

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 suple 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.

▪ Estrategia

A partir de la entrada de AES como accionista mayoritario de la empresa, se registraron profundos cambios en la estructura operativa de EDC y su empresa hermana la CEDC. En adición a los cambios registrados en las áreas operativas y de gestión comercial, los nuevos accionistas acometieron una serie de medidas para mejorar el perfil financiero de la empresa entre los cuales destacan: a) reducción de casi 50% del personal en el AF00; b) reducción de activos no medulares siendo que a la fecha se han vendido las filiales manejadas por el Grupo EDC en Colombia y el Salvador y la partición estratégica en la Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela (CANTV); y c) la aplicación de un programa de recompra de acciones por más de 300 millones de dólares en el año 2000.

Más recientemente y como respuesta de la creciente inestabilidad económica y política en Venezuela, la empresa inició en el año 2002 la aplicación de una serie de medidas para salvaguardar su perfil financiero y mitigar los efectos negativos de la devaluación sobre el valor de sus compromisos. Dentro de tales medidas destacan: a) Un agresivo plan de reducción de costos de operación que no sólo incluyó una reducción de la plantilla laboral, sino también un manejo más eficiente de los recursos de la empresa; b) Recuperación de cuentas por cobrar (principalmente a entidades oficiales) la cual ha resultado en cobros por unos 19 millardos de bolívares desde el año 2003 (de un programa total de 40 millardos de bolívares) y regularización de las cuentas por cobrar comerciales; c) Incremento de las ventas al sistema interconectado nacional tanto para cubrir parte de la caída en la generación

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.

hidroeléctrica a nivel nacional, como también para apuntalar su flujo de caja; d) La negociación del pliego tarifario junto con los reguladores para llevarlo a niveles cónsonos con la realidad económica del país; e) La negociación de los precios del gas natural con el Ejecutivo Nacional y PDVSA; y e) Un agresivo programa de reducción de pérdidas no técnicas, las cuales habían experimentado un significativo aumento a partir de la catástrofe ocurrida en el Estado Vargas en diciembre de 1999. La empresa ha mantenido una posición proactiva con sus acreedores financieros con la intención de mejorar el perfil de vencimiento de su deuda y así liberar las cargas de la porción a corto plazo de la misma, todo esto junto a la contratación de diversos instrumentos de cobertura cambiaría desde el año 2001 que le han permitido compensar parcialmente el efecto negativo de la devaluación sobre su posición pasiva neta en moneda extranjera. Así, 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 por 260 millones de dólares con un vencimiento de 10 años, todo esto con la intención de mejorar el perfil de vencimiento de su deuda financiera y procurar los fondos necesarios para su programa de inversiones. Por su parte, ya la empresa ha concluido el proceso de registro de su deuda externa ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), siendo que a la fecha la empresa ha recibido más de 179 millones de dólares para cubrir sus necesidades de moneda extranjera (ver *Aspectos Regulatorios*).

▪ Operaciones

Los servicios provistos por EDC se ofrecen a través de sus empresas filiales. Las empresas que consolidan con EDC al 31 de diciembre de 2003 estaban conformadas por C.A. Luz Eléctrica de Venezuela, C.A. Luz Eléctrica del Yaracuy, C.A. La Electricidad de Guarenas y Guatire, C.A., Luz Eléctrica de Nueva Esparta, Enerzul, C.A., Generación de Capor Genevapca, C.A., Administradora Serdeco, C.A. y filiales, Telemática EDC, C.A. y las filiales, Inmobiliarias EDC, C.A. y filiales, Energía y Servicios Industriales Enerxis, C.A. y filial, AES Network Communications S.C.S. y AES Global Energy and Telecom. Solutions, C.A. Actualmente EDC opera como una empresa eléctrica verticalmente integrada a través de diferentes unidades de negocio.

