



CENTRALES ELÉCTRICAS DE NARIÑO S.A. E.S.P. – CEDENAR S.A. E.S.P.

REVISIÓN ANUAL

Acta Comité Técnico No. 708
Fecha: 31 de mayo de 2024

Fuentes:

- Centrales Eléctricas de Nariño – Cedenar S.A. E.S.P.
- Consolidador de Hacienda e Información Pública – CHIP.
- Comisión de Regulación de Energía y Gas – CREG.
- XM S.A. E.S.P.

Miembros Comité Técnico:

Jesús Benedicto Díaz Durán
Javier Bernardo Cadena Lozano
Oscar Ricardo Joya Lizarazo

Contactos:

Felipe Vélez Posada.
felipe.velez@vriskr.com

Santiago Argüelles Aldana.
santiago.arguelles@vriskr.com

PBX: (57) 601 526 5977
Bogotá D.C

CAPACIDAD DE PAGO	A (A SENCILLA)
PERSPECTIVA	ESTABLE

Value and Risk Rating mantuvo la calificación A (A Sencilla) a la Capacidad de Pago de **Centrales Eléctricas de Nariño S.A. E.S.P. – Cedenar S.A. – E.S.P.**

La calificación A (A Sencilla) indica que la capacidad de pago de intereses y capital es buena. Si bien los factores de protección se consideran adecuados, las compañías pueden ser más vulnerables a acontecimientos adversos que aquellas calificadas en mejores categorías.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, **Value and Risk Rating S.A.** utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo relativo.

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE LA CALIFICACIÓN

La calificación otorgada a **Centrales Eléctricas de Nariño S.A. – E.S.P.**, en adelante **Cedenar** se sustenta en:

➤ **Posicionamiento y planeación estratégica.** Cedenar, es una empresa de servicios públicos mixta, de derecho privado, sometida al régimen general de los servicios públicos domiciliarios y vigilada por la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios. Con una trayectoria de 65 años, la empresa ha contribuido al desarrollo eléctrico en la región para la consolidación de un sistema robusto y eficiente de suministro de energía eléctrica en el área de influencia. Su sede principal está ubicada en Pasto (Nariño).

Su objeto social comprende las actividades de: 1) generación de energía eléctrica por medio de las PCH¹ en los ríos Mayo, Bobo, Sapuyes y Pasto, 2) distribución de energía mediante un sistema de red, subestaciones y equipos, en cinco zonas geográficas del Departamento² y 3) la comercialización de energía del mercado regulado y no regulado. Por otro lado, brinda servicios relacionados como asesorías en instalaciones eléctricas y técnicas, control y ahorro de energía, análisis de voltaje, entre otras.

A diciembre de 2023 prestó el servicio de energía eléctrica a 547.058 usuarios en los departamentos de Nariño y Cauca, de estos, 528.343 usuarios (+2,07%) están ubicados en Nariño, de los cuales el 81,98% corresponden a clientes residenciales de los estratos uno y dos.

¹ Pequeñas centrales hidroeléctricas.

² Centro, Sur, Norte, Occidente y Pacífico.



La Empresa cuenta con una capacidad instalada para la generación, conformada por cuatro³ PCH con una capacidad de generación hidráulica acumulada de 31,02 MW⁴, lo cual representó el 0,13% del total nacional. Cabe señalar que, desde 2021 la planta Julio Bravo se encontraba en proceso de repotenciación y entró en funcionamiento en diciembre de 2023. En ese sentido, al cierre del año anterior, la generación alcanzó 128GWh⁵, menor a los 139,3 GWh de 2022.

Esto, debido a que durante algunos meses las PCH Río Sapuyes, Río Mayo y Río Bobo experimentaron periodos de indisponibilidad significativa debido a fallos que requirieron mantenimiento correctivo. Lo anterior, sumado a la ocurrencia del Fenómeno del Niño en el último trimestre del año que también afectó los niveles de generación.

Adicionalmente, cuenta con 54 subestaciones eléctricas, 7.851 kilómetros de red de 13,8 kV, 24.124 km de baja tensión y 17.878 transformadores de distribución, con lo cual logró unos destacables indicadores de cobertura urbana y rural de 99,65% y 94,48 % en su orden.

Por otro lado, mantiene un importante compromiso para mejorar la continuidad del servicio, para lo cual adelantó actividades enfocadas en la remodelación de la red, la modernización de subestaciones, y la instalación de equipos de telecontrol y protección, que contribuyeron a la reducción de los indicadores de duración y frecuencia de las interrupciones. Lo anterior, se soporta en la dinámica de los indicadores SAIDI⁶ y SAIFI⁷, los cuales se ubicaron en 52,95 horas (-2,7 horas) y 27,65 veces (x) (-1,03 x) en comparación con las metas definidas para 2023, de 59,97 horas y 26,67x, respectivamente.

Por otro lado, el Índice de Pérdidas Totales (IPT) de energía para marzo de 2024, se ubicó en 17,23% y cumplió con la meta establecida (17,63%) debido a la implementación de estrategias y acciones de detección y mantenimiento efectuadas. Al mes de marzo las pérdidas de energía acumuladas en el año totalizaron 147.845 MWh (+23,3 MWh) de las cuales 15.336 MWh corresponden a la región Cauca - Nariño (Cocana), también se mantienen los retos en las zonas Norte y Pacífico, lo anterior debido a situaciones de orden público y sociales, que dificultan el ingreso, así como la ejecución de las labores de reparación y detección en estos territorios.

Se resaltan también las inversiones en infraestructura realizadas el último año, lo cual demuestra un esfuerzo constante por mejorar la capacidad de generación propia y la prestación del servicio. Para 2023 se aprobaron proyectos contemplados en su plan de inversiones por valor de \$27.068 millones, entre los que se destaca la remodelación de

³ PCH Río Mayo: 21 MW, PCH Río Bobo: 4.5 MW, PCH Julio Bravo: 4.02 MW
PCH Río Sapuyes: 1.5 MW.

