia del Campo de Cabimas, éste ha producido alrededor de trescientos noventa y cinco (395) millones de barriles de petróleo. SEPCA presenta una serie de fortalezas, entre las cuales se encuentra su experiencia en el negocio petrolero como responsable de la exploración y explotación del Campo Cabimas desde el año 1998 y su pertenencia al GRUPO SUELOPETROL, con más de 20 años dedicados a la prestación de servicios a la industria petrolera nacional e internacionalmente. La principal fuente de ingresos de SEPCA, proviene de los dividendos declarados y pagados por PETROCABIMAS, dada su participación accionaria del 40% en la misma. Al respecto, es importante destacar que la política de dividendos de esta empresa mixta, se refiere a que una vez satisfechos los requerimientos de los fondos de reserva, de sus planes de inversión y de sus obligaciones financieras, fiscales y de otra índole, deben pagar anualmente la suma máxima de dividendos en efectivo que resulte factible, evitando retener fondos innecesariamente. Sin embargo, SEPCA mantiene un ciclo operativo adverso, con días de cobro que superan significativamente los pagos que debe realizar a sus proveedores. Según lo informa la Gerencia, la presente emisión vendría a mejorar la administración de la liquidez de la empresa, permitiéndole manejar un excedente para operaciones e inversión, así como en un equilibrio financiero más autónomo de los cronogramas de pago de los dividendos provenientes de su participación en PETROCABIMAS. Al momento de asignar la presente calificación, se estaría esperando la incorporación de nuevas áreas a PETROCABIMAS, los campos Tía Juana, Cabimas Este 2 y Cabimas Sur. Al respecto, si bien la Calificadora ha venido adelantando un análisis de los escenarios sobre el impacto que esta incorporación podría generar, se considera que al no contar con la certeza de la fecha en la que esta operación sea concluida, los riesgos asumidos por el emisor no pueden ser evaluados en su totalidad, principalmente en cuanto al modo de financiamiento de la inversión requerida en estas nuevas áreas. La presente emisión está garantizada por un Contrato de Fianza emitida por SUELOPETROL S.A.C.A. y como complemento de la Fianza, se incorporó el Fondo Temporal de Garantía para los Intereses a juicio de SOFTLINE RATINGS, no resultan suficientes para la mitigación de la incertidumbre de largo plazo (una emisión con vencimiento de hasta 48 meses) inherente a la dinámica del negocio en el cual participa. En Agosto de 2013, la Asamblea de Accionistas decidió llevar adelante un proceso de Reorganización Corporativa que todavía está en proceso de ejecución, y que al momento de la decisión que está tomando la junta calificadora, se entiende que no significa una exposición a riesgo mayor para los tenedores de la emisión que se revisa y/o cambios en el sistema de garantía establecido. Hechas las anteriores consideraciones, la junta calificadora le otorga la Categoría “B”, Subcategoría “B2” a la presente emisión de obligaciones totalmente garantizadas al portador, a un plazo máximo de cuarenta y ocho (48) meses y por un monto de DOSCIENTOS MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 200.000.000,00) de SUELOPETROL EXPLORATION & PRODUCTION, C.A.

1. HECHOS RELEVANTES

SEPCA es una empresa constituida en 1997, con el objeto de realizar actividades de exploración y producción de hidrocarburos, incluyendo la reactivación, rehabilitación y cualesquiera otras actividades necesarias para el desarrollo comercial sostenido de hidrocarburos, de conformidad con la legislación venezolana en este sector.

Su principal actividad es su participación en PETROCABIMAS, S.A., una empresa mixta que fue creada en el 2006 y que posee los derechos de explotación sobre el Campo Cabimas y su extensión, en donde SEPCA posee el 40% de participación accionaria.

SEPCA es una empresa 100% poseída por SUELOPETROL C.A. S.A.C.A. (en lo adelante SUELOPETROL S.A.C.A.) empresa especializada en levantamientos sísmicos y servicios técnicos para la industria petrolera, con amplia experiencia para desarrollar proyectos de Exploración y Producción petrolera.

SUELOPETROL fue fundada en 1984 con la finalidad de proveer servicios a la industria petrolera del país que operan en el área de levantamientos terrestres. Hasta la fecha, la empresa ha concluido más de 40 proyectos dentro y fuera del país y se ha convertido en una corporación que no solo realiza proyectos de sísmicos, sino que también cubre otras

áreas de la actividad petrolera tales como apoyo logístico operacional, perforación y reparación de pozos, exploración, extracción de crudo, manejo de desechos y conservación ambiental.

