

Corporativo/Venezuela Análisis de Riesgo

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

Ratings

Calificación Emisor	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-1+(ven)	F-1(ven)	Nov-05
Largo Plazo	AA+(ven)	AA-(ven)	Nov-05

NC – No calificado anteriormente.

Calificación Emisiones	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
PC-2004-C*	A1	A2	Nov-05
OQ-2003-II	A2	A3	Dic-04
PC-2006*	A1	NC	Abr-06
PC-2006-A*	A1	NC	Abr-06

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 conservadores de liquidez y cobertura

Debilidades y Amenazas

- Discrecionalidad por parte del gobierno en la fijación de las tarifas
- Volatilidad del entorno operativo en Venezuela

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 (SIN), especialmente cuando la oferta de energía hidroeléctrica se reduce tal como ocurrió en 2003 y 2004. 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.

Las ventas de EDC se encuentran altamente atomizadas dada la significativa participación del sector residencial en las mismas, todo lo cual resulta en una cierta estabilidad de los ingresos de la empresa a pesar de la variabilidad del nivel de ingreso de la población y la actividad económica. Al igual que el resto del sistema eléctrico nacional, las tarifas aplicadas por EDC están reguladas. Durante el año 2004 y 2005 la empresa recibió aumentos de tarifas asociados al aumento de precio de los combustibles del 4,5% y 5% respectivamente, destacando que el ajuste más reciente de las tarifas por efecto de la inflación y devaluación de la moneda fue autorizado en el 2003, lo cual refleja la incertidumbre que existe sobre la aplicación de futuros incrementos de tarifas. Vale destacar que, durante el año 1999 se aprobó la primera Ley Orgánica del Servicio Eléctrico (modificada en el año 2001), la cual originó un marco legal adecuado para el sector y dió 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, el ejecutivo nacional ha planteado la modificación de esta normativa por no ser cónsona con algunos aspectos estructurales de la generación eléctrica en Venezuela, siendo que dicha modificación aún no posee un cronograma preciso de aprobación por parte de la Asamblea Nacional lo cual también ha retrasado el proceso de renovación del pliego tarifario aprobado en 2002.

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, la EDC llevó a cabo un agresivo programa de reducción de pasivos que junto al manejo eficiente del costo integral de financiamiento, ha compensado la reducción del margen EBITDA, reflejándose en mejores indicadores de rentabilidad. Por su parte, la mejora del perfil de vencimientos de la deuda financiera ha determinado el aumento de los índices de liquidez, los cuales se ubican en valores superiores al promedio de otras empresas calificadas en Venezuela, junto con niveles de apalancamiento conservadores.

Abril 2006

“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

▪ Perfil

EDC con 110 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 Guaicaipuro, 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 una 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 permitió aumentar el flujo de caja disponible de EDC¹, sino que también significa 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.

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.

Igualmente, a fin de dar cumplimiento a lo establecido en 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 hizo 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 129 plantas eléctricas con más de 45.000 MW de capacidad en 26 países. Al cierre de diciembre de 2005 AES manejaba activos por más de 29.000 millones de dólares y un patrimonio de 1.737 millones de dólares. En junio de 2005, Fitch Ratings mejoró la calificación de riesgo de las obligaciones de largo plazo de la empresa a la subcategoría "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 quien fuera 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 las cuales destacan, la reducción significativa del personal y la reducción de activos no medulares (las filiales que manejaba en Colombia y el Salvador, así como la participación estratégica en la Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela (CANTV)).

Más recientemente y como respuesta de la creciente inestabilidad económica y política en Venezuela, la empresa ha mantenido desde el año 2004 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 a través de la regularización de las facturas comerciales y por la compensación de cuentas por cobrar oficiales con cuentas por pagar a PDVSA y c) 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.

Dentro de esta estrategia, 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 casi la totalidad de los dólares necesarios para cubrir sus necesidades de moneda extranjera (ver *Aspectos Regulatorios*).

