

Corporativo/Venezuela
Análisis de Riesgo

**C.A. La Electricidad de Caracas
- (EDC)**

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC-2004 A	A2	NC	Dic-04
OQ-04-I	A2	A3	Dic-04
PC-2003 B* y C*	A2	NC	Mar-04
PC-2003 * y 2003 A*	A2	A3	Mar-04
OQ-2003 I	A2	A3	Dic-04
OQ-2003 II	A2	A3	Dic-04

PC – Papeles Comerciales; OQ – Obligaciones Quirografarias; NC – No calificado anteriormente.

* Las series en dólares de estos programas de papeles comerciales son calificadas dentro de la categoría C1.

Analistas

Hilario Ramírez
(58 212) 286 32 32
hilario.ramirez@fitchvenezuela.com

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 38 44
carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com

Perfil

C.A. La Electricidad de Caracas (EDC) es la empresa eléctrica privada más grande de Venezuela. EDC participa en el negocio de generación, transmisión y distribución de electricidad, cubriendo casi un millón de clientes en el área metropolitana de Caracas y otras zonas cercanas. En el año 2000, el grupo AES Corporation (AES) adquirió el 87% de las acciones de EDC a través de una oferta pública de adquisición (OPA), con lo cual se hizo del control de la empresa.

Fortalezas y Oportunidades

- Ventas altamente atomizadas y relativamente estables
- Amplio margen operativo
- Más de 100 años de exitosa operación
- Niveles adecuados de liquidez y cobertura

Debilidades y Amenazas

- Discrecionalidad por parte del gobierno en la fijación de las tarifas
- Vulnerabilidad de los resultados ante devaluaciones del bolívar

▪ **Fundamentos**

Los ingresos de EDC están representados principalmente por las ventas de energía dentro de su área de cobertura: la zona metropolitana de Caracas y otras regiones cercanas. También la empresa tiene la posibilidad de vender electricidad al sistema interconectado nacional, como lo ha hecho desde el año 2002 por la reducción de la oferta de energía hidroeléctrica en Venezuela. Las actividades de EDC, como otras empresas de servicio público, se encuentran altamente reguladas, tanto a nivel de tarifas como en otros aspectos como: calidad del servicio, zonas de operación y niveles de eficiencia, etc.

Característico de las empresas de distribución eléctrica, las ventas de EDC se encuentran altamente atomizadas dada la significativa participación del sector residencial en las mismas, lo cual resulta en una mayor estabilidad relativa de sus ventas a pesar de la variabilidad del nivel de ingreso de la población y el nivel de actividad económica. Al igual que el resto del sistema eléctrico nacional, las tarifas cobradas por EDC a sus clientes son fijadas por las autoridades, impidiéndole trasladar libremente los incrementos en sus costos a los usuarios. Durante el año 2003 el Ejecutivo Nacional aprobó a EDC incrementos de tarifas hasta por un 31% en promedio, el cual fue aplicado por la empresa de manera escalonada a lo largo del año. De igual forma, durante el año 2004 la empresa recibió un aumento promedio de sus tarifas de un 10%, asociado al aumento en los precios de los combustibles, manteniendo la incertidumbre sobre la aplicación a tiempo y proporcional del ajuste anual de tarifas durante el presente año. Por su parte, durante el año 1999 se aprobó la primera Ley Orgánica del Servicio Eléctrico (modificada en el año 2001), la cual no solo crea un marco legal adecuado para el sector sino que dio inicio a la conformación de un cuerpo regulatorio de carácter técnico e independiente que tendría a su cargo el control del sector y el desarrollo de fórmulas tarifarias eficientes. Sin embargo, diversos retrasos en el proceso de aprobación de los diferentes reglamentos que regulan aspectos específicos de dicha Ley han impedido su completa implementación y por ende han retrasado el proceso de creación de los entes reguladores y la renovación del pliego tarifario.

Durante el segundo semestre del año 2003, EDC completó el proceso de fusión con su empresa hermana la Corporación EDC C.A. (CEDC), holding dedicado al manejo de inversiones en mercados no regulados, tanto eléctricos como en otros sectores, en el que destaca una empresa que supe electricidad y vapor al Centro de Refinación Paraguaná de PDVSA (GENEVAPCA). Esta integración no sólo permitirá aumentar el flujo de caja disponible de EDC, sino que significa el saneamiento de las cuantiosas cuentas intercompañías.