⁴ Megavatio.

⁵ Gigavatio-hora.

⁶ System Average Interruption Duration Index.

⁷ System Average Interruption Frequency Index.



redes eléctricas de baja y media tensión en más de veinte veredas y municipios en su zona de influencia. En total puso en operación activos valorados en \$14.756 millones.

Para **Value and Risk**, Cedenar mantiene una alineación estratégica consistente con sus metas a medio y largo plazo, junto con métodos de seguimiento apropiados que apoyan su implementación y la elaboración oportuna de planes de acción. En este sentido, se pondera la puesta en marcha de la planta Julio Bravo, debido a la relevancia del incremento en su capacidad instalada para lograr sus objetivos.

Además, valora que la Compañía logró obtener la certificación bajo la Norma ISO 55001:2014 para el Sistema de Gestión de Activo, así como la participación en proyectos de gran importancia en colaboración con el Gobierno Nacional, con el objetivo de mejorar la cobertura y abordar de manera más efectiva las necesidades de los usuarios en su zona de influencia.

- **Proyecto de interconexión Cauca – Nariño (Cocana).** En 2018, el Ministerio de Minas y Energía (MME) designó a Cedenar como operador de la red del proyecto de interconexión Cauca - Nariño, el cual tiene como objetivo interconectar nueve municipios de los dos departamentos. Desde entonces, Cedenar se ha encargado de la administración, operación y mantenimiento (AOM) de la infraestructura, así como de la comercialización de energía en ocho de esos municipios.

De esta manera, la empresa ha cubierto los costos de AOM y demás relacionados al proyecto. La remuneración se dará mediante los cargos por uso aprobados por la CREG. Desde la operación de la línea hasta la aprobación y giro de estos cargos, el MME se compromete a reconocer las inversiones realizadas por la empresa incluidos los costos de créditos bancarios relacionados con la infraestructura, incluyendo intereses y capital.

Desde 2018 hasta el cierre de 2023 la empresa ha incurrido en costos acumulados por \$53.322 millones relacionados con el servicio de energía y AOM, los cuales han sido apalancados con recursos propios y operaciones de créditos con bancos. De acuerdo con las proyecciones de los ingresos y gastos, el proyecto permitirá que en 2024 se cancelen \$23.022 millones de esta cuenta por cobrar, \$22.284 millones en 2025 y en el año 2026 \$8.015 millones. De este modo, a partir de 2026 el excedente sería apropiado por el MME.

En opinión de **Value and Risk**, el proyecto Cocana tiene una importancia estratégica en su zona de influencia, al considerar que beneficia a más de 80.000 personas en nueve municipios los cuales durante 2023 tuvieron una demanda de energía por 42,19 GWh. Además, mejora la dinámica de sus ingresos a través del aumento de la base de usuarios y la actividad de comercialización.

No obstante, cabe mencionar que la liquidez de la empresa se ha visto fuertemente presionada en los últimos años debido al constante flujo de efectivo hacia este proyecto y a los retrasos en la recuperación de



los valores adeudados que han conllevado a la contratación recurrente de créditos de tesorería con su respectiva carga financiera, por lo que mantendrá seguimiento al reconocimiento de las inversiones por parte de la CREG y su respectivo pago.

- **Exposición a los precios de bolsa.** Para 2023, la demanda de energía de Cedenar fue de 819 GWh con un incremento de 3,24%, de estos, el 19% fue cubierto con generación propia, el 60% a través de contratos de compra de largo plazo y el 21% en bolsa. Esta mayor exposición, así como la volatilidad y dinámica creciente del precio de la energía, generaron un mayor costo de las compras de energía en bolsa para la empresa. Sin embargo, en opinión de la Calificadora, dicha situación afectó a todo el sector comercializador, y se pondera que la exposición de Cedenar fue inferior al promedio (24%).

Al respecto, esta situación se originó por la disminución en la oferta durante el primer trimestre del año debido a las contingencias ocurridas con Hidroituango y las demoras en la entrada en funcionamiento de proyectos solares de la Guajira, sumado a las expectativas de ocurrencia del Fenómeno del Niño que elevaron los precios.

Ahora bien, en el primer trimestre del año, aumentó la demanda de energía en 3,39% hasta 207,57 GWh y disminuyó su exposición a precios de bolsa, de manera que la participación de las compras en bolsa sobre el volumen total requerido fue de 17,22% (-24,88 p.p.), mientras que la generación propia representó el 17,17% (-0,04 p.p.) y la compra a través de contratos el 65,61% (+24,92 p.p.). Además, con el objetivo de reducir la exposición a la variación de los precios en bolsa y garantizar la prestación del servicio, dispone de contratos de compra de energía hasta 2041.

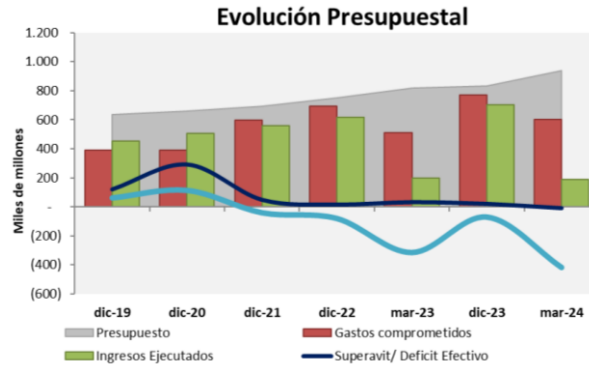
Este incremento en la compra de energía mediante contratos bilaterales, se debe a las convocatorias realizadas en los años anteriores. En ese sentido, la empresa estima continuar reduciendo la exposición hasta niveles similares a los observados históricamente (inferiores a 10%), por lo que para **Value and Risk**, Cedenar mantiene controlados niveles de exposición al riesgo de bolsa.