Durante el año 2005, la estrategia financiera de EDC estuvo fundamentada en la culminación del proceso de incremento de la vida promedio de la deuda, iniciado en el segundo trimestre del año 2004. Igualmente, se prevé una reducción de la exposición cambiaria a través de la obtención de préstamos en moneda local incluyendo deuda a largo plazo destinada a financiar nuevos proyectos; así como la reducción del riesgo de convertibilidad a través de la posible contratación de préstamos con organismos multilaterales y bilaterales a ser cancelada en moneda nacional. Asimismo, esta estrategia será complementada por programas de racionalización de costos siempre orientados a la preservación del margen operativo.

Operaciones

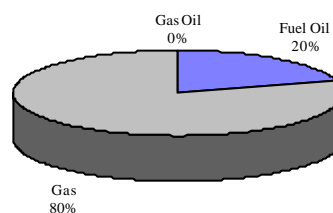
Los servicios provistos por EDC se ofrecen a través de sus empresas filiales. Las empresas que consolidan con EDC al 31 de diciembre de 2005 estaban conformadas por C.A. Luz Eléctrica del Yaracuy (CALEY) y Filial; C.A. Luz Eléctrica de Nueva Esparta (CALENE); Generación de Vapor Genevapca, C.A. (GENEVAPCA); Energía y Servicios Industriales Enerxis, C.A. (ENERXIS) y Filial; Títulos Venezolanos, C.A. (TIVENCA); Administradora Serdeco, C.A.; AES Network Communications S.C.S.; AES Global Energy and Telecom Solutions, C.A. (GETS); AES Network Solutions, C.A.; AES Soluciones Tecnológicas, C.A.; Electricidad de Caracas Finance B.V. y Filial (EDC Finance B.V.) y Phoenix Internacional, C.A. Actualmente EDC opera como una empresa eléctrica verticalmente integrada a través de diferentes unidades de negocio. En diciembre de 2004, con el fin de dar cumplimiento a lo establecido en la Ley Orgánica de Servicio Eléctrico, se hizo efectiva la fusión de las empresas C.A. Luz Eléctrica

de Venezuela (CALEV) y C.A. Electricidad de Guarenas y Guatire (ELEGGUA), con la EDC.

Generación

EDC es la empresa privada con la mayor generación de energía en el sistema eléctrico venezolano, representando aproximadamente un 10% del total generado en el país durante el año 2005. EDC posee una capacidad instalada de 2.616 MW a través de 19 unidades de generación térmicas distribuidas en 5 plantas, las cuales utilizan principalmente el gas como combustible. El gas necesario para las unidades es provisto por PDVSA bajo contratos anuales, siendo que el precio se establece a través de un mecanismo de ajuste anual automático previsto en una normativa emitida en el primer trimestre del año 2004.

Gráfico N°1: Distribución de la Generación por Tipo de Combustible Año 2005



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.

Debe destacarse que, en febrero de 2006 se estableció la reducción del precio del gas metano en aproximadamente 18% con relación al vigente en el año pasado, lo cual implica la reversión del ajuste tarifario por aumento del combustible (CACE) realizado a inicios del año pero a su vez, la empresa se ve compensada por precios favorables de compra de energía.

EDC invirtió recientemente en dos turbinas de gas, a ser instaladas en el área de servicios de la Gran Caracas en la planta que recibirá el nombre de La Raisa, la cual contará con una capacidad de generación de unos 200 MW, a fin de brindar mayor confiabilidad en el suministro eléctrico a la Gran Caracas y aumentará la capacidad de exportación de energía al SIN, en caso de ser necesario. La EDC estima que esta planta entre en operación para principio del año 2008.

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

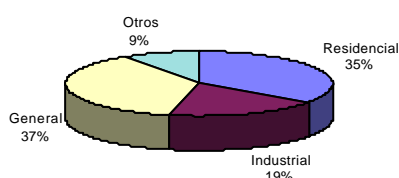
incorporación de los activos de generación de GENEVAPCA, empresa dedicada a suplir las necesidades eléctricas del Centro de Refinación de Paraguaná en el estado Falcón; ventas que quedan enmarcadas dentro del mercado mayorista y que por ende no son objeto de control en precios por parte del ente regulador. De acuerdo a información suministrada por la OPSIS (Oficina de Operación de Sistemas Interconectados), GENEVAPCA vendió 640 GWh al sistema interconectado durante el año 2005.

