

## **Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 50.000.000.000,00 o su equivalente en dólares**

<b>Tipo de Emisión:</b>	Papeles Comerciales
<b>Riesgo:</b>	<b>A2</b>
<b>Categoría A</b>	Corresponde a instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pautados al momento de la emisión. Esta capacidad no se ve significativamente afectada ante eventuales cambios en el emisor, el sector económico donde este opera y en la economía en su conjunto.
<b>Subcategoría A2</b>	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.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando FITCH Venezuela tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
<b>Emisor:</b>	C.A La Electricidad de Caracas.
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta Bs. 50.000,00 MM o su equivalente en dólares.
<b>Rendimiento de la Emisión:</b>	El rendimiento efectivo y/o la tasa de interés que devengarán los títulos y su esquema de fijación serán determinados en el momento de la colocación inicial de cada serie y será indicado en los respectivos títulos y notificado a través de los avisos de oferta pública correspondientes.
<b>Plazo de la Emisión:</b>	Desde 15 hasta 360 días.
<b>Uso de los Fondos:</b>	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.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	Emisión aprobada en Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 20 de marzo de 2002.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Edos. Financieros Consolidados del emisor: AF93, AF94, AF95, AF96, AF97, AF98, AF99, AF00, AF01 y 6MAF02.</li> <li>2. Cámara Venezolana de la Industria Eléctrica.</li> <li>3. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li> <li>4. Reportes de FITCH Ratings Ltd.</li> </ol>
<b>Cifras Expresadas en:</b>	Bolívares constantes del 30 de junio de 2002.

## Fundamentos de la Calificación

C.A. La Electricidad de Caracas (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, un adecuado manejo de la deuda financiera de la empresa y la política proactiva de control de gastos seguida por la gerencia de EDC, permiten mitigar parcialmente tales riesgos.

FITCH Venezuela asigna la calificación A2 a las series emitidas tanto en bolívares como en moneda extranjera, siempre y cuando estas últimas no tengan convención especial de pago en moneda extranjera. Dicho nivel de riesgo incorpora el “riesgo cambiario” que pudiera afectar a las series emitidas en moneda extranjera pero no el “riesgo de convertibilidad” de la moneda que presentan aquellas series emitidas en moneda extranjera con convención especial de pago en otra moneda que no sea la de curso legal (artículo 115 de la Ley del Banco Central de Venezuela) siendo que, en caso de un control de cambio, aquellas series emitidas bajo esta modalidad podrían presentar retardo en el pago del capital y los intereses, dada la posible incapacidad del emisor de disponer de recursos en moneda extranjera por efecto de restricciones en la convertibilidad de la moneda.

## Operación

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 a más de 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. La empresa es parte del denominado Grupo Electricidad de Caracas el cual está conformado por EDC y la Corporación EDC. La Corporación EDC fue formada a partir de la separación legal de las actividades no reguladas que manejaba EDC hasta el año 1997 y es 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 Corporación EDC ha reducido sensiblemente su tamaño, siendo que al cierre del junio de 2002, la Corporación EDC acumulaba un patrimonio de 37 millardos de bolívares mientras que EDC mantenía activos por más de 3.160 millardos de bolívares.

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. 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. EDC ha presentado a las autoridades regulatorias un plan para crear al menos tres subsidiarias que poseerán y operarán los negocios de generación, transmisión y distribución. A su vez, luego de realizada la separación legal se espera que las obligaciones financieras de EDC se mantengan dentro del Holding y sean contra garantizadas por cada una de las subsidiarias operativas,

con lo cual no se afectaría la actual posición de los tenedores de deuda.

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 2001), 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. Se estima que para el año 2003 cuando ya estén en funcionamiento los entes encargados del control del sector y se haya completado la separación legal y operativa de las actividades de generación, transmisión y distribución, el actual pliego tarifario sea sustituido por uno más flexible y moderno. Durante el AF02 EDC ha recibido la autorización para aplicar tres ajustes de tarifas con un incremento acumulado de 24,5% al cierre de julio de 2002, mientras que la inflación y la devaluación han alcanzado 17% y 74% respectivamente en el período Dic01-Jul02.