- **Niveles de ejecución presupuestal.** Para 2023 el presupuesto asignado para Cedenar creció 10,46% hasta \$830.761 millones, de los cuales recaudó en ingresos 84,33% (+2,41 p.p.) y comprometió el 92,62% (+0,20 p.p.) en gastos. De esta manera obtuvo un déficit neto de \$68.835 millones, sin embargo, al tener en cuenta únicamente los pagos, tuvo un superávit efectivo de \$22.097 millones.

El recaudo estuvo determinado por los ingresos de venta de energía con una ejecución del 96,90% y por transferencias corrientes cuya ejecución fue del 91,04%, con una participación sobre el estimado de 55,98% y 19,94%, en su orden. Por otro lado, el recaudo se vio afectado por los recursos de capital, que se ejecutaron en el 42,14% y abarcaron el 20,91% del estimado, debido a menores desembolsos de créditos y recursos recibidos para convenios ya que estos últimos se reciben de acuerdo a la ejecución de las obras.



En cuanto a la apropiación de los gastos, esta estuvo asociada principalmente a los de inversión que presentaron una ejecución del 95,44%, y una participación del 60,74% sobre el total presupuestado. Estos, comprenden principalmente la compra de energía eléctrica mediante contratos bilaterales y en bolsa. Por otro lado, los gastos de operación comercial y funcionamiento, se ejecutaron en 96,53% y 93,01%, con participaciones del 19,20% y 14,21, respectivamente.



Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Ahora bien, para 2024 el presupuesto totalizó \$941.044 millones con un incremento de 14,75%, de los cuales a marzo había recaudado el 20,01% (-4,21 p.p.) y comprometido en gastos el 64,21% (+1,85 p.p.) teniendo en cuenta que hay gastos que se comprometen para todo el año, principalmente de compra de energía, y se pagan conforme avanza la vigencia, con lo cual obtuvo un déficit neto de \$415.879 millones y efectivo de \$7.192 millones.

Value and Risk pondera la planeación y ejecución presupuestal relacionada con su objeto social que ha derivado en adecuados niveles de recaudo y ejecución de gastos los cuales le permiten llevar a cabo sus proyectos de inversión, en beneficio de la calidad del servicio, su capacidad instalada y cobertura.

No obstante, considera fundamental fortalecer las estrategias para la apropiación de recursos de convenios en los tiempos estipulados en favor de la ejecución de las inversiones y continuar con las actividades en las zonas Norte y Pacífico para mejorar el recaudo.

- **Crecimiento de los ingresos.** Para 2023, los ingresos operacionales de Cedenar aumentaron 12% hasta \$630.715, favorecidos por la dinámica de los servicios de comercialización y generación, los cuales registraron variaciones de +16,06% y +27,11%, en su orden. Caso contrario se observó en los ingresos por distribución que disminuyeron 11,87% debido a la aplicación de la resolución CREG 501 018 de 2022 lo que conllevó a que Cedenar pase de ser un agente deficitario a ser un agente excedentario para los niveles de tensión 2 y 3.



Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

De igual manera, en 2023 se registró la facturación según lo estipulado en los contratos FAZNI⁸ suscritos con el Ministerio de Minas y Energía, para la instalación de soluciones energéticas en los municipios de Puerto Asís, Mocoa, Valle de Guamuez y Orito en el departamento del Putumayo.

Para marzo de 2024, los ingresos operacionales sumaron \$169.462 millones (+17,40%), impulsado por el rubro de comercialización (+17,98%), como resultado del mayor número de usuarios, lo cual aumentó la demanda de energía. De igual manera, incrementaron los ingresos por generación y distribución en 43,96% y 3,01%, respectivamente.

Value and Risk pondera la dinámica creciente de los ingresos de Cedenar, relacionado con los ajustes tarifarios y el número de usuarios gracias al desarrollo de las inversiones, las cuales le han permitido brindar conexión a más familias y robustecer la capacidad instalada para la generación.

Por otro lado, cabe señalar que, a partir de la aplicación de la Resolución CREG 028 de 2023 que deroga la Resolución CREG 012 de 2020, la Empresa se encuentra adelantando la recuperación de los saldos no facturados a los usuarios por la opción tarifaria que, de acuerdo con información suministrada, alcanzó un valor acumulado entre 2020 y 2023 de \$100.277 millones. Al respecto, la norma establece que dichos valores podrán ser recuperados en un periodo de hasta 60 meses, por lo que, Cedenar está adelantando la facturación y recuperación de cerca de \$2.500 millones mensuales por este concepto a través de tarifas.

Por lo anterior, la Calificadora hará seguimiento a la evolución de los ingresos operacionales junto con el comportamiento de los índices de recaudo que contribuyan a mejorar la posición financiera y niveles de liquidez de la Entidad.

- **Niveles de rentabilidad.** Al cierre de 2023, los costos de ventas incrementaron 16,63% hasta \$561.922 millones, principalmente por el aumento de las compras de energía (+27,92%), producto de la mayor

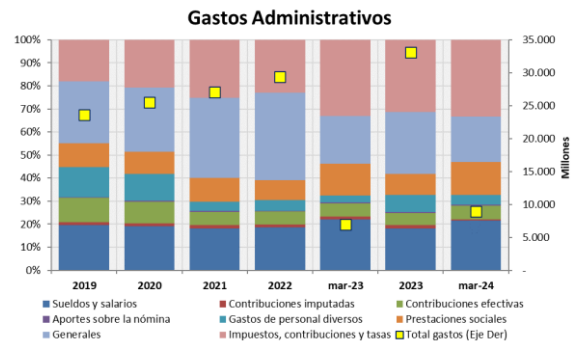
⁸ Fondo de Apoyo Financiero para la Energización de las Zonas No Interconectadas.



exposición a bolsa, la cual estuvo impactada tanto por el volumen negociado⁹ como por el valor promedio¹⁰.