Transmisión y Distribución

Las operaciones de transmisión y distribución de EDC son negocios relativamente estables. 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 cerca de un millón de clientes con un consumo anual promedio de poco más de 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 gran atomización de las ventas de electricidad favorece a una menor sensibilidad ante 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 moderadas variaciones en los últimos años, todo esto en medio de la elevada volatilidad de la economía venezolana. Como se puede observar en el Gráfico N°2, para el año 2005 las ventas al sector residencial y general (comercial) representaban el 72% de las ventas totales de EDC mientras que las ventas al sector industrial solo representaban un 19%, siendo que el restante 9% estaba distribuido en las ventas hechas al sector público y al SIN.

Vale destacar que la recuperación de la cota del Embalse de Guri (generación hidroeléctrica) aunado y la política de EDC de ahorro de combustibles fósiles, la empresa realizó reducidas ventas al SIN, comprando incluso 2.744 GWh al sistema dentro del esquema de energía de sustitución y reduciendo los costos indirectos por el uso de las unidades de generación.

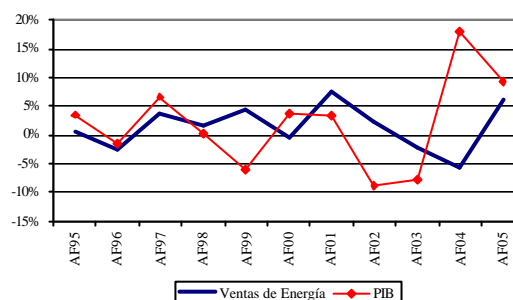
Gráfico N°2: Distribución de Ventas por Tipo de Cliente (2005)



La adecuada diversificación de las ventas de la empresa le ha permitido mantener una tasa promedio de crecimiento

anual del 1% en los últimos 10 años, siendo que tan sólo durante el 1996, el 2003 y 2004 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°3). Debe destacarse, que la evolución de las ventas de energía de EDC durante los años 2003 y 2004 se vio afectada por la menor capacidad de generación hidroeléctrica del país por efecto de la reducción de los niveles de pluviosidad. De esta forma, EDC durante el año 2003 efectuó aportes netos por 706 GWh al SIN. Vale destacar que el descenso en las ventas de energía registrado en 2004 a pesar del crecimiento de la actividad económica se explica por el hecho que para ese año la oferta hidroeléctrica aumentó considerablemente lo que llevó a la empresa a adquirir energía del SIN siendo que el efecto neto fue compras de energía por 1.571 GWh.

Gráfico N°3: Evolución de las Ventas de EDC



En cuanto a la red de distribución de EDC, la misma está comprendida por unos 5.817 Km. de líneas aéreas y 2.566 de líneas subterráneas. Si bien la alta proporción de líneas subterráneas han presionado el presupuesto de inversión y costos fijos de la empresa, estas 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 promovido nuevas iniciativas para el 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 a programas de educación, acercamiento y sensibilización con las comunidades de menor poder adquisitivo para reducir las pérdidas derivadas del robo de energía (pérdidas no técnicas). Para el cierre del año 2005, las pérdidas totales de energía alcanzaron 17,7%, 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. Aún cuando la empresa ha realizado esfuerzos a fin de reducir las pérdidas de energía, es importante destacar que éstas se encuentran en parte también afectadas por el incremento en el nivel de inseguridad y de la economía informal dentro del Área Metropolitana de Caracas, la cual impide una labor de control eficiente en algunas zonas de la misma por parte del personal de EDC.

Negocios No Regulados

La integración de los negocios de CEDC durante el último 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). 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 esta empresa aportó ingresos aproximados de 23.000 millones de bolívares.

■ 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 años 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 se aprobó la primera Ley del Servicio Eléctrico en Venezuela (Ley Orgánica del Servicio Eléctrico LOSE 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, dicha 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 particularmente en las áreas no reguladas del sector.