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 más de 182 plantas eléctricas con más de 63.000 MW de capacidad en 31 países. Al cierre de junio de 2002 AES manejaba activos por más de 38.000 millones de dólares y un patrimonio de 3,511 millones de dólares. Fitch Ratings asignó la calificación BB a las obligaciones de largo plazo de la empresa, siendo que esta calificación corresponde a instrumentos que presentan algún riesgo de crédito como consecuencia del entorno económico o del negocio.

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 Corporación EDC. En adición a los cambios registrados en las áreas operativas y de gestión comercial, los nuevos accionistas han acometido una serie de medidas para mejorar el perfil financiero de la empresa entre los cuales destacan: a) reducción de casi 50% del personal durante 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.

## Finanzas

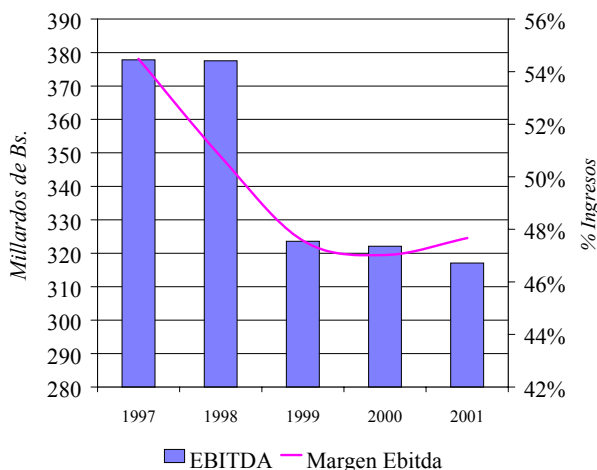
La energía vendida durante el AF01 fue de 10.485 GWh, lo cual equivale a un aumento de 7,4% con relación al año anterior. Dicho aumento está explicado por la recuperación de las ventas en las áreas afectadas del estado Vargas a finales del año 1999 y el inicio de las ventas de energía la sistema interconectado nacional producto de la escasez de energía eléctrica en el resto del territorio nacional. Sin embargo, el rezago en el aumento de las tarifas con respecto a la inflación resultó en una contracción

de casi 3% en los ingresos por ventas. Por su parte, la reducción de los gastos de generación y transmisión, junto al menor gasto de depreciación más que compensaron el aumento de 16% en los gastos de administración resultado del aumento de salario decretado por el ejecutivo nacional y otras compensaciones a empleados, lo que permitió una mejora del margen operativo hasta 19,2%, siendo la utilidad operativa 127.775 millones de bolívares, al tiempo que el margen EBITDA (utilidad operativa una vez descontada la depreciación) se elevó ligeramente hasta 47,7% equivalente a 317.055 millones de bolívares.

El aumento en el nivel de endeudamiento promedio (en parte producto del efecto de la devaluación sobre la deuda denominada en dólares) y el aumento de las tasas de interés en el mercado monetario, resultaron en un aumento de los gastos financieros de casi 105% lo cual junto al aumento de la pérdida cambiaria derivaron en un aumento de 41% en el costo integral de financiamiento. Así la cierre de diciembre de 2001 la utilidad neta fue de 76.718 millones de bolívares, lo cual contrasta positivamente con la pérdida neta ocurrida en el AF00 como consecuencia de la contabilización de costos no recurrentes por mas de 100.000 millones de bolívares producto de la aplicación del plan de reducción de personal.

La reducción proporcional del efectivo y de la deuda financiera de corto plazo no afectaron los niveles de liquidez de la empresa, ya que al cierre de diciembre de 2001 la relación de activo circulante a pasivo circulante se ubicó en 1,4 veces. Durante el período se registró un nuevo crecimiento en la participación de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas sobre el activo total hasta 45%, poco más de 10 puntos porcentuales superior al nivel registrado al cierre del AF00. Tales acreencias se redujeron durante el primer semestre del AF02 hasta 36%, mientras que la empresa estima poder completar mayores reducciones en el mediano plazo.