Por su parte, los gastos administrativos incrementaron 12,85% hasta \$33.107 millones, determinado por los sueldos y salarios (+11,03%) e impuestos, contribuciones y tasas (+54,27%), que estuvieron compensados por la disminución en los generales (-20,49%), explicado en su mayoría por cambios contables en el reconocimiento del impuesto de industria y comercio¹¹.

Ahora bien, al incluir el aumento de las provisiones (+42,81%), relacionadas en su mayoría al deterioro en las cuentas por cobrar a usuarios del servicio, la utilidad operacional se ubicó en \$2.651 millones (-90,77%), con un margen¹² de 0,42% (-4,68 p.p.).



Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Sin embargo, al tener en cuenta el incremento en los costos financieros (+85,23%) impactados por el desembolso de créditos y el aumento de tasas de interés en el mercado durante el último año, en conjunto con los otros ingresos determinados por reversión de provisiones y alquiler de infraestructura, obtuvo una pérdida neta de \$23.616 millones (-237,30%), lo cual impactó los indicadores de rentabilidad ROA¹³ y ROE¹⁴, que se ubicaron en -1,94% (-2,88 p.p.) y -4,70% (-6,78 p.p.), en su orden.

	2019	2020	2021	2022	mar-23	2023	mar-24
Margen Bruto	14,59%	19,24%	14,97%	14,44%	18,55%	10,91%	23,35%
Margen Operacional	2,67%	-1,47%	3,86%	5,10%	8,53%	0,42%	11,67%
Margen Neto	1,44%	-2,69%	3,91%	1,31%	2,55%	-2,47%	4,30%
ROA	0,82%	-1,73%	2,56%	0,94%	1,89%	-1,94%	3,67%
ROE	1,78%	-3,72%	5,32%	2,08%	4,16%	-4,70%	8,88%
Ebitda / Ingresos	15,27%	19,72%	15,31%	14,49%	19,07%	10,65%	22,67%
Ebitda / Activos	8,65%	12,69%	10,03%	10,41%	14,79%	8,35%	20,49%

Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

⁹ En 2023 se negociaron 240.468 MWh, frente a 101.526 MWh de 2022.

¹⁰ \$521,89/Kwh en comparación a los \$236,14/Kwh durante 2022.

¹¹ Para el año 2023, de acuerdo la ley 2277 de 2022, este impuesto corresponde a una deducción y se registra el 100% en resultados.

¹² Utilidad operacional / ingresos operacionales.

¹³ Utilidad neta / activo.

¹⁴ Utilidad neta / patrimonio.



A marzo de 2024, la utilidad operacional de Cedenar totalizó \$19.777 millones, con un incremento del 60,58% respecto al mismo periodo del año anterior, dada la evolución de los ingresos, frente a la dinámica de los costos (+10,49%), gastos administrativos (+29,15%) y provisiones (+44,33%). Por lo tanto, al incluir los costos financieros, la utilidad neta cerró en \$7.283 millones (+98,21%), en favor de los indicadores de rentabilidad.

Cabe señalar que para marzo de 2024 disminuyó la compra de energía en bolsa y aumentó la compra mediante contratos bilaterales, a la vez que ha registrado mayor participación en la generación propia, favorecida en parte, por la entrada en funcionamiento de la PCH Julio Bravo. Aspecto que ha contribuido al comportamiento de los costos.

Para **Value and Risk**, los resultados obtenidos en el último año estuvieron fuertemente afectados por las expectativas y ocurrencia del Fenómeno del Niño y los periodos de indisponibilidad de las plantas generadoras, que impulsaron considerablemente la compra de energía en bolsa, con su correspondiente incremento en los costos de venta que no pudieron ser trasladados totalmente al usuario. Asimismo, como consecuencia del escenario inflacionario observado en 2022 y 2023, la Empresa estuvo afectada por el aumento en las tasas de referencia y del endeudamiento financiero, lo cual impactó de manera importante los gastos por intereses.

En este sentido, para la Calificadora es primordial que la entidad consolide los ajustes tarifarios correspondientes, logre la recuperación definitiva de los recursos de Cocana y garantice el adecuado funcionamiento de su infraestructura de generación que contribuyan a la dinámica de los resultados operacionales y netos, aspectos sobre los cuales la Calificadora hará atento seguimiento.

- **Nivel de endeudamiento.** A marzo de 2024 el pasivo de Cedenar totalizó \$466.699 millones (+9,57%), explicado por las obligaciones financieras (+21,06%) que concentraron el 51,96% del total, aunque contrarrestado parcialmente por la disminución de pasivos con proveedores (-6,82%). Por lo tanto, al tener en cuenta el menor crecimiento de los activos (+2,67%) el nivel de endeudamiento se ubicó en 57,94% (+3,65 p.p.).

Al respecto, el pasivo financiero totalizó \$236.519 millones, cuyo incremento estuvo relacionado principalmente con el desembolso de créditos de tesorería para financiar las actividades de generación, distribución y comercialización, de los cuales \$70.000 millones fueron desembolsados por el Ministerio de Hacienda en febrero de 2024 con un plazo de nueve meses, con los cuales se cancelaron créditos por \$25.833 millones con bancos comerciales con plazos de un año a tasas menos favorables. Adicionalmente, desembolsó un crédito por \$10.000 millones en noviembre de 2023 destinado a proyectos de inversión para la remodelación de las redes, con plazo de diez años y dos de gracia.