En Agosto de 2013, la Asamblea de Accionistas de SUELOPETROL S.A.C.A. decidió llevar adelante un proceso de Reorganización Corporativa que consiste en la suscripción de nuevas acciones que serán emitidas por SUELOPETROL MATRIZ, C.A., en la misma proporción accionaria que actualmente mantienen en SUELOPETROL S.A.C.A. a un precio de Bs. 0,80 por acción. A la fecha, casi la totalidad de los accionistas han suscrito todos los documentos necesarios para la materialización de la propuesta, bien sea de aporte o compra de las acciones, contempladas en la convocatoria realizada.

Como antecedente a esta reorganización, es importante destacar que en octubre de 2010, el Ministerio del Poder Popular para la Energía y Petróleo dirigió un comunicado a los Presidentes de las empresas mixtas, solicitándole la presentación de un Plan de Remediación para asegurar la disponibilidad de recursos necesarios para ejecutar determinar los mejores mecanismos de financiamiento. En noviembre de 2012, SUELOPETROL S.A.C.A. consignó una propuesta de aportes de capital para las inversiones requeridas por la empresa mixta PETROCABIMAS, que de acuerdo al flujo de caja calculado para las inversiones de los

campos (Cabimas y Tía Juana¹), sumarían la cantidad de USD 715 MM para los próximos cinco (5) años.

En mayo de 2013, SUELOPETROL S.A.C.A. recibió la comunicación de PDVSA informando la aprobación de la estructura de aportes de capital para las inversiones requeridas por PETROCABIMAS para el Plan de Remediación. Por tanto, el proceso descrito para la reorganización corporativa, es necesario para facilitar y soportar las nuevas inversiones requeridas para el financiamiento externo propuesto por SUELOPETROL S.A.C.A. a la empresa mixta Petrocabimas.

2. ACTIVIDAD SEPCA - PETROCABIMAS

Hasta el 2012, la participación de SEPCA en PETROCABIMAS se desarrollaba en el área delimitada en el decreto presidencial N° 4.556 del 12 de junio del 2006, que se denominó “área Cabimas”, contando con una superficie de 135,72 km² ubicada en los municipios Santa Rita, Cabimas y Simón Bolívar del Estado Zulia. En mayo de 2013, esta área fue extendida, por lo que según lo publicado en fecha 12 de marzo de 2013 en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 40.127 el Acuerdo de la Asamblea Nacional por medio del cual se aprueba que la Empresa Mixta PETROCABIMAS desarrolle actividades primarias señaladas en la Ley Orgánica de Hidrocarburos en el área que comprende los Campos **Tía Juana, Cabimas Este 2 y Cabimas Sur** por un lapso de 25 años, adicionalmente a las ya establecidas en el Acuerdo mediante el cual se aprobó la constitución de la Empresa Mixta entre CVP y SEPCA, publicado en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 38.430 de fecha 5 de mayo de 2006.

La incorporación de Tía Juana significa llevar la producción de PETROCABIMAS por encima de los 40.000 BPD (actualmente es 25 MPD) utilizando tecnologías y métodos de recuperación primaria y secundaria. Asimismo, implica invertir alrededor de USD 1.500 MM en un lapso de 15 años. A efectos de la presente calificación, no se considerará aún el impacto de esta incorporación, pues se conoce que quedan pendientes la generación y publicación de algunos decretos que completen la operación del campo. Se mencionan los siguientes: 1) el Decreto por medio del cual se reforma parcialmente el Decreto de Creación de la Empresa Mixta, 2) la Resolución Ministerial en el que se delimitan las nuevas áreas geográficas en la cual la Empresa Mixta desarrollará sus Actividades Primarias, 3) el Decreto de Transferencia para la realización de las Actividades Primarias y finalmente, 4) la firma de la Enmienda al Contrato para la Empresa Mixta Petrocabimas y de los do-

¹ Como se explica más adelante, se delimitaron nuevas áreas geográficas para PETROCABIMAS, según lo publicado el 12 de marzo de 2013 en Gaceta Oficial.

cumentos relacionados (Acuerdo de Pago del Bono, Enmienda del Acta Constitutiva y Estatutos Sociales, Enmienda al Contrato de Compra Venta de Hidrocarburos).

Al momento de realizar el presente informe, se manejan diversos escenarios sobre el impacto de la incorporación que las nuevas áreas tendrá en la empresa por la evaluación realizada, implicarán en su momento un nuevo dictamen que actualice su situación económico - financiera de la empresa y por ende, su capacidad de pago.