Generación

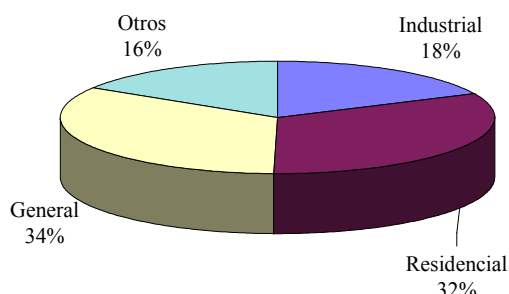
EDC es la empresa privada con la mayor generación de energía en el sistema eléctrico venezolano, representando aproximadamente un 15% del total generado en el país. EDC posee una capacidad instalada de 2.616 MW a través de 19 unidades de generación térmicas distribuidas en 4

plantas y 3 instalaciones hidroeléctricas. El gas necesario para las unidades es provisto por PDVSA Gas bajo contratos anuales en donde se fija el precio de este combustible en términos de dólares al principio de cada año. Por su parte, las necesidades de generación de la empresa también pueden satisfacerse a través de la compra de energía a EDELCA (principal empresa pública generadora de energía), a través de diferentes tipos de contratos que dependen de la característica de la energía demandada. Actualmente EDC se encuentra en un proceso de renovación de una porción de su parque de plantas de generación, siendo que se estima que durante los años 2003 y 2004 sean reemplazadas 3 de las 19 unidades en funcionamiento. Es importante destacar que el proceso de fusión con la CEDC resultó en un incremento de la capacidad de generación de EDC de casi 300 GW, principalmente por la incorporación de los activos de generación de GENEVAPCA, empresa dedicada a suplir las necesidades eléctricas del Centro de Refinación de Paraguaná en el estado Falcón, ventas que quedan enmarcadas dentro del mercado mayorista y que por ende no son objeto de control en sus precios por parte del ente regulador.

Transmisión y Distribución

Las operaciones de transmisión y distribución de EDC son negocios relativamente estables y de bajo riesgo. Las empresas de distribución eléctrica operan esencialmente como monopolios naturales dentro de sus respectivas áreas de servicio, con lo cual las barreras a la entrada de nuevos participantes se ven prácticamente eliminadas. EDC sirve a poco más de 1.000.000 clientes con un consumo anual promedio de aproximadamente 10.000 GWh. Debido a las características de la demanda de electricidad, la misma se destaca por mantener un comportamiento relativamente estable en el tiempo, siendo que la mayor atomización de las ventas de electricidad favorece una menor volatilidad frente a cambios en el nivel de actividad económica. Debido a la adecuada distribución de las ventas de EDC por tipo de cliente, la demanda de la empresa ha mantenido un moderado crecimiento expansivo en los últimos años, todo esto en medio de la extrema volatilidad de la economía venezolana. Como se puede observar en el Gráfico N°1, para el año 2003 las ventas al sector residencial y comercial representaban el 66% de las ventas totales de EDC mientras que las ventas al sector industrial solo representaban un 18%, siendo que el restante 16% estaba distribuido en las ventas hechas al sector público y al sistema interconectado nacional.

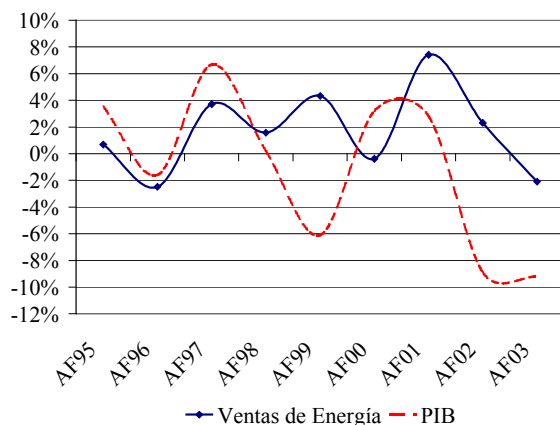
Gráfico N°1: Distribución de las Ventas por Tipo de Clientes Año 2003