Para 2024, Cedenar estima una deuda adicional por \$46.024 millones, de los cuales \$25.000 millones serán destinados al cumplimiento del



plan de inversiones establecido en la Resolución CREG 501-024-2023, con un plazo estimado de diez años y dos de gracia, con una tasa indexada. Los restantes \$21.024 millones tienen como finalidad solventar la posición de liquidez, los cuales serían tramitados con Findeter a un plazo de diez años con uno de gracia a una tasa compensada.

De esta manera, al tener en cuenta la deuda actual y pretendida, **Value and Risk** estima que el endeudamiento total para la empresa alcanzaría un máximo de 57,85%, con un promedio de 55,64% para los próximos cinco años.

- **Cuentas por cobrar.** A marzo de 2024, las cuentas por cobrar brutas de Cedenar ascendieron a \$390.731 millones, con una variación interanual de +10,09%, determinado por la prestación del servicio de energía que totalizaron \$282.552 millones (+9,55%) y la disminución en subsidios (-21,35%). Sin embargo, al tener en cuenta el deterioro acumulado, las cuentas por cobrar netas totalizaron \$145.006 millones (+6,64%).

La cartera comercial por altura de mora, se compone principalmente por cuentas con vencimientos mayores a 360 días (56,85%), y menores a 90 días (20,72%). Además, la cartera se encuentra concentrada en la región Pacífico, comportamiento que se ha observado históricamente debido a las dificultades de orden público para llevar a cabo la gestión de cobro en estas zonas y la baja cultura de pago de la población.

Entre tanto, los otros deudores totalizaron \$61.222 millones, principalmente por actividades de AOM¹⁵ del proyecto Cocana, por el cual la empresa ha incurrido en costos por \$53.322 millones al cierre de 2023. Para la recuperación de estos recursos, la entidad ha realizado diferentes actuaciones jurídicas y administrativas, por lo que, la Calificadora hará seguimiento a la evolución de los procesos de reconocimiento y pago de dichos cargos.

- **Flujo de caja.** De acuerdo con los resultados operacionales, para 2023 la compañía generó un *Ebitda* de \$67.193 millones (-17,68%), recursos que fueron suficientes para cubrir los requerimientos de capital de trabajo y atender las inversiones en activos fijos, lo que resultó en flujos de caja operacionales y libres positivos. En este sentido, al considerar los pagos de créditos y otras fuentes de recursos, presentó un aumento del disponible de \$6.058 millones y alcanzó recursos líquidos por \$11.611 millones (+109,07%).

Por otro lado, a marzo de 2024, debido al comportamiento de la utilidad operacional, el *Ebitda* alcanzó \$38.418 millones (+39,55%). Sin embargo, al tener en cuenta el incremento en las cuentas por cobrar y la disminución de las cuentas por pagar, estos recursos no fueron suficientes para atender las mayores necesidades de capital de trabajo y de inversión, lo cual derivó en un flujo de caja libre negativo. Aun así, debido al desembolso de créditos el flujo neto

¹⁵ Administración, operación y mantenimiento.



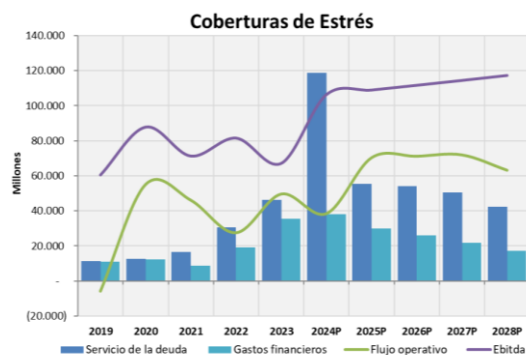
totalizó \$14.281 millones (-0,19%). De esta manera, el disponible cerró en \$25.892 millones, monto con el que se cubre menos de un mes de costos y gastos.

Para **Value and Risk**, la ajustada posición de liquidez de la empresa, responde a los altos requerimientos de inversión, así como los altos costo de operación por compra de energía relacionados con su actividad, sumada a la demora en el reconocimiento y giro de recursos por parte de la Nación que ha resultado en un crecimiento importante de las cuentas por cobrar, lo que ha conllevado a la contratación recurrente de créditos de tesorería para atender los requerimientos de corto plazo, con su correspondiente impacto en los gastos financieros.

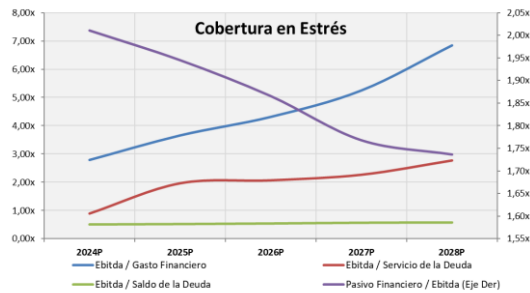
De esta manera, resulta fundamental fortalecer las estrategias y mecanismos de cobro que contribuyan a reducir la acumulación de cuentas por cobrar y garanticen la suficiencia de recursos para atender oportunamente los requerimientos operacionales.

- **Capacidad de pago y perspectivas futuras.** Con el fin de determinar la capacidad de pago de Cedenar, **Value and Risk** elaboró escenarios de estrés en los que se tensionaron variables como el crecimiento de los ingresos, aumento de costos y gastos, niveles moderados de generación de *Ebitda* y la amortización del endeudamiento actual y pretendido, bajo un escenario de altas tasas de interés e incertidumbre económica local.