**Grafico N° 1**  
**EDC: Evolución del EBITDA**



El aumento del endeudamiento bancario, principalmente de largo plazo, y la reducción del EBITDA resultaron en un ligero deterioro de las relaciones de cobertura de deuda e intereses,

aunque dichas relaciones se ubican en niveles conservadores. Así al cierre de diciembre de 2001 el aumento de los gastos financieros derivó en una reducción de la relación EBITDA hasta 4,1 veces, casi la mitad de la registrada a la registrada durante el año anterior. Por su parte la relación de cobertura de deuda financiera total también registró una reducción hasta 0,3 veces mientras que la cobertura de deuda de corto plazo no mostró mayores cambios al ubicarse cercana a la unidad.

El pago de dividendos en efectivo por más de 196.000 millones de bolívares implicó una reducción de 6% en el patrimonio de la empresa, lo que junto al aumento del pasivo se reflejaron en un ligero aumento de la relación de apalancamiento definida como pasivo total sobre patrimonio hasta 0,6 veces. La empresa mantiene una significativa exposición a cambios drásticos en el tipo de cambio, dado que una parte importante de su deuda se encuentra denominada en moneda extranjera como estrategia para reducir el costo financiero. Para el cierre de diciembre de 2001 EDC mantenía una posición pasiva neta en moneda extranjera de 220,3 millones de dólares, la cual se encontraba parcialmente cubierta a través de la contratación de instrumentos de cobertura cambiaria con contrapartes de alta calidad crediticia.

### Eventos Financieros Recientes

Las operaciones de EDC durante el primer semestre del AF02 estuvieron afectadas por la drástica devaluación del bolívar ocurrida a partir del mes de febrero (73% en el semestre) y el efecto de la caída en términos reales de las tarifas eléctricas. Tales eventos no sólo implicaron una reducción del flujo de caja de la empresa sino también un aumento en sus niveles de endeudamiento en bolívares producto del efecto de la devaluación sobre la deuda denominada en moneda extranjera.

La devaluación de la moneda implicó una pérdida cambiaria de 173.278 millones de bolívares, la cual fue parcialmente compensada tanto por el mantenimiento de una porción significativa de activos en moneda extranjera como por la utilización de alguna coberturas en moneda extranjeras (realizadas) que permitieron reducir hasta 80.447 millones de bolívares dicha pérdida. En respuesta a esta situación, la empresa inició desde principios de año un plan para fortalecer el flujo de caja de empresa y compensar los efectos del ambiente macroeconómico inestable sobre los resultados de la empresa. Entre algunas de las medidas tomadas destacan: a) la contratación de nuevos instrumentos de cobertura cambiaria por un monto aproximado de 250 millones de dólares; b) la maximización de los activos denominados en dólares (427 Millones de dólares la cierre de junio de 2002); c) refinanciamiento de la porción a corto plazo de la deuda financiera (un 71% de los vencimientos del año 2002); d) venta de la participación estratégica en CANTV por 107 millones de dólares (incluye el monto de los dividendos en efectivo recibidos); e) Incremento de las ventas al sistema interconectado nacional (ISEM02: 523 Gwh vs. AF01: 263 Gwh); f) mejoras en la labor de cobranza de las ventas al sector público y g) reducción de los gastos de administración en poco más de un 40%. Es importante destacar que todas las medidas nombradas anteriormente han sido completadas a la fecha, siendo que se mantiene como prioridad el control de los gastos de administración, el mantenimiento de los instrumentos de cobertura cambiaria, la renegociación de los vencimientos de deuda financiera a corto plazo restantes y el incremento de las

ventas al sistema interconectado nacional para fortalecer el flujo de caja de la empresa durante el segundo semestre del AF02.