EDC se muestra especialmente sensible a cambios en la política económica y en especial a las decisiones en materia de tarifas del sistema. No obstante, la generación de efectivo en forma sostenida, la política proactiva de control de gastos seguida por la gerencia y un adecuado manejo de la deuda financiera de la empresa, permiten mitigar tales riesgos. En este sentido, a fin de mejorar el perfil de vencimientos de la deuda financiera y financiar el plan de inversiones de la empresa, EDC ha llevado a cabo durante el año 2004 una serie de operaciones de endeudamiento a largo plazo a través de un crédito sindicado por 200 mil millones de bolívares, deuda bancaria por 50 millones de dólares, una emisión de bonos por 260 millones de dólares y el refinanciamiento de deuda bancaria por 164 millones de dólares.

Diciembre 2004

"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."

▪ Perfil

EDC con más de 106 años de historia es la empresa eléctrica privada más grande de Venezuela. EDC constituye un Holding de 7 empresas dedicadas al negocio de generación, transmisión y distribución de electricidad, cubriendo casi un 1 millón de clientes en el área metropolitana de Caracas, el Litoral del Distrito Capital, el Distrito Guacaipuro, incluyendo a Los Teques y sus poblaciones cercanas, y el Estado Yaracuy. Hasta finales del año 2003 la empresa formaba parte del denominado Grupo Electricidad de Caracas el cual estaba conformado por EDC y CEDC, siendo que los accionistas de ambas empresas decidieron la fusión de las mismas al final del año 2003. CEDC fue formada a partir de la separación legal de las actividades no reguladas que manejaba EDC hasta el año 1997 y era empresa con diversas inversiones principalmente en el área de electricidad y telecomunicaciones, tanto en Venezuela como en el exterior. Es importante destacar que como consecuencia del proceso de desinversión en negocios no medulares acordado por los actuales accionistas de la empresa, la CEDC redujo sensiblemente su tamaño durante el período 2000-2002.

Así, a la fecha de la fusión las actividades de la CEDC estaban principalmente concentradas en el manejo de una planta de generación de electricidad y vapor en el Centro Refinador Paraguaná y una empresa de servicio de atención comercial, encargada principalmente de manejar la cobranza de EDC y de otros servicios públicos incluyendo algunos impuestos municipales dentro del área de influencia de EDC. Durante el segundo semestre del año 2003, EDC completó el proceso de fusión con CEDC. La integración de las actividades de CEDC no sólo permitirán aumentar el flujo de caja disponible de EDC¹ (+24% en términos de la utilidad operativa), sino que también contribuyó con el saneamiento de cuantiosas cuentas por cobrar y por pagar entre ambas empresas.

Actualmente EDC opera como una empresa eléctrica verticalmente integrada a través de diferentes unidades de negocio. La Ley Orgánica del Servicio Eléctrico del año 1999 (reformada en diciembre de 2001) requería de la separación legal y funcional de las actividades de generación, transmisión y distribución antes del 31 de enero de 2003, aunque dicha decisión ha sido pospuesta en varias ocasiones por el ente encargado de la regulación del sector eléctrico, siendo que a la fecha no se dispone de un cronograma formal para cumplir con dicho requerimiento. En la actualidad la mayoría de los negocios de EDC son conducidos como si fueran entidades separadas, con lo cual la separación legal de las mismas no implicará mayores cambios dentro de la organización.

Igualmente, en función del plan de separación de actividades presentado al Ministerio de Energía y Minas, a fin de dar cumplimiento a la Ley Orgánica del Servicio Eléctrico, la asamblea de accionistas acordó fusionar C.A. Luz Eléctrica de Venezuela (CALEV) y C.A. Electricidad de Guarenas y Guatire (ELEGGUA) con EDC, la cual se hará efectiva a partir de diciembre de 2004. Este proceso, además de simplificar la estructura organizacional, generará sinergias que redundarán en menores gastos administrativos.

Durante el primer semestre de 2000, el grupo AES Corporation (AES) adquirió el 87% de las acciones de EDC a través de una oferta pública de adquisición (OPA), con lo cual se hizo del control de la empresa. AES, fundada en 1981, es uno de los conglomerados eléctricos más grandes del mundo y posee 113 plantas eléctricas con más de 45.000 MW de capacidad en 27 países. Al cierre de septiembre de 2004 AES manejaba activos por más de 29.000 millones de dólares y un patrimonio de 1.430 millones de dólares. Durante el año 2004, Fitch Ratings reafirmó la calificación de las obligaciones de largo plazo de la empresa en la categoría B. Esta calificación corresponde a instrumentos que presentan algún riesgo de crédito como consecuencia del entorno económico o del negocio.