Para estos escenarios, se considera que Cedenar mantiene una ajustada capacidad de pago frente a la deuda actual y estimada, ya que, para los próximos cinco años, las coberturas del gasto financiero y el servicio de la deuda con el *Ebitda* se ubicarían en mínimos de 2,61x y 0,84x, respectivamente y promedios de 4,26x y 1,86x, en línea con los niveles observados en años anteriores. La menor cobertura respecto al servicio de la deuda se presentaría en 2024 debido al pago del crédito por \$70.000 millones el cual será totalmente amortizado en el año.



Cálculos: Value and Risk Rating S.A.



Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

- **Factores ASG.** Al considerar la estructura organizacional, prácticas de gobierno corporativo, políticas de responsabilidad social empresarial y cuidado del entorno, en opinión de la Calificadora la gestión de la entidad para mitigar los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza es sólida.

Al respecto, la Calificadora pondera la estructura organizacional que se adecúa a los requerimientos y tamaño de la operación, lo cual facilita los procesos de toma de decisiones, soportados en participaciones colegiadas que garantizan la transparencia.

Dentro de los principales cambios se resalta el nuevo gerente general, quien fue designado por la Junta Directiva a partir de diciembre de 2023. Entre tanto, la estructura organizacional se mantiene en cabeza de Asamblea de Accionistas, la Junta Directiva y la Gerencia General quien se soporta en cuatro subgerencias¹⁶, diferentes zonas, así como en las oficinas de Planeación y Sistemas, Control Interno y Jurídica. Actualmente cuenta con 566 funcionarios de los cuales el 89,58% tienen contrato a término indefinido, 8,13% a término fijo y 2,30% con salario integral.

Por su parte, el Sistema de Control Interno se basa en la metodología del Modelo Estándar de Control Interno (MECI). Al respecto, para 2023 logró un grado de madurez satisfactorio con un puntaje de 4,26/5. Además, es de resaltar que Cedenar cuenta con certificaciones del Sistema de Gestión de Calidad y del Sistema de Gestión de Activos bajo las normas ISO 9001:2015 e ISO 55001:2014.

Finalmente, se pondera el compromiso ambiental de la Compañía. Es así como tiene implementado un PUEAA¹⁷, con el objetivo de preservar las cuencas abastecedoras del sistema de generación y cuenta con planes de gestión de residuos peligrosos y de manejo de agua potable y residual.

- **Contingencias.** De acuerdo con la información suministrada, a marzo de 2024, cursaban 102 procesos jurídicos en contra de Cedenar, cuyas pretensiones ascendieron a \$68.166 millones, relacionados en su mayoría con acciones de tipo administrativas (71,57%). Por monto, el 60,90% estaban catalogados con probabilidad media de fallo en

¹⁶ Administrativa y Financiera, Comercial, Distribución y Generación y Gestión Energética.

¹⁷ Plan de Uso Eficiente y Ahorro de Agua.



contra, el 28,47% en alta y el 10,64% en baja. Para ello, ha constituido provisiones por \$8.844 millones que cubren el 45,58% de las de mayor riesgo.

Para **Value and Risk**, al considerar el nivel de las pretensiones frente a las provisiones y el patrimonio de la entidad, Cedenar mantiene una exposición moderada al riesgo legal, y considera importante que continúe con la implementación de políticas para la constitución de provisiones, en beneficio de su capacidad de pago ante posibles efectos adversos.

- **Pasivo pensional.** Cedenar administra un plan de pensiones a los colaboradores que han prestado sus servicios a la empresa por un tiempo determinado y que llegaron a la edad de retiro, de acuerdo con lo establecido en las normas legales. De esta manera, al cierre de 2023, contaban con 472 beneficiarios y su pasivo pensional ascendía a \$71.721 millones. Sin embargo, al tener en cuenta otros beneficios a los empleados el pasivo ascendería a \$84.677 millones.



CARACTERÍSTICAS DEL SECTOR

En Colombia, la prestación de los servicios de energía opera bajo la dirección del Ministerio de Minas y Energía (MME), el Departamento Nacional de Planeación y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Estos entes delegaron la planeación del sistema a la Unidad de Planeación Minero-Energética, así como la regulación a Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) y el control y la vigilancia en la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios.

Por su parte, la operación del Sistema Interconectado Nacional y la administración del mercado están en cabeza de la empresa XM, filial de Interconexión Eléctrica (ISA).

Los agentes del mercado son catalogados según el tipo de actividad que realicen, sean de generación (producción de energía), transmisión (transporte a nivel nacional), distribución (transporte a nivel regional y local) o comercialización (venta a usuarios finales). Adicionalmente, los lineamientos generales y regulatorios propenden por la libre competencia en los negocios de generación y comercialización, mientras que para las actividades de transmisión y distribución definió esquemas monopólicos, aunque con incentivos a las condiciones de competencia cuando sea necesaria.

De otro lado, los servicios de generación y comercialización, así como la compra/venta de energía se regula según el tipo de mercado. El mercado regulado (cuyas transacciones son inferiores a 55 MWh) debe cumplir con la estructura tarifaria establecida por la CREG, mientras que en el no regulado (superiores o iguales a 55 MWh), el precio es pactado libremente mediante un proceso de negociación entre las partes.

Igualmente, los agentes pueden participar en el mercado de energía mayorista (MEM) a través del cual se suscriben contratos bilaterales de suministro de energía para cubrir anticipadamente la demanda y asegurar la venta a un determinado precio. Adicionalmente, según las variaciones en la generación real de energía, a través de la bolsa de energía (operada por XM) se pueden adquirir los faltantes, a la vez que vender los excedentes,

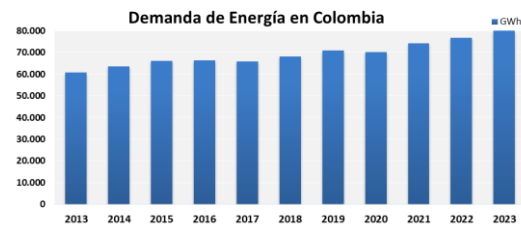
aunque con una mayor exposición al riesgo de mercado.