Al cierre de los primeros 6MAF02 los ingresos de EDC acumularon 316.110 millones de bolívares, menores en 3,4% con respecto al mismo período del año anterior. La tendencia a la baja de los ingresos estuvo explicada principalmente por el ligero cambio en la mezcla de ventas de la empresa y el rezago observado en el ajuste de las tarifas eléctricas con respecto a la inflación, ya que las ventas totales de energía se incrementaron en 7,4% con respecto al mismo período del año anterior. Tal rezago en las tarifas reales de la empresa junto con el aumento de los gastos de generación producto del ajuste ocurrido en el precio de los combustibles, resultaron en una reducción de la utilidad operativa hasta 55.991 millones de bolívares (-21%), siendo que el margen operativo alcanzó 17,7%. El crecimiento de 68% en los gastos financieros netos producto del aumento en las tasas de interés y la pérdida cambiaria antes explicada, más que compensaron la mayor ganancia monetaria, resultando en un

incremento del costo integral de financiamiento hasta 97.605 millones de bolívares. Al cierre de junio de 2002 EDC registró una pérdida neta de 63.735 millones de bolívares. Al excluir el efecto de la pérdida cambiaria la empresa hubiera registrado una ganancia de 16.711 millones de bolívares.

Para el cierre de junio de 2002 el aumento más que proporcional del efectivo y las cuentas por cobrar con relación al aumento de la deuda de corto plazo (por efecto de la devaluación sobre la deuda denominada en moneda extranjera) permitió una mejora de la relación de activo circulante a pasivo circulante hasta 1,4 veces.

El aumento de la deuda financiera promedio y la reducción del EBITDA se reflejaron en una nueva caída de los indicadores de cobertura, siendo que la relación de EBITDA a gastos financieros se redujo hasta 2,8 veces y la de EBITDA a deuda financiera de corto plazo hasta 0,7 veces. Al cierre de junio de 2002 la relación de pasivo a patrimonio se elevó hasta 0,9 veces.

## C.A. La Electricidad de Caracas y Compañías Filiales

(Expresado en MM de Bs. de junio de 2002)