Por otro lado, la LOSE delegó al Ministerio de Energía y Minas (actualmente Ministerio de Energía y Petróleo) el diseño de la normativa necesaria para el funcionamiento del mercado mayorista de energía eléctrica en Venezuela y la constitución de la Comisión Nacional de Energía Eléctrica (CNEE) y del Centro Nacional de Gestión del Sistema Eléctrico (CNGSE) en el plazo máximo de un año a partir de la promulgación de dicha ley. No obstante, en actualidad aún no se han creado los referidos organismos, destacando que la LOSE prevé que en el caso de que aún no se hayan constituido los referidos entes, la Fundación para el Desarrollo del Servicio Eléctrico (FUNDELEC, organismo adscrito al Ministerio de Energía y Petróleo) llevará a cabo las funciones de la CNEE hasta su creación; asimismo, establece que las funciones del CNGSE sean ejecutadas por la OPSIS, hasta la constitución de la primera.

Con relación al MME y a las funciones del CNEE y el CNGSE, el gobierno ha planteado la modificación del marco regulatorio, afirmando que un mercado mayorista debe funcionar sobre la base de suficientes agentes, de esta forma, considerando que el 87% de la capacidad de generación está en manos del estado, no es posible crear competencia en este mercado. Por consiguiente, al modificarse el funcionamiento del MME, también deben reformarse las funciones del CNGSE y del CNEE, destacando que en este último caso, esta comisión no establecería el esquema y los principios de fijación de los precios en el mercado mayorista. Las reformas planteadas por el ejecutivo nacional aún no tienen una agenda definitiva de realización por parte de la Asamblea Nacional.

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 15%, el cual refleja el aumento experimentado en los precios de los combustibles, siendo que aún quedan incertidumbres sobre la aplicación a tiempo y proporcional del ajuste de tarifas.

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.

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.

También relacionado con regulaciones del mercado, por segunda vez en un período de 10 años, el Ejecutivo Nacional decretó la aplicación de un control de cambio (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 operación 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 (81% a diciembre de 2005) 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 prácticamente la totalidad de los dólares para cubrir 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 aún cuando las autorizaciones de divisas actualmente se están

realizando con una elevada fluidez, eventuales retrasos en el proceso de asignación y aprobación de divisas harían 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 en febrero de 2004 el Ejecutivo Nacional ha efectuado incrementos en el valor fijado de la moneda norteamericana hasta 1.920 bolívares por dólar (20%). Asimismo, el 2 de marzo de 2005, se realizó el ajuste del tipo de cambio oficial a 2.150 bolívares, que representa una variación del 12%. Estos incrementos del tipo de cambio afectan adversamente 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 (canceladas en marzo de 2005) y los esfuerzos de la gerencia por mantener su margen operativo a través de un efectivo control de costos y la activa negociación con las autoridades competentes a fin de obtener condiciones más favorables para la compra de combustibles o de energía al sistema interconectado nacional.

■ Desempeño Financiero²

Para el AF05, finalizado el 31 de diciembre de 2005, los ingresos totales registraron un descenso de 4,9% con respecto al año anterior, producto del rezago de los aumentos tarifarios con relación a la inflación puntual del año, compensando el aumento de la demanda de electricidad dentro del área servida, la cual registró una variación de 6% con relación al año 2004, reflejo del crecimiento de la actividad económica. Los costos de operación (sin depreciación) registraron un aumento de 2% a pesar de los mayores costos de combustible, así como de mano de obra producto del aumento salarial acordado en el contrato colectivo firmado en el año 2003, gracias a la optimización del uso del combustible y del parque generador (por efecto de las mayores compras de energía a EDELCA), así como de las eficiencias alcanzadas tras la fusión de EDC con ELEGUA. Como consecuencia, la utilidad operativa una vez descontada la depreciación (EBITDA) se redujo hasta 679.009 millones de bolívares, significando la reducción del margen EBITDA a 49,7%, nivel inferior al promedio observado en los últimos cinco años (51,5%)

Vale destacar que recientemente la empresa se ha enfocado en el eficiente manejo del costo integral de financiamiento para compensar el impacto del rezago tarifario en el margen EBITDA. Así, durante el ejercicio 2005 se registró una disminución de 37% de los gastos por intereses por las