▪ Eventos Financieros Recientes²

Las operaciones de EDC durante los primeros 9 meses de 2004 estuvieron enmarcadas en medio de un ambiente de inestabilidad política, aunque en un entorno de mayor dinamismo de la actividad económica interna, impulsada por el aumento del gasto público y el descenso de las tasas de interés. Así, los ingresos de EDC durante dicho período registraron una leve disminución de 1% con relación al mismo período del año 2003, producto del rezago de los ajustes tarifarios respecto a los niveles inflacionarios, y los menores aportes de electricidad al Sistema Interconectado Nacional. Por su parte, las presiones inflacionarias, la entrada en vigencia de la nueva contratación colectiva y la eliminación de la exoneración del IVA para las compras de energía a otras empresas prestadoras del servicio eléctrico o al Sistema Interconectado Nacional, resultaron en un aumento de 5% los costos operativos, no obstante los ahorros obtenidos en el consumo de combustible, lo que resultó en un deterioro de la utilidad operativa en 19,3% mientras que el margen EBITDA se redujo ligeramente hasta 52%. Gracias a la reducción de la deuda neta promedio y la caída de las tasas de interés, los gastos financieros se redujeron en 1,9%. No obstante, el deterioro de la utilidad operativa junto a la menor ganancia monetaria derivada de la reducción de la inflación en el período, resultaron en una pérdida neta acumulada para el

¹ Es importante destacar que las ventas de energía por parte de GENEVAPCA corresponden al mercado mayorista el cual no se encuentra afecto a controles de precios por parte de las autoridades regulatorias conforme a las disposiciones de la Ley Eléctrica del año 1999.

² Cifras expresadas en bolívares constantes del 30 de septiembre de 2004.

tercer trimestre del año de 50.361 millones de bolívares, reflejando adicionalmente, el impacto de las pérdidas cambiarias producto de la devaluación del bolívar llevada a cabo en el primer trimestre del año

La reducción de los gastos de intereses no pudo compensar el descenso del EBITDA, reflejándose en la caída de la relación EBITDA a gastos por intereses hasta 4,1 veces. Por su parte, la mayor deuda financiera por efecto de los nuevos endeudamientos contratados a fin de financiar el capital de trabajo, el plan de inversiones y extender el vencimiento de pasivos exigibles a corto plazo, incrementaron la relación de deuda financiera a corto plazo y de deuda financiera total a EBITDA, siendo que al cierre de septiembre de 2004 tales relaciones se elevaron hasta 0,8 y 2,3 veces respectivamente. Cabe destacar que en fecha posterior EDC cambió el perfil de vencimiento de su deuda a través de la reestructuración de los vencimientos de los pasivos financieros previstos para el año 2004 y el primer trimestre del año 2005, incrementando la vida promedio de la deuda de 1,60 a 4,02 años, colocándose en una posición más holgada para cumplir con sus pasivos de corto plazo. Específicamente, durante el año 2004 EDC suscribió un préstamo sindicado por 200 millardos de bolívares con la banca local con un período de vencimiento de 3 años prorrogables por 2 años adicionales; asimismo, a principios del segundo semestre del año 2004, EDC suscribió un

préstamo de unos 50 millones de dólares con un plazo de vencimiento de 3 años, a lo que se le suma el refinanciamiento de deuda bancaria por 164 millones de dólares a vencer en el año 2013 y una emisión de bonos en el mes de octubre por 260 millones de dólares con un vencimiento de 10 años, todo esto además de mejorar el perfil de vencimiento de su deuda financiera y procura fondos necesarios para su programa de inversiones.

A septiembre de 2004, el aumento del efectivo e inversiones en valores, resultó en una mejora de los indicadores de liquidez, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante aumentó hasta 1,4 veces, mientras que la relación de efectivo e inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo se ubicó en 1,4 veces. La relación de pasivo a patrimonio fue 0,7 veces al cierre de septiembre de 2004, permaneciendo estable respecto al mismo período del año anterior y registrando un leve aumento con relación al cierre del AF03. Es importante destacar que durante los primeros 9MAF04, EDC realizó el pago de dividendos en efectivo por 158.872 millones de bolívares, el cual no ha afectado sensiblemente el perfil financiero de la empresa, debido al mantenimiento de niveles de liquidez adecuados y un apalancamiento razonable.