	AF97	AF98	AF99	AF00 <sup>a</sup>	6MAF01	AF01	6MAF02
<b>Energía Total Vendida (KWh)</b>	<b>9.246.210</b>	<b>9.391.823</b>	<b>9.798.114</b>	<b>9.761.000</b>	<b>4.932.317</b>	<b>10.485.000</b>	<b>5.295.000</b>
Residencial	3.343.677	3.379.767	3.689.745	3.572.000	1.779.222	3.564.900	1.680.000
Industrial y General	5.131.409	5.200.642	5.295.741	5.359.000	2.726.507	5.661.900	2.673.000
Otros	771.124	811.414	812.628	830.000	426.589	1.258.200	942.000
<b>ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS</b>							
Ingresos de Operación	693.425	743.621	680.245	684.917	327.381	665.155	316.110
Gastos de Operación	516.985	557.057	554.622	565.136	256.732	537.380	260.118
<i>Utilidad Operativa</i>	176.440	186.564	125.623	119.780	70.649	127.775	55.992
Gastos e Ingresos Financieros Netos	31.209	38.358	29.959	37.384	32.742	76.613	55.050
Pérdidas Cambiarias	7.122	-2.006	-7.288	3.622	-969	9.130	80.447
Ganancia Monetaria	20.165	13.861	-2.701	2.554	18.512	31.663	37.892
<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	158.274	164.073	100.250	81.329	57.387	73.695	-41.612
Otros Ingresos (Egresos)	4.288	-22.749	-6.788	-156.912	-16.661	14.971	-9.515
EBT	162.562	141.324	93.462	-75.583	40.726	88.666	-51.127
<i>Utilidad Neta</i>	157.783	124.572	116.862	-98.602	32.415	76.718	-63.735
<b>BALANCE GENERAL</b>							
<b>Activo</b>							
Efectivo y Equivalentes	186.071	203.892	301.072	219.376	195.348	116.743	283.221
Cuentas por Cobrar	137.849	108.311	129.163	133.907	138.598	184.101	197.176
Inventarios	43.783	65.769	69.013	65.224	63.726	67.943	60.328
Otros Activos Circulantes	21.312	23.573	159.425	221.219	372.119	306.564	311.283
<i>Total Activo Circulante</i>	389.014	401.545	658.674	639.727	769.790	675.351	852.008
Inversiones	218.308	337.274	300.226	70.334	28.686	29.163	44.414
Planta y Equipos Netos	2.535.475	2.469.609	2.297.695	2.312.711	2.222.706	2.217.522	2.156.720
Otros Activos	24.822	50.347	48.289	34.565	29.466	53.787	106.887
<i>Activo Total</i>	3.167.619	3.258.774	3.304.884	3.057.337	3.050.648	2.975.824	3.160.029
<b>Pasivo</b>							
Deuda de Corto Plazo	269.337	339.993	297.674	344.227	380.605	363.297	458.867
Cuentas por Pagar	74.099	72.415	93.212	72.756	64.172	63.334	109.967
Gastos Acumulados	60.396	77.433	101.243	0	0	0	0
<i>Total Pasivo Circulante</i>	403.832	489.842	492.129	470.313	488.946	498.973	627.576
Deuda Financiera a Largo Plazo	241.807	192.121	230.385	543.067	538.455	560.010	746.740
Otros Pasivos	34.735	43.274	55.349	84.004	83.178	82.980	76.776
<i>Pasivo e Intereses Minoritarios</i>	680.374	725.237	777.863	1.097.384	1.110.579	1.141.963	1.451.092
<b>Patrimonio</b>							
Capital Social	1.421.763	1.421.763	1.421.763	1.424.604	1.424.550	1.217.612	1.217.612
<i>Patrimonio Total</i>	2.487.244	2.533.537	2.527.022	1.959.952	1.940.070	1.833.860	1.708.937
Posición en Moneda Extranjera Neta <sup>1</sup>	(14,6)	(10,0)	129,6	(245,4)	(372,7)	(220,3)	(259,1)
<b>FLUJOS DE EFECTIVO</b>							
EBITDA	377.819	377.525	323.585	322.087	164.040	317.055	154.042
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Operacionales	294.809	331.732	261.263	56.532	31.698	77.186	115.376
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	(322.561)	(347.481)	(136.047)	(37.319)	(38.295)	(94.148)	(52.877)
Efectivo Provisto (Usado) por Actividades de Financiamiento	99.646	52.466	(19.288)	(85.511)	(1.138)	(94.738)	11.151
Flujo de Efectivo Neto	71.894	17.822	97.180	(81.697)	(24.028)	(29.422)	161.378
<b>PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS</b>							
<b>Liquidez y Capital de Trabajo</b>							
Activo Circulante/Pasivo Circulante	0,96	0,82	1,34	1,36	1,57	1,35	1,36
Días de Cuentas por Cobrar	73	53	69	71	77	101	114
Días de Cuentas por Pagar	52	47	61	46	45	42	76
<b>Cobertura</b>							
EBITDA/Gastos Financieros	12,11	9,84	10,80	8,62	5,01	4,14	2,80
EBITDA*/Deuda Financiera	0,74	0,71	0,61	0,36	0,36	0,34	0,26
EBITDA*/Deuda a Corto Plazo	1,40	1,11	1,09	0,94	0,86	0,87	0,67
<b>Rentabilidad</b>							
Margen Operativo	25,44%	25,09%	18,47%	17,49%	21,58%	19,21%	17,71%
Margen EBITDA	54,49%	50,77%	47,57%	47,03%	50,11%	47,67%	48,73%
Margen Neto	22,75%	16,75%	17,18%	-14,40%	9,90%	11,53%	-20,16%
ROA <sup>*</sup>	4,98%	3,82%	3,54%	-3,23%	2,13%	2,58%	-4,03%
ROE <sup>*</sup>	6,34%	4,92%	4,62%	-5,03%	3,34%	4,18%	-7,46%
<b>Apalancamiento</b>							
Pasivo/Activo	0,21	0,22	0,24	0,36	0,36	0,38	0,46
Pasivo/Patrimonio	0,27	0,29	0,31	0,56	0,57	0,62	0,85

<sup>1</sup> Millones de US\$.

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

<sup>a</sup> Las cifras mostradas para el AF00 fueron reclasificadas por FITCH Venezuela para excluir los efectos no recurrentes del plan de movilización, los cuales estaban incluidos dentro de los gastos operativos, por ende las cifras aquí presentadas difieren de las presentadas en los estados financieros auditados.