² Cifras expresadas en bolívares constantes del 31 de diciembre de 2005. 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.

menores tasas de interés y la importante reducción de deuda financiera, así como, una ganancia cambiaria pese a la posición pasiva en moneda extranjera, debido al impacto favorable de los instrumentos de cobertura vencidos en marzo del año 2005. Lo anterior produjo la reducción en 93% del costo integral de financiamiento con relación al año 2004, determinando una utilidad neta de 168.184 millones de bolívares, reflejándose en los más altos indicadores de rentabilidad del activo y del patrimonio de los últimos 5 años.

Los indicadores de liquidez registraron una mejora durante el año 2005 producto de la colocación de bonos por 260 millones de dólares a 10 años realizada a finales del año 2004, destinada a la cancelación anticipada de pasivos financieros a corto plazo, siendo que este proceso culminó en el primer trimestre del año 2005. De esta forma, la relación de efectivo e inversiones en valores a deuda de corto plazo se elevó hasta 2,3 veces.

La relación de cobertura de intereses se vio favorecida por la reducción tanto de las tasas de interés locales como de la deuda financiera, siendo que para el año fiscal 2005 se elevó hasta 5,7 veces, con relación a 4 veces en el AF04. Por su parte, la relación de deuda total ajustada a EBITDA

se vio también favorecida por el agresivo programa de reducción de deuda financiera efectuado durante los años 2004 y 2005, ubicándose en 1,3 para el cierre del año 2005, nivel considerado conservador.

La disminución de pasivos financieros llevada a cabo en el año 2005, compensó la leve reducción de la base patrimonial producto del pago de dividendos en efectivo por 237.950 millones de bolívares, resultando en una relación de pasivo a patrimonio de 0,4 veces. Asimismo, al cierre del AF05 EDC registró un aumento de su posición pasiva neta en moneda extranjera, respecto al cierre del ejercicio anterior, alcanzando una suma equivalente a 255 millones de dólares, la cual refleja la vulnerabilidad de los resultados de la empresa a variaciones en el tipo de cambio.

Resumen Financiero - C.A. La Electricidad de Caracas

(Cifras consolidadas expresadas en millones de bolívares constantes de diciembre de 2005)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período 2.150,00 1.920,00 1.600,00 1.401,25 763,00 699,75 648,25