Resumen Financiero - C.A. La Electricidad de Caracas

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de septiembre 2004)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 1.920,00 1.600,00 1.600,00 1.401,25 763,00 699,75

Meses	9 Sep-04	12 Dic-03	9 Sep-03	12 Dic-02	12 Dic-01	12 Dic-00
Indicadores Financieros						
EBITDA/Gastos Financieros	4,05x	3,91x	4,21x	2,42x	4,06x	8,77x
(EBITDA-Inv en Act Fijo)/Intereses Financieros	3,25x	2,05x	-0,69x	1,84x	2,87x	3,23x
Deuda de Corto Plazo/EBITDA*	0,79x	0,46x	0,66x	1,10x	1,15x	1,05x
Deuda Financiera Total/EBITDA*	2,26x	1,70x	2,11x	3,02x	2,91x	2,71x
Pasivo/Patrimonio	0,67x	0,60x	0,66x	0,71x	0,62x	0,56x
Resultados						
Ventas Netas	882.216	1.217.645	891.426	1.074.634	1.127.617	1.161.119
% de Cambio	-1%	13%	11%	-5%	-3%	1%
EBITDA	454.876	716.891	482.749	525.127	537.492	555.842
Margen EBITDA	52%	59%	54%	49%	48%	48%
Depreciación y Amortización	277.351	370.728	262.657	329.890	320.880	352.781
EBIT	177.525	346.163	220.092	195.237	216.613	203.061
Gastos Financieros	112.395	183.194	114.546	216.786	132.250	63.374
Costo de Financiamiento Estimado	11,0%	13,1%	10,4%	13,8%	8,6%	5,3%
Pérdida Cambiaria	146.637	170.127	218.799	149.063	13.106	6.142
Ganancia Monetaria	(79.090)	(183.795)	(165.659)	(133.635)	(53.676)	(4.331)
Utilidad Neta	(50.361)	89.187	9.908	(77.447)	130.059	(167.156)
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	-2,4%	3,0%	0,5%	-2,6%	4,0%	-4,4%
Retorno sobre Activo Promedio*	-1,4%	1,8%	0,3%	-1,5%	2,5%	-3,1%
Flujo de Caja						
Actividades Operacionales	267.792	503.056	285.243	497.982	184.549	(163.545)
Actividades de Inversión	4.981	(127.303)	(51.212)	(168.728)	(202.799)	709.663
Actividades de Financiamiento	(111.411)	(282.257)	(78.752)	(389.360)	(113.743)	(617.413)
Aumento neto de efectivo y equivalentes	161.362	93.496	155.279	225.031	(173.988)	(138.499)
Balance						
Efectivo e Inversiones en Valores	671.142	520.113	521.791	422.943	197.912	371.900
Cuentas por Cobrar	262.623	285.868	304.464	741.470	827.997	599.152
Activo Total	4.701.424	4.849.108	4.947.178	4.971.265	5.041.153	5.183.004
Deuda Financiera de Corto Plazo	478.678	331.457	426.107	577.864	615.886	583.557
Cuentas y Gastos por Pagar	191.634	277.073	280.720	203.963	145.938	123.341
Deuda Financiera de Largo Plazo	890.400	884.926	933.252	1.009.579	949.367	920.644
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	1.886.365	1.819.424	1.965.877	2.055.738	1.932.268	1.860.360
Patrimonio Total	2.815.059	3.029.684	2.981.301	2.915.527	3.108.885	3.322.645
Liquidez						
Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	35%	27%	31%	36%	39%	39%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	1,40x	1,57x	1,22x	0,73x	0,32x	0,64x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,96x	1,39x	1,11x	0,66x	0,72x	0,86x
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,35x	1,25x	1,14x	1,37x	1,36x	1,36x
Riesgo Cambiario						
Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD)	-266,0	-374,0	-238,0	-232,0	-220,3	-246,0

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre del 30 de septiembre 2004)

	2004	2005	2006	2007	> 2007
Vencimientos	17.901	419.438	224.742	190.370	440.958

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