Derivex, empresa de la cual son socios la Bolsa de Valores de Colombia y XM, les permite a los agentes acceder a un mayor número de productos y *commodities*, con el fin de cubrir sus operaciones ante variaciones de factores externos que puedan afectar el suministro del producto.

Teniendo en cuenta que la capacidad de generación de energía en el país (19.890 MW a diciembre de 2023) está concentrada en la actividad hidráulica (76,79%), la CREG estableció el sistema de cargo por confiabilidad, cuya finalidad es reducir la dependencia de los aportes hidrológicos y propender por el suministro de energía a precios estables que no estén supeditados al precio en bolsa, en periodo de escasez. Este mecanismo permite cobrar un cargo adicional a los usuarios finales, cuyos recursos son subastados a través de obligaciones de energía en firme entre los distintos generadores, con el fin de que operen un activo y se comprometan a prestar el servicio en condiciones de escasez¹⁸.

En este sentido, con el propósito de incrementar y diversificar la generación y así garantizar la continuidad del servicio, el marco normativo incentiva la creación de proyectos de generación alternativos, a la vez que protege a los diferentes agentes del mercado respecto a la disponibilidad de energía necesaria para atender la demanda.

Es de anotar que históricamente la demanda de energía ha mantenido una tendencia creciente. Al cierre de 2023, se situó en 79.985 GWh, con un incremento del 4,35% respecto a 2022.

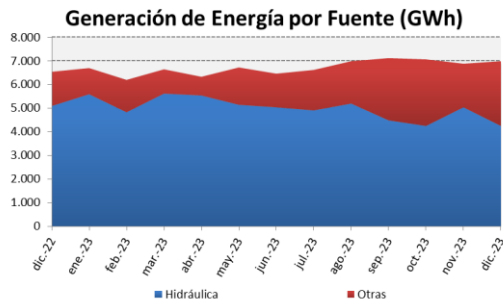


Fuente: XM S.A. E.S.P.

¹⁸ Cuando el precio de la energía en bolsa supera el precio de escasez. Situación que ocurre principalmente cuando la generación hidráulica se reduce.



Por su parte, durante 2023, la generación del Sistema Interconectado Nacional registró un incremento anual del 5,66% hasta alcanzar 80.687 GWh, nivel similar a la demanda nacional y continúa concentrada en fuentes hídricas.



Fuente: XM S.A. E.S.P.

Para **Value and Risk**, el sector energético mantiene una robusta estructura, con una amplia capacidad de generación y distribución en el País. Esto, sumado a que es un sector con altos niveles de regulación, le ha permitido satisfacer la demanda de energía, sin interrupciones importantes en los últimos años.

De acuerdo con las directrices del Plan Nacional de Desarrollo, la Calificadora hará seguimiento a modificaciones en los criterios para la definición de tarifas, las políticas relacionadas con transición energética y cambios regulatorios en el sector.

Si bien dicha capacidad puede verse afectada por condiciones de extrema sequía, la alta concentración en generación hidráulica, los proyectos de generación adicionales, así como los incentivos para la exploración de otras fuentes contribuirán a la estabilidad de la oferta y del precio, a la vez que a la sostenibilidad del sector.

PERFIL DE LA ENTIDAD

El objeto social de Cedenar es la prestación del servicio público de energía eléctrica y actividades relacionadas. De este modo, se centra en la comercialización, generación y distribución, en el departamento de Nariño y algunos municipios del Cauca.

Su accionista mayoritario es el Instituto de Planificación y Promoción de Soluciones Energéticas para las Zonas no Interconectadas (IPSE) con 64,71% de las acciones, seguido del

Ministerio de Hacienda con una participación de 35,28%.

Cabe mencionar que, cuenta con la Certificación de Calidad bajo la norma ISO 9001:2015 para el periodo 2022 – 2025, y el último año consiguió la Certificación en Sistema de Gestión de Activos acorde a la Norma ISO 55001:2014.

POSICIONAMIENTO DE MERCADO

Al cierre de diciembre de 2023, Cedenar atendió 547.058 usuarios en Nariño y Cauca, de los cuales, el 93% corresponden a usuarios residenciales y 7% a usuarios no residenciales. El incremento de su participación en el mercado se debe a la dinámica poblacional, el desarrollo urbano de la zona de influencia y la ampliación de su capacidad instalada y cobertura.

Así, y de acuerdo con la información reportada por XM, de la demanda comercial nacional, que totalizó 79.526,7 GWh/año, Cedenar representó el 1,03% (818,93 GWh/año).

FORTALEZAS Y RETOS

Fortalezas

- Amplia trayectoria en el sector, con experiencia en el desarrollo proyectos energéticos estratégicos.
- Respaldo del Gobierno Nacional y relevancia en la generación, comercialización y distribución de energía en su zona de influencia.
- Adecuada estructura organizacional, con mecanismos de seguimiento y control que le permiten tomar decisiones oportunas ante cambios en las condiciones del mercado.
- Favorables indicadores de cobertura en las zonas urbanas y rurales, en mejora constante.
- Niveles de exposición a precios de bolsa controlados, favorecidos por la existencia de contratos bilaterales a largo plazo.
- Disminución permanente de la duración y frecuencia de las interrupciones.
- Tendencia creciente en la generación de ingresos y base de usuarios.
- Certificación de calidad ISO 9001:2015 y Certificación en Sistema de Gestión de Activos ISO 55001:2014.



- Sólida gestión de factores ASG.