A efectos del análisis realizado en este informe, las áreas del Campo Cabimasya establecidas y en funcionamiento, están conformadas por cuatro yacimientos, cuyas características se resumen en la Tabla 1.

Tabla 1: Características de los Yacimientos

Yacimientos	BPPD	Características	Novedad a la fecha
Arenas B-inferior (B-6), Fm. Misoa	500	Profundidad: 6.000-8.000 piesbnl Espesor Neto: 50-140 piesbnl Porosidad: 8%-11% Permeabilidad: 5-80 mD Gravedad: 19°-22° API	Hasta la fecha se han perforado 18 pozos
Arenas B-Superior, (B-1 Eoceno Sup.)	2.048	Profundidad: 1000-4000 pies Espesor: 80-400 pies Porosidad: 8-16% Permeabilidad: 5-80 mD Gravedad: 21°-24° API	Se han perforado un total de 49 pozos
Mioceno (Yacimiento LGI R0002)	3353	Profundidad: 600-2500 pies Espesor: 90 – 180 pies Porosidad: 22-35% Permeabilidad: 100-2000 mD Gravedad: LLS: 11°-22° API LLI/RS-RB2/IC: 19°-21° API	Existen 788 pozoscompletados

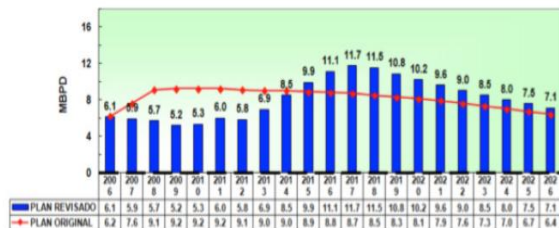
Fuente: SEPCA – Elaboración propia

Durante los años de existencia del Campo de Cabimas, éste ha producido alrededor de trescientos noventa y cinco (395) millones de barriles de petróleo. No obstante y como parte del Plan de Negocios acordado, PETROCABIMAS debe desarrollar una serie de actividades que permitan recuperar las reservas remanentes de los yacimientos incluidos en el Campo Cabimas, con miras a alcanzar su potencial máximo en el largo plazo. De esta forma, el plan contempla la recuperación de 60.4 MMBls de petróleo durante los 20 años

proyectados, a una tasa promedio de 8.300 barriles diarios, lo que representa un 100% de las reservas probadas más un 70% de las reservas probables más un 5% de reservas posibles.

Originalmente, en el período 2006-2011 se contemplaba drenar 18,4 MMBbbls de petróleo, sin embargo fueron drenados 11,9 MMBbbls. De los 6,5 MMBbbls de desviación, se estima remediar 5,7 MMBbbls mediante la perforación de 98 pozos en todo el campo (Ver Gráfico 1).

Gráfico 1: Perfil de producción de crudo



Fuente: SEPCA – Elaboración propia

Para desarrollar las reservas remanentes del Campo de Cabimas se requiere la realización de un plan de actividades para los próximos quince (15) años. Este plan presentado por la empresa mixta se divide de acuerdo a su tiempo de ejecución en mediano y largo plazo, sin incluir el plan de nuevas oportunidades que implica la aplicación de nuevas tecnologías para pozos en condiciones de agotamiento, cuya factibilidad todavía está en evaluación.

Plan a mediano plazo (2013-2017)

Durante este período, se estima drenar 17,6MMBbbls de petróleo con una producción máxima de 11,7 MBBbls en el año 2017. Se estiman realizar perforaciones adicionales (yacimientos del Mioceno y Eoceno).

Plan a Largo Plazo (2018-2026):

Durante este período, se espera drenar un total de 28,1 MMBbbls de petróleo, con una producción máxima de 11,5 MBBbls en el año 2018. Se estiman realizar perforaciones adicionales en los yacimientos del Mioceno y Eoceno hasta el año 2017.

El Plan de Remediación estima drenar para el período 2012-2026 un total de 45.7 MMBbbls de petróleo y 73.3 MMMPCN de gas.

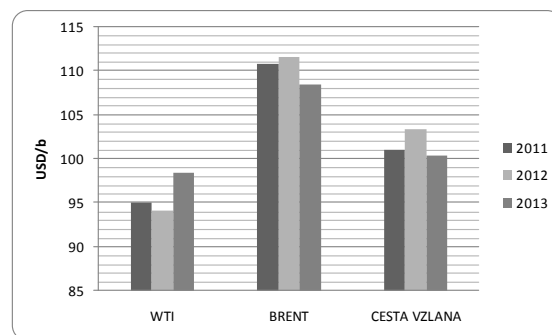
3. MERCADO

Siendo SEPCA una empresa cuya actividad está relacionada al sector petrolero, resulta importante revisar las tendencias de dicho mercado. El primer punto a revisar, se refiere a la demanda mundial del crudo. Según la Agencia Internacional de Energía, aún cuando a principios de 2013 se esperaba sólo un aumento de 0,9% para el año, la revisión a la fecha señala un de 930.000 barriles diarios en 2013, impulsada por la recuperación económica mundial. Asimismo, la agencia pronostica un nuevo récord para el año 2014, debido a la demanda creciente de los mercados emergentes y de los países en desarrollo.