Meses	12 Dic-05	12 Dic-04	12 Dic-03	12 Dic-02	12 Dic-01	12 Dic-00	12 Dic-99
Indicadores Financieros							
EBITDA/Gastos Financieros	5,65	4,02	5,08	3,43	4,06	8,77	10,80
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	4,01	3,91	4,26	-0,16	2,87	3,23	9,93
Deuda Total Ajustada/EBITDA	1,26	2,23	1,78	2,68	2,91	2,71	1,63
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	0,68	1,09	1,06	1,96	2,54	2,04	0,70
Deuda Total Ajustada/Capitalización	20,3%	33,3%	28,7%	35,5%	33,5%	31,2%	17,3%
Estado de Resultados							
Ingresos	1.367.289	1.438.485	1.462.286	1.419.442	1.340.240	1.380.059	1.370.644
<i>Cambio (%)</i>	-4,9%	-1,6%	3,0%	5,9%	-2,9%	0,7%	
EBITDA	679.009	766.499	815.704	723.780	638.842	660.652	652.000
<i>Margen EBITDA</i>	49,7%	53,3%	55,8%	51,0%	47,7%	47,9%	47,6%
Depreciación y Amortización	388.335	459.715	424.933	439.831	381.385	419.302	398.879
EBIT	290.674	306.784	390.772	283.949	257.457	241.350	253.121
Gastos Financieros	120.093	190.460	160.573	211.183	157.188	75.324	60.366
<i>Costo Financiero Implícito (%)</i>	9,3%	12,0%	9,5%	11,1%	8,6%	5,3%	
Utilidad Neta	168.184	13.232	106.003	-465.296	154.583	-198.675	235.469
<i>Retorno sobre Patrimonio Promedio*</i>	5,12%	0,39%	2,97%	-12,89%	4,04%	-4,40%	4,62%
Flujo de Caja							
Flujo de Caja Operativo	545.357	733.379	743.665	475.088	631.034	325.909	639.438
Variación en Capital de Trabajo	171.374	-145.551	106.351	787.790	-275.260	-250.805	-200.469
Flujo de Caja Operativo Neto	716.731	587.827	850.017	1.262.878	355.774	75.104	438.970
Inversión en Activos Fijos	-197.812	-21.448	-131.071	-757.090	-187.045	-417.490	-52.487
Otras Inversiones, netas	107.281	-95.524	73.284	-92.514	69.530	475.345	117.221
Variación Neta de Deuda	-952.694	-97.750	-908.399	-676.202	-100.201	641.209	-53.853
Variación Neta de Patrimonio	-159.412	-83.159	186.353	547.078	-344.853	-938.782	-254.040
Otros financiamientos netos	0	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Caja	-485.906	289.946	70.183	284.151	-206.795	-164.614	195.811
Flujo de Caja Libre	532.478	409.039	630.412	543.297	19.350	-82.967	338.679
Balance							
Caja y Valores Líquidos	393.604	879.510	589.564	519.381	235.230	442.026	606.639
Cuentas por Cobrar	255.940	329.020	335.034	423.097	984.124	712.128	579.253
Activos Totales	4.748.449	5.733.535	5.726.618	6.111.103	5.991.712	6.160.312	6.659.105
Deuda a Corto Plazo	169.878	466.292	399.622	738.880	732.018	693.592	599.792
Deuda a Largo Plazo	687.486	1.245.804	1.051.788	1.200.147	1.128.380	1.094.241	464.208
Otras Deudas	0	0	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	857.364	1.712.096	1.451.410	1.939.027	1.860.397	1.787.833	1.064.001
Total Patrimonio	3.360.872	3.432.294	3.600.963	3.527.059	3.695.096	3.949.163	5.091.768
Intereses Minoritarios	2.065	1.306	7.354	277	494	1.523	1.476
Total Capital	4.220.301	5.145.696	5.059.727	5.466.363	5.555.987	5.738.519	6.157.244
Liquidez							
Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	20%	27%	28%	38%	39%	39%	56%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	2,32x	1,89x	1,48x	0,70x	0,32x	0,64x	1,01x
EBITDA*/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	2,34x	1,17x	1,46x	0,76x	0,72x	0,86x	0,99x

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de diciembre de 2005)

Año	2006	2007	2008	2009	>2008
Vencimientos	153.601	111.862	5.087	4.614	565.923

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

Características de la Emisión

Emisor:	C.A. La Electricidad de Caracas
Identificación de la Emisión:	PC-2006-A
Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Monto:	Hasta Bs. 50.000,00 MM o su equivalente en dólares
Rendimiento:	Fijado al momento de la emisión
Plazo:	Entre 15 y 360 días
Riesgo Series en Bolívares:	A1
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 A1	Se trata de instrumentos con escaso riesgo de inversión, ya que muestran una excelente capacidad de pago del capital y los intereses, en las condiciones y plazos pactados. A criterio del calificador, se considerará que no existe la posibilidad de que cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, incrementen el riesgo del instrumento bajo consideración.
Riesgo Series en Dólares:	C1
Categoría C	Corresponde a instrumentos que no poseen una buena capacidad de pago al ser vulnerables a cambios en el emisor, el sector donde éste opera o en la economía en su conjunto, lo cual se podría traducir en retardos en los pagos de interés y de capital, con respecto a lo pautado al momento de la emisión. Además, los factores de operación están sujetos a variación.
Subcategoría C1	Se trata de instrumentos que presentan un riesgo moderado para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la economía en general, tendrían una alta probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses.
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, serán destinados para cubrir necesidades de Tesorería. También se podrá destinar para el curso ordinario de la empresa, así como capital de trabajo en general.
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 4 de marzo de 2005.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 1994-2005.2. 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 abril de 2006.

Abril 2006

"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