Es importante destacar que como consecuencia de la menor oferta de energía hidroeléctrica en Venezuela desde el año 2000 resultado de la larga sequía que se ha presentado, EDC decidió reducir las compras de energía al Sistema Interconectado y a su vez iniciar un proceso de ventas de energía auto generada, siendo que para el año 2003 llegaron a representar poco más del 8% del total de ventas. Durante el mes de septiembre de 2003, la empresa cerró un contrato de suministro con la C.A. Nacional de Desarrollo y Fomento Eléctrico (CADAFE) en el cual EDC proporcionó energía a CADAFE equivalente a un millón de MWH durante el último trimestre del año 2003, con la intención de mitigar el efecto de la sequía que afectó a la región sur del país producto de una menor capacidad de generación hidroeléctrica a nivel nacional.

Así, la adecuada diversificación de las ventas de la empresa le ha permitido mantener una tasa promedio de crecimiento anual del 2% en los últimos 9 años, siendo que tan sólo durante el AF96 y el AF03 se evidenció una reducción en las ventas de energía como consecuencia de la drástica caída del nivel de actividad económica durante dichos años (ver Gráfico N°2).

Gráfico N°2: Evolución de las Ventas de EDC y el PIB



La red de distribución de EDC esta comprendida por 4.874 Km. de líneas áreas y 3.520 de líneas subterráneas. La alta proporción de líneas subterráneas han presionado su presupuesto de inversión y costos fijos, pero han resultado en un mayor nivel de confiabilidad del servicio, reflejado en menores interrupciones comparado con otras empresas eléctricas en Venezuela. Por su parte, EDC ha mantenido una estricta política de control de las pérdidas que se generan a lo largo del sistema de transmisión y distribución, a través de un agresivo programa de inversión y mantenimiento, y también gracias al control de las pérdidas derivadas del robo de energía (pérdidas no técnicas). Si bien al cierre del año 2003 las pérdidas totales de energía alcanzaron 16,4%, dicho nivel se encuentra afectado parcialmente por los efectos de la catástrofe ocurrida en el Estado Vargas a finales del año 1999, que afectó severamente las instalaciones eléctricas y otros servicios públicos en el área, ya que antes de la ocurrencia de dicho evento tales pérdidas alcanzaban tan sólo un 12%. Es importante destacar que el nivel de pérdidas no técnicas también se encuentra parcialmente afectado por el incremento en el nivel de inseguridad dentro del Area Metropolitana de Caracas, la cual impide una labor de control eficiente en algunas zonas de la misma por parte del personal de EDC.

Otras Unidades de Negocio

La integración de los negocios de CEDC durante el ultimo trimestre del AF03 significó la inclusión de algunas unidades de negocio no estrictamente relacionadas con el negocio eléctrico, junto con la incorporación de GENEVAPCA la cual se puede incluir dentro de las actividades de generación de EDC. Así, EDC comenzó el manejo de algunos negocios en el área de telecomunicaciones a través dos filiales (Comunicaciones Móviles EDC y AES Network Communications) las cuales están concentradas en proveer servicios de telefonía inalámbrica, trunking, señales de voz, internet y datos dentro del mercado corporativo, principalmente dentro del Área Metropolitana de Caracas y las principales ciudades del norte de Venezuela (desde Barquisimeto hasta Puerto La Cruz). Ambas filiales aportaron ingresos cercanos a los 6.000 millones de bolívares durante el AF03. Por su parte, también se integraron las actividades realizadas por Administradora Serdeco, C.A., una empresa dedicada a la administración de la cobranza de las facturas de EDC y algunos servicios públicos dentro del Área Metropolitana de Caracas, siendo que aportó ingresos aproximados de 19.000 millones de bolívares. Adicionalmente, EDC maneja una pequeña empresa dedicada al asesoramiento de clientes industriales y comerciales en aspectos relacionados al uso eficiente de su consumo eléctrico a través del uso de tecnología de punta para tales efectos, siendo que a la fecha dicha filial (Smart Power) maneja una cartera cercana a los 10 clientes.