La oferta global por su parte, también se mantiene en alza, debido a que se espera que el abastecimiento por parte de los países ajenos a la OPEP registren un aumento de 1,3 millones de barriles diarios es 2014, cifra mayor a la revisada de 1,2 millones de barriles diario de 2013.

Este comportamiento de la demanda y oferta mundial, mercado además por una serie de acontecimientos de tensión por la crisis de Egipto y los hechos en Siria, se han traducido en aumentos importantes en los precios del petróleo. En lo que va de 2013, el promedio anual del marcador estadounidense West Texas Intermediate (WTI) se elevó 4,2 dólares por barril, desde USD 94,17/b a USD 98,39/b. Crudos como el Brent y la misma cesta de crudo venezolanohan registrado sin embargo, leves retrocesos. En el caso del Brent, 3,05 dólares por barril, de USD 111,55/b a USD 108,5/b. Y en el del barril de petróleo venezolano, 3,01 dólares, pues se había cotizado en USD 103,42 en 2012 y en lo que va de 2013 se ha ubicado en USD 100,41 en 2013, siendo el promedio de alrededor de USD 100 promedio.

Gráfico 1: Precios internacionales de petróleo



Fuente: Ministerio Energía y Petróleo – Elaboración propia

La volatilidad de los precios del petróleo incide directamente en la valoración del negocio del emisor. En efecto, el valor de la producción de PETROCABIMAS, S.A. tendrá una tendencia similar a la del precio del crudo venezolano, por lo

que en momentos tanto de altos precios como de bajos, la incertidumbre acerca del comportamiento del mercado siempre ha sido alta para los inversionistas de este sector.

4. PROPIEDAD Y ADMINISTRACIÓN

El Capital social actualizado de SEPCA al 30 de diciembre de 2012 y al 30 de junio de 2013, totalmente suscrito es de Bs. 1.000.000 y está representado en acciones comunes, nominativas, no convertibles al portador, con un valor nominal de un Bolívar (Bs. 1,00) cada una.

El accionista único de SEPCA es SUELOPETROL C.A. S.A.C.A, con una participación del 100%.

A partir de la Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el 20 de septiembre de 2006, la Junta Directiva de SEPCA quedó conformada por (5) Directores Principales y (5) Directores Suplentes. Según los Estatutos vigentes, los miembros de la Junta Directiva serán elegidos en la Asamblea Ordinaria que se celebre durante el primer semestre de cada año.

Los Directores principales y suplentes de la organización se muestran a continuación, todos con amplia experiencia en las funciones que desempeñan, según sus resúmenes curriculares suministrados por el emisor y de entrevistas con algunas de las personas claves de la organización.

Directores principales: Henrique Rodríguez Guillén (Presidente / Director), Carlos Domínguez Zeitler, Alejandro Vicentini Castillo, Humberto Latorraca López y Daniel Rafael Matos Romero.

Directores suplentes: Carlos Rodríguez Guillén, Ramón Ramírez Gonzalez, Robert Israel, Alejandro Vicentini Castillo y José Manuel Tineo.

5. RESULTADOS FINANCIEROS

La información económica y financiera está basada en los Estados Financieros de SUELOPETROL EXPLORATION & PRODUCTION, C.A. al 31 de Diciembre de los años 2010, 2011 y 2012 auditados por Marambio, González & Asociados, más estados financieros interinos no auditados al 30 de Junio de 2013. Toda la información está reexpresada por inflación a esta última fecha y en caso que se exponga lo contrario, las cifras al corte fueron anualizadas.

Asimismo, para el análisis de la presente emisión, se consideraron los Estados financieros auditados de PETROCABIMAS, S.A. al 31 de Diciembre de 2010, 2011 y 2012, auditados por Marambio, González & Asociados, considerando la participación de SEPCA en esta empresa.

5.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

La principal fuente de ingresos de SEPCA, proviene de los dividendos declarados y pagados por PETROCABIMAS, dada su participación accionaria del 40% en la misma. Al respecto, es importante destacar que la política de dividendos de esta empresa mixta, se refiere a que una vez satisfechos los requerimientos de los fondos de reserva, de sus planes de inversión y de sus obligaciones financieras, fiscales y de otra índole, deben pagar anualmente la suma máxima de dividendos en efectivo que resulte factible, evitando retener fondos innecesariamente.

Si bien PETROCABIMAS ha venido declarando dividendos desde el 2007, los dividendos realmente cobrados por SEPCA no han sido de forma regular quedando todavía porciones por pagar, tal y como se observa en la Tabla 2. En efecto, si bien el porcentaje de pago del dividendo hasta el 2009 siguió un patrón anual en dos porciones, esta situación varió del 2010 en adelante.

Tabla 2: Dividendos cobrados por participación de SEPCA en el 40% en PDVSA - PETROCABIMAS

Dividendos Cobrados	
Fecha Cobro	Monto Dividendo US\$
Jun 2007	7.125.806
75% Feb 08	5.446.800
25% Jun 08	5.549.915
66% Jun 2009	10.000.000
34% Dic 2009	5.181.767
75% Nov 2010	6.661.000
25% Ago 2011	2.221.000

Fuente: SEPCA

Este hecho ha venido impactando los resultados de la compañía, pues tal y como se muestra en el Estado Consolidado de Resultados de SEPCA al cierre de Dic-12 y al corte de Jun-13 las Utilidades No Distribuidas correspondientes al 40% de participación contabilizados como los Ingresos de la compañía una vez efectivamente cobrados dichos fondos, están registradas como Participación Patrimonial.

Los márgenes operativos de la compañía hasta el cierre 2011 habían sido muy favorables, dado el cumplimiento de los pagos de dividendos por parte de PDVSA por la participación del 40% de SEPCA en PETROCABIMAS, ubicándose incluso en niveles de 96,86% calculado con base a la Utilidad en operaciones. A Dic-12 y Jun-13 sin embargo, al no recibir la proporción correspondiente de dividendos, la empresa ha venido absorbiendo los Gastos operacionales, con el impacto adverso en los márgenes y en su ciclo operativo.

La rentabilidad medida con la Ganancia del período registró niveles positivos hasta Dic-11 según se muestra en la Tabla 3, situación que mejora si se toma para el cálculo el Resultado Integral total del período, que considera la participación patrimonial. Esta situación se repite con otros indicadores de rentabilidad.

Tabla 3: Indicadores de rentabilidad

Rentabilidad	dic-10	dic-11	dic-12	jun-13
Ganancia del período / Total Activo (ROA)	25,33%	20,90%	2,52%	28,92%
Ganancia del período / Patrimonio (ROE)	29,09%	23,38%	3,17%	33,69%
Ganancia Operativa / Ingresos (%)	97,96%	96,86%	-	-
Ganancia Neta / Ingresos (%)	241,25%	65,49%	-	-
Resultado Integral del período / Ingresos (%)	297,52%	936,18%	-	-

Fuente: SEPCA – Cálculos propios

De acuerdo a lo señalado por la Gerencia de SEPCA, se estimaría que los niveles de eficiencia y rentabilidad de la compañía mejoren en el corto plazo una vez sean cancelados los dividendos y en el largo plazo básicamente por el aumento de la producción del Campo (incorporando incluso la nueva área delimitada), que fuera señalado anteriormente. Otro aspecto que es de destacar, se refiere al incremento de la inversión en la empresa PETROCABIMAS, así como de la participación patrimonial registrada a Jun-13 en el Estado de Resultados, por la variación del tipo de cambio, que pasó de Bs. 4,30 / dólar a Bs. 6,30 / dólar.

5.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

SEPCA ha mantenido una solvencia total adecuada, con niveles de Activos totales por el orden de Bs.353,39 millones al cierre de Dic-12, conformados principalmente por el monto de la Inversión que mantiene en PETROCABIMAS, y en segundo término, por Cuentas por cobrar del accionista principal (SUELOPETROL, S.A.C.A.) y de una relación por desembolsos recuperables relativos al Campo Cabimas. De igual forma, la solvencia corriente se ubica en niveles favorables de 4,47x a Dic-12 que se mantiene al corte analizado.

Con la presente emisión, se busca una mejor administración de la liquidez de la empresa permitiéndole manejar un excedente para operaciones e inversión, lo cual se traducirá en un equilibrio financiero más autónomo de los cronogramas de pago de los dividendos provenientes de su participación en PETROCABIMAS.