Es importante destacar, que la incursión de EDC dentro de estos nuevos mercados no representa mayores retos para la empresa, ya que los mismos ya eran desarrollados y controlados siguiendo los mismos estándares operativos de

EDC y el personal encargado de su manejo fue incorporado dentro de EDC.

▪ Aspectos Regulatorios

Debido a su condición de monopolio, EDC está sujeta a un régimen regulatorio que incluye fijación de precios y de cobertura del servicio por parte del Estado. Al igual que el resto del sistema eléctrico nacional, las tarifas cobradas por EDC a sus clientes son fijadas por las autoridades, con lo cual la empresa no puede trasladar libremente los incrementos en sus costos a los usuarios. El actual pliego tarifario en vigencia desde el año 1999 por un período de 4 años (parcialmente modificado a principios del año 2000), incorpora los efectos de cambios en los precios del combustible y de las principales variables macroeconómicas. El pliego también incluye un ajuste semestral en caso que las variables macroeconómicas proyectadas difieran de las observadas en el semestre precedente.

En septiembre de 1999 la actual administración aprobó la primera Ley del Servicio Eléctrico en Venezuela (Ley Orgánica del Servicio Eléctrico desde su modificación durante el año 2001), la cual tiene como objetivos la promoción de la eficiencia, estabilidad y transparencia del sector, así como también proveer de un marco legal para la apertura del mercado eléctrico venezolano. Así, la nueva Ley abre a la competencia las actividades de generación las cuales serán reguladas bajo figuras de concesiones, siendo que las tarifas y contratos en esta área de negocio serán fijados por la oferta y la demanda. Adicionalmente, clientes de gran tamaño (con un consumo mayor a 5 MW) podrán libremente adquirir energía eléctrica tanto a empresas de generación como a empresas de comercialización, en medio de un ambiente de precios libres. Estas junto con otras medidas permitirán que se desarrolle la competencia en el mediano plazo dentro del sector eléctrico, para lo cual EDC ya ha tomado algunas decisiones con el objeto de aprovechar su experticia en el negocio y lograr una posición de liderazgo en las áreas no reguladas del sector.

A pesar de lo estipulado en la Ley Orgánica del Servicio Eléctrico, diversos retrasos en el proceso de aprobación de los diferentes reglamentos que regularán aspectos específicos de dicha Ley, han impedido su completa implementación y por ende ha retrasado el proceso de creación de los entes reguladores y la renovación del pliego tarifario. A la fecha de elaboración del presente reporte aún no se dispone de una fecha en la cual podría culminarse dicho proceso. 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%, el cual refleja el aumento experimentado en los precios de los combustibles; siendo que aun quedan incertidumbres sobre la aplicación a tiempo y proporcional del ajuste anual de tarifas durante el presente año.

Durante los primeros meses del año 2003 el Ejecutivo Nacional anunció la aplicación de una serie de medidas económicas entre las cuales destacó un control de precios para una larga lista de bienes y servicios comercializados en el país, todo esto como una estrategia para disminuir las presiones inflacionarias. Si bien, los precios de EDC han estado regulados a lo largo de la historia, la suspensión generalizada de los aumentos en el precio de la energía eléctrica anunciada durante el mes de mayo de 2003 por parte del Ministerio de Industria y Comercio (MPC), refleja la incertidumbre presente sobre el desempeño de los mismos. Es importante destacar que en Septiembre de 2003 el Ministerio de Energía y Minas (ente regulador del sector) autorizó a EDC un ajuste de 5% en promedio para las tarifas cobradas por la empresa, de acuerdo al ajuste semestral de tarifas previstas, aunque dicho aumento no necesariamente fue extendido a todas las empresas del sistema.

En agosto del año 2004 fueron promulgadas las Normas de Calidad del Servicio de Distribución de Electricidad cuyo objeto es establecer los lineamientos de calidad de servicio que deberán cumplir las empresas que desarrollen la actividad de distribución de electricidad a fin de garantizar a los usuarios un servicio acorde con sus necesidades y a un costo razonable. En líneas generales la calidad de servicio de distribución de electricidad será evaluada en función de: a) los niveles de tensión del fluido eléctrico y la forma de onda de dicha tensión; b) frecuencia y duración de las interrupciones del fluido eléctrico; y c) lapso para la atención de los requerimientos y reclamos de los usuarios. Esta normativa implicará inversiones adicionales para adecuar a la empresa a las exigencias establecidas en la misma, sin embargo, las disposiciones transitorias prorrogan por un año el cumplimiento de las etapas de aplicación previstas en la normativa, permitiendo a EDC diferir temporalmente las inversiones adicionales relacionadas con esta reglamentación.

A su vez, y por segunda vez en un período de 10 años, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambios (febrero de 2003), limitando así las operaciones de divisas en este mercado. Tal medida que no sólo limita el libre acceso a la moneda extranjera sino que también exige la venta de los ingresos generados por la actividad de exportación al Banco Central de Venezuela e imponen numerosas barreras al libre desenvolvimiento de la empresa privada en Venezuela, siendo que tal medida podría producir algunos de los siguientes efectos sobre las empresas: a) Inconvenientes en el manejo de las compras de materia prima o productos en el exterior; b) Posibles retrasos en la cancelación de la deuda financiera o comercial denominada en moneda extranjera; c) Imposibilidad de continuar manejando contratos denominados en moneda extranjera con clientes a nivel nacional; y d) Limitaciones para la repatriación de dividendos a accionistas ubicados en el extranjero.

En el caso de EDC la mayoría de sus costos de producción se encuentran denominados en moneda local, con lo cual las restricciones del control de cambio no afectarían

sensiblemente el nivel de actividad de la empresa. Sin embargo, debido a que una porción significativa de su deuda financiera (58%) se encuentra denominada en moneda extranjera, la imposición del control de cambio podría ser una barrera para la cancelación a tiempo y completa de las mismas. Para ello la empresa ha concluido el proceso de registro de su deuda externa ante el ente encargado de administrar el sistema de control de cambios (CADIVI), siendo que a la fecha la empresa ha recibido más de 179 millones de dólares para cubrir parte de sus necesidades de moneda extranjera, manteniendo a su vez, una posición proactiva con las instituciones financieras para el refinanciamiento de sus acreencias y utilizando parte de sus existencias en moneda extranjera en los casos que haya sido requerido el pago oportuno de sus compromisos. Vale destacar que los retrasos observados en el proceso de asignación y aprobación de divisas hacen incierta la obtención oportuna de las divisas requeridas por parte de las empresas venezolanas, pudiendo derivar en un deterioro del perfil crediticio de las mismas a nivel internacional.

Es importante destacar que durante los primeros meses del AF04 el Ejecutivo Nacional decidió incrementar el valor fijado de la moneda norteamericana hasta 1.920 bolívares por dólar (20%), siendo que se mantiene la restricción de la libre convertibilidad de la moneda. Esta nueva devaluación presionará nuevamente los resultados financieros de EDC, habida cuenta la empresa mantiene una posición pasiva neta en moneda extranjera, aunque dicho impacto será parcialmente mitigado gracias a la existencia de algunos instrumentos de cobertura en moneda extranjera y los esfuerzos de la gerencia por mantener su margen operativo a través de un efectivo control de costos y la activa negociación del pliego tarifario con las autoridades competentes.