5.3 ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA

La estructura del pasivo de SEPCA resulta sumamente sencilla, pues la empresa se maneja sin financiamientos bancarios, contando con el soporte del mercado de valores venezolano. Esta sería la cuarta emisión que se califica con un excelente récord de pago. En efecto, SEPCA mantiene en circulación cerca de Bs. 115 millones, de los cuales, cerca de Bs. 45 millones corresponden a la porción circulante.

El costo estimado del endeudamiento es relativamente bajo (6,36% en promedio en el período Dic11-Jun13), para una cobertura de los Gastos financieros (medida como una proporción de la participación patrimonial) de 0,19x en Dic-12, mejorando a Jun-13 de manera significativa a 2,29x. Ahora bien, los indicadores de cobertura del servicio de la deuda financiera medidos con respecto a EBITDA son bajos (alrededor de un 23% para el cierre de 2011), por lo que cobra importancia la presencia de una garantía total, como soporte para el inversionista.

6. ANÁLISIS DE RIESGOS

En análisis realizado anteriormente, se ha considerado como fuente de *Riesgo regulatorio* para la presente emisión, dada la posibilidad de cambios en las condiciones establecidas para las empresas mixtas. Al respecto, se debe señalar algunos hechos que ilustran la exposición a este tipo de riesgos señalada.

PDVSA Servicios Petroleros S.A., empresa subsidiaria de PDVSA y creada durante 2010 para centralizar la contratación y operación de todos los taladros petroleros que operan en Venezuela, le comunicó a SUELOPETROL C.A. S.A.C.A. durante el mes de Agosto de 2011, que los equipos hasta entonces contratados por la empresa mixta Petrocabimas S.A., estarían incluidos en el “Plan de Taladros y Cabilleros 2011-2012” de PDVSA Servicios Petroleros S.A., por lo que se daban por terminados los contratos de perforación, para ese entonces con una vigencia de dos (2) años adicionales, entre SUELOPETROL C.A. S.A.C.A. y Petrocabimas S.A. y se procedió a la Adjudicación Directa por parte de Petrocabimas S.A. a PDVSA Servicios Petroleros S.A. de la contratación de Servicios de Perforación.

SUELOPETROL C.A. S.A.C.A. fue una de las últimas empresas contratistas en pasar a la nueva modalidad de contratación (subcontratación con PDVSA Servicios Petroleros S.A.); firmando con PDVSA Servicios Petroleros S.A. en Marzo de 2012 con tarifas normalizadas, como se dijo anteriormente, sustancialmente más bajas con cláusulas de adhesión a conveniencia de PDVSA.

Los nuevos contratos, con una duración total de 730 días contados desde las Actas de Inicio (firmados en Septiembre 2011), son por un monto total de Bs. 13.342.880 más USD

2.656.440 para el SPT-101 y por un monto total de Bs. 9.219.383 más USD 599.739 para el SPT-501, en promedio aproximadamente un 29% menor que las tarifas de los contratos anteriores comparados en base anual, lo que genera un impacto significativo en el margen operativo de estos dos equipos para la empresa.

El cambio de las condiciones contractuales, sin embargo, puede ser también un aspecto positivo para la empresa. En efecto, como se señaló anteriormente, se estaría esperando la incorporación de nuevas áreas a PETROCABIMAS, los campos Tía Juana, Cabimas Este 2 y Cabimas Sur. Al respecto, si bien la Calificadora ha venido adelantando un análisis de los escenarios sobre el impacto que esta incorporación podría generar, se considera que al no contar con la certeza de la fecha en la que esta operación sea concluida, los riesgos asumidos por el emisor no pueden ser evaluados en su totalidad, principalmente en cuanto al modo de financiamiento de la inversión requerida en estas nuevas áreas.

Un elemento de riesgo evaluado, se refiere a la dependencia de la empresa de la única fuente de recursos que posee, que aunque han sido los dividendos de PETROCABIMAS decretados y pagados según lo establecido en el Acta Constitutiva y Estatutos de dicha empresa mixta en Asamblea Extraordinaria de Accionistas con cierta regularidad, la periodicidad de pago se ha venido retrasando tal y como se comentó anteriormente.

Asimismo, es importante mencionar el *Riesgo de precios del petróleo* en los mercados internacionales, debido a que el modelo financiero de las coberturas de capital e intereses para el emisor, es sumamente sensible a éste valor, tal y como se mostrará en los escenarios proyectados.

6.1 GARANTÍA

Como mecanismo de mitigación de riesgos, se estableció en el prospecto de emisión un sistema de garantías que cuenta con dos componentes básicos generando, según se señala, una cobertura del 100% de la emisión tanto para el capital como para los intereses. Los mecanismos serían los siguientes:

(a) Fianza

La Emisión está garantizada por un Contrato de Fianza emitida por SUELOPETROL S.A.C.A. El Garante se obliga solidariamente con el EMISOR a pagar a los tenedores de las OBLIGACIONES, el monto de capital e intereses de la EMISIÓN cuando sean exigibles.

(b) Fondo de Garantía de Intereses

Como complemento de la Fianza se incorporó el Fondo Temporal de Garantía para los Intereses. El Fondo tiene las siguientes características:

- el pago de los intereses se encuentra garantizado ya que se abonará en una cuenta de manera anticipada dos abonos trimestrales, cuya suma corresponde al pago del primer cupón de los “intereses” de las obligaciones emitidas.
- Los abonos serán realizados de la siguiente forma: Primer abono al inicio de la Oferta Pública o “período de intereses” y el segundo abono a los 90 días del inicio de la Oferta Pública o “período de intereses”. Esto garantiza que a la fecha del pago del primer cupón de los intereses, “fecha de pago de intereses”, los fondos estén disponibles de manera anticipada.

Este mecanismo temporal de cobertura estará vigente sólo por el período correspondiente al pago del primer cupón de intereses. No obstante, el emisor podrá, de manera voluntaria, extender su vigencia para el período correspondiente a los siguientes cupones de intereses o “período de intereses”.

Este sistema de garantía diseñado presenta un impacto importante para mitigar los riesgos a los cuales el emisor se encuentra expuesto, no obstante, a juicio de SOFTLINE RATINGS, no resultan suficientes para la mitigación de la incertidumbre de largo plazo (una emisión con vencimiento de hasta 48 meses) inherente a la dinámica del negocio en el cual participa.

7. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de SOFTLINE RATINGS, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de SEPCA bajo tres escenarios, uno BASE, que parte de las condiciones provistas por el emisor; un escenario de RESTRICCIONES LEVES, donde se desmejoran ligeramente ciertas variables y uno de RESTRICCIONES GRAVES, donde se recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, se consideró una política de repartición de dividendos de un 85% de las utilidades de la empresa mixta, un precio promedio del barril de petróleo de la cesta venezolana de USD 90 / barril. Para los cálculos realizados, se descontó el valor de la garantía total y se estimó el flujo de caja de SEPCA proveniente de su asociación en PETROCABIMAS. Bajo este escenario, la cobertura del Servicio de deuda se ubica en 2,50x en el 2014, permaneciendo relativamente estables en 2,42x para el 2015.

Suponiendo unas condiciones menos favorables, de un precio promedio del barril de petróleo de la cesta venezolana de USD 82 / barril, unos niveles de producción de barriles diarios 15% inferior, la cobertura del Servicio de la deuda sería de 2,25x en el 2014 y 1,51x en el 2015, de tal forma que no variarían significativamente sus resultados.

Considerando unas condiciones más exigidas para el flujo de caja de SEPCA, tales como un precio del barril de petróleo de USD 70 / barril y unos niveles de producción similares a los del 2006, las coberturas desmejorarían sensiblemente, para ubicarse en 0,81x en el 2014 y hasta 1,36x en el 2015.

8. CONCLUSIONES

SUELOPETROL EXPLORATION & PRODUCTION, C.A., (en lo adelante SEPCA) participa con el 40% del capital accionario de PETROCABIMAS, S.A., una empresa mixta constituida en el año 2006 en el marco de la política de “Plena Soberanía Petrolera” y que actualmente posee los derechos de explotación sobre el Campo Cabimas, que cuenta con una superficie de 135,72 km² ubicada en los municipios Santa Rita, Cabimas y Simón Bolívar del Estado Zulia. Durante los años de existencia del Campo de Cabimas, éste ha producido alrededor de trescientos noventa y cinco (395) millones de barriles de petróleo.

SEPCA presenta una serie de fortalezas, entre las cuales se encuentra su experiencia en el negocio petrolero como responsable de la exploración y explotación del Campo Cabimas desde el año 1998 y su pertenencia al GRUPO SUELOPETROL, con más de 20 años dedicados a la prestación de servicios a la industria petrolera nacional e internacionalmente.

La principal fuente de ingresos de SEPCA, proviene de los dividendos declarados y pagados por PETROCABIMAS, dada su participación accionaria del 40% en la misma. Al respecto, es importante destacar que la política de dividendos de esta empresa mixta, se refiere a que una vez satisfechos los requerimientos de los fondos de reserva, de sus planes de inversión y de sus obligaciones financieras, fiscales y de otra índole, deben pagar anualmente la suma máxima de dividendos en efectivo que resulte factible, evitando retener fondos innecesariamente. Sin embargo, SEPCA mantiene un ciclo operativo adverso, con días de cobro que superan significativamente los pagos que debe realizar a sus proveedores.