▪ **Desempeño Financiero²**

Para el AF03, finalizado el 31 de diciembre de 2003, los ingresos totales registraron un aumento de 13,3% con respecto al año anterior (+2% si se normaliza con las ventas de CEDC durante el AF02), producto de la incorporación de las ventas de CEDC y el ajuste de las tarifas eléctricas, ya que las ventas de energía propias de EDC se redujeron en 2% como consecuencia de la drástica disminución del nivel de actividad económica durante el primer mes del año 2003. El plan de control de gastos seguido por la gerencia permitió una reducción de casi 1% en los costos de operación (-9% normalizados) a pesar de las presiones inflacionarias internas, el aumento de la devaluación y la mayor generación de energía, lo que junto al aumento de los ingresos permitió un aumento de 77% en la utilidad operativa (+45% normalizados), mientras que la relación

de utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) se elevó hasta 716.891 millones de bolívares, el nivel más alto en los últimos cinco años. La disminución de las tasas de interés, la menor devaluación y la reducción de la deuda financiera neta resultaron en una disminución de 27% en el costo integral de financiamiento. Así, el aumento de la utilidad operativa junto con el menor costo integral de financiamiento resultaron en un utilidad neta de 89.187 millones de bolívares, la que contrasta positivamente con el resultado del año anterior.

Al cierre de 2003 los indicadores de liquidez registraron una nueva mejora producto de la menor deuda financiera de corto plazo, siendo que la relación activo circulante sobre pasivo circulante se ubicó en 1,3 veces al tiempo que la relación de efectivo e inversiones en valores a deuda de corto plazo se elevó hasta 1,6 veces. Es importante destacar que gracias a la fusión con CEDC, se redujo a su mínima expresión el peso que tenían las cuentas por cobrar a relacionadas dentro del activo circulante de EDC, el cual llegó a representar cerca del 45% de los activos corrientes al cierre del AF01, siendo que para diciembre de 2003 tan solo representaban el 1%, lo que potencia la calidad de los indicadores de liquidez de la empresa.

Gracias al mejoramiento del EBITDA y la reducción de la deuda financiera, las relaciones de cobertura de deuda e intereses registraron una mejora sustancial. Así, para el cierre de diciembre de 2003 la relación de EBITDA a deuda de corto plazo y de EBITDA a deuda total se ubicaron en 2,2 y 0,6 veces respectivamente. Por su parte, la relación de EBITDA a gastos financieros se elevó hasta 3,9 veces, mientras que durante el AF02 se ubicó en 2,4 veces.

También para el cierre del AF03 la reducción del pasivo y el aumento del patrimonio producto de las utilidades del ejercicio, resultaron en una ligera reducción de la relación de pasivo a patrimonio hasta 0,6 veces. Al cierre del AF03 EDC registró una posición pasiva neta en moneda extranjera superior equivalente a 370 millones de dólares, principalmente por efecto del peso de la deuda financiera denominada en moneda extranjera (ver *Aspectos Regulatorios*).

▪ **Eventos Financieros Recientes**

Las operaciones de EDC durante los primeros 9MAF04 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

² Cifras expresadas en bolívares constantes del 30 de septiembre de 2004. Estos resultados no son estrictamente comparables con aquellas presentadas durante el AF02, debido a la incorporación de las filiales manejadas por CEDC al cierre del AF03.

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 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 (ver *Estrategia*), 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.

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

Características de la Emisión

Emisor:	C.A. La Electricidad de Caracas
Identificación de la Emisión:	PC-2004 A
Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Monto:	Hasta Bs. 150.000,00 MM
Rendimiento:	Fijado al momento de la emisión
Plazo:	Entre 15 y 360 días
Riesgo:	A2
Categoría A	Corresponde a aquellos instrumentos con una muy 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. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
Subcategoría A2	Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión. Su capacidad de pago, tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Papeles Comerciales, se destinarán para cubrir déficits transitorios de Tesorería sin utilizar los cupos de créditos bancarios y/o refinanciar créditos bancarios existentes.
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 27 de febrero de 2004.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 1994-2003 y 2003 y 9 meses del año fiscal 2004.2. Cámara Venezolana de la Industria Eléctrica.3. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.4. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de C.A La Electricidad de Caracas publicado en Diciembre de 2004.

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.”

www.fitchvenezuela.com