Según lo informa la Gerencia, la presente emisión vendría a mejorar la administración de la liquidez de la empresa, permitiéndole manejar un excedente para operaciones e inversión, así como en un equilibrio financiero más autónomo de los cronogramas de pago de los dividendos provenientes de su participación en PETROCABIMAS.

Al momento de asignar la presente calificación, se estaría esperando la incorporación de nuevas áreas a

PETROCABIMAS, los campos Tía Juana, Cabimas Este 2 y Cabimas Sur. Al respecto, si bien la Calificadora ha venido adelantando un análisis de los escenarios sobre el impacto que esta incorporación podría generar, se considera que al no contar con la certeza de la fecha en la que esta operación sea concluida, los riesgos asumidos por el emisor no pueden ser evaluados en su totalidad, principalmente en cuanto al modo de financiamiento de la inversión requerida en estas nuevas áreas.

La presente emisión está garantizada por un Contrato de Fianza emitida por SUELOPETROL S.A.C.A. y como complemento de la Fianza, se incorporó el Fondo Temporal de Garantía para los Intereses a juicio de SOFTLINE RATINGS, no resultan suficientes para la mitigación de la incertidumbre de largo plazo (una emisión con vencimiento de hasta 48 meses) inherente a la dinámica del negocio en el cual participa. En Agosto de 2013, la Asamblea de Accionistas decidió llevar adelante un proceso de Reorganización Corporativa que todavía está en proceso de ejecución, y que al momento de la decisión que está tomando la junta calificadora, se entiende que no significa una exposición a riesgo mayor para los tenedores de la emisión que se revisa y/o cambios en el sistema de garantía establecido.

Hechas las anteriores consideraciones, la junta calificadora le otorga la Categoría “B”, Subcategoría “B2” a la presente emisión de obligaciones totalmente garantizadas al portador, a un plazo máximo de cuarenta y ocho (48) meses y por un monto de DOSCIENTOS MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 200.000.000,00) de SUELOPETROL EXPLORATION & PRODUCTION, C.A.

SUELOPETROL EXPLORACIÓN & PRODUCCIÓN
INDICADORES FINANCIEROS



	dic-10	dic-11	dic-12	jun-13
Liquidez				
Solvencia	7,73	9,39	4,87	7,07
Solvencia corriente	0,00	2,01	4,47	3,00
Capital de Trabajo	-3.531.372	45.940.917	111.471.884	92.309.202
Días a Mano Ctas. Por Cobrar	1.040,77	3.432,05		
Días a Mano Ctas. Por Pagar	4,94	5,02	1,31	-
Ciclo operativo	1.035,83	3.427,04	-1,31	-
Endeudamiento				
Pasivo Total / Patrimonio	0,15	0,12	0,26	0,16
Pasivo Total / Activo Total	0,13	0,11	0,21	0,14
Pasivo Circulante / Pasivo Total	8,11%	100,00%	31,46%	39,71%
Pasivo con Costo Financiero/ Pasivo Total	91,89%	87,82%	98,53%	98,94%
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	-16,96%	-32,39%	79,16%	2736,90%
Rentabilidad				
Ganancia del período / Total Activo (ROA)	25,33%	20,90%	2,52%	26,95%
Ganancia del período / Patrimonio (ROE)	29,09%	23,38%	3,17%	31,40%
EBITDA / Tot. Act. (%)	8,34%	2,16%	-0,46%	-0,04%
EBITDA / Tot. Pat. (%)	9,58%	2,42%	-0,58%	-0,05%
Ganancia Operativa / Ingresos (%)	97,96%	96,86%		
Ganancia Neta / Ingresos (%)	241,25%	65,49%		
Resultado Integral del período / Ingresos (%)	297,52%	936,18%		
Costo estimado de la deuda	11,90%	7,49%	1,82%	8,51%
Cobertura de Deuda				
Gastos financieros	4.758.978	2.995.977	1.827.977	9.775.890
Deuda Financiera Total	40.000.000	40.000.000	100.624.600	114.868.600
Corto Plazo	0	40.000.000	30.624.600	44.868.600
Largo Plazo	40.000.000	0	70.000.000	70.000.000
Cobertura Intereses	0,70	0,23	-0,02	0,00
Participación Patrimonial / Servicio de la deuda	0,52	2,15	0,19	2,29