Retos

- Mantener niveles controlados de exposición al precio de bolsa.
- Recuperar el saldo de la opción tarifaria en el menor tiempo posible.
- Realizar los ajustes tarifarios requeridos en favor de la dinámica de los ingresos y los niveles de rentabilidad.
- Recuperar los recursos asociados al proyecto Cocana en beneficio de su posición de liquidez.
- Mejorar la efectividad de las estrategias de recaudo y gestión de la cartera para las zonas Pacífico y Norte, al considerar las dificultades de orden público.
- Mantener controlados los niveles de endeudamiento.
- Monitorear constantemente el perfil de riesgo legal, para prevenir posibles impactos negativos en sus finanzas.

En adición, **Value and Risk** monitoreará, entre otros, los siguientes aspectos, los cuales podrían tener un impacto sobre la calificación asignada:

- Adecuado funcionamiento de las PCH.
- Evolución de la estructura de costos e impactos por los niveles de exposición en bolsa.
- Dinámica de los resultados operacionales y netos.
- Aumento en el nivel de endeudamiento, especialmente en créditos de tesorería.
- Evolución de las cuentas por cobrar, especialmente la relacionada con el proyecto Cocana.
- Presiones adicionales sobre la posición de liquidez.

ESTADOS DE RESULTADOS DE CEDENAR S.A. E.S.P. DE 2019 A MARZO DE 2024
 (CIFRAS EN MILES DE PESOS)

ESTADO DE RESULTADOS (P&G)	2019	2020	2021	2022	mar-23	2023	mar-24
Ingresos operacionales	396.450.303	445.625.557	466.167.574	563.129.439	144.341.150	630.715.136	169.461.690
Costos de ventas	338.618.976	359.877.474	396.364.234	481.786.072	117.565.657	561.921.721	129.898.455
UTILIDAD BRUTA	57.831.326	85.748.083	69.803.340	81.343.367	26.775.492	68.793.416	39.563.236
Gastos administrativos	23.580.245	25.534.016	27.043.058	29.337.861	6.951.634	33.106.567	8.978.009
Provisiones	22.977.276	66.392.379	24.403.758	22.853.625	7.413.555	32.636.151	10.700.027
Depreciaciones y amortizaciones	683.160	384.414	379.421	416.442	94.300	399.756	108.690
UTILIDAD OPERACIONAL	10.590.645	(6.562.725)	17.977.103	28.735.439	12.316.004	2.650.941	19.776.510
Ingresos financieros	623.002	657.695	364.996	1.409.519	438.506	1.394.209	222.600
Gastos financieros	10.842.891	12.280.447	8.526.086	19.258.325	8.348.843	35.320.735	9.860.335
Otros ingresos	16.094.141	20.761.329	25.910.722	13.462.887	2.219.059	16.292.584	2.113.186
Otros gastos	2.353.246	4.539.675	6.134.813	7.149.298	404.284	8.632.518	525.802
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	14.111.652	(1.963.824)	29.591.921	17.200.223	6.220.441	(23.615.518)	11.726.159
Provisión impuesto	8.393.161	10.031.465	11.377.412	9.818.494	2.545.902	(8.027.433)	4.442.894
UTILIDAD NETA	5.718.491	(11.995.289)	18.214.509	7.381.729	3.674.539	(15.588.086)	7.283.265

PRINCIPALES INDICADORES DE CEDENAR S.A. E.S.P. DE 2019 A MARZO DE 2024

INDICADORES	2019	2020	2021	2022	mar-23	2023	mar-24
ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ							
Endeudamiento (Pasivo/Activo)	54,21%	53,42%	51,84%	54,75%	54,29%	58,78%	57,94%
Pasivo Financiero / Total Activo	14,72%	16,97%	18,61%	22,75%	25,53%	25,17%	30,10%
Pasivo Financiero / Total Pasivo	27,16%	31,76%	35,90%	41,56%	47,03%	42,82%	51,96%
Pasivo Financiero / Patrimonio	32,16%	36,42%	38,64%	50,28%	55,85%	61,06%	71,56%
Razón Corriente	1,31x	1,26x	1,42x	1,28x	1,65x	1,24x	1,33x
Ebitda	60.520.284	87.898.261	71.350.946	81.621.743	27.530.341	67.193.277	38.418.356
% Crecimiento del Ebitda	0,17%	45,24%	-18,83%	14,39%	-59,03%	-17,68%	39,55%
Flujo de Caja Operacional	-5.696.542	55.112.710	46.122.205	27.593.016	8.441.504	49.652.857	-12.675.544
Flujo de Caja Libre sin Financiación	-29.142.722	39.638.446	11.352.529	-27.146.575	5.421.783	39.018.428	-19.101.781
ACTIVIDAD Y EFICIENCIA							
Variación de los ingresos operacionales	1,48%	12,40%	4,61%	20,80%	NA	12,00%	17,40%
Variación Gastos Administrativos	4,79%	8,29%	5,91%	8,49%	NA	12,85%	29,15%
Variación Costos	2,04%	6,28%	10,14%	21,55%	NA	16,63%	10,49%
Rotación de Cuentas por Cobrar Comercial (Días)	176	160	171	205	196	185	175
Rotación de Inventario (Días)	8	9	10	5	4	4	4
Rotación Proveedores (Días)	35	26	29	48	32	51	29
Ciclo de Caja (Días)	149	143	152	162	169	138	150
Capital de Trabajo	36.238.690	31.555.690	44.023.007	44.953.759	82.074.083	43.683.150	57.518.078
RENTABILIDAD							
Margen Bruto	14,59%	19,24%	14,97%	14,44%	18,55%	10,91%	23,35%
Margen Operacional	2,67%	-1,47%	3,86%	5,10%	8,53%	0,42%	11,67%
Margen Neto	1,44%	-2,69%	3,91%	1,31%	2,55%	-2,47%	4,30%
ROA	0,82%	-1,73%	2,56%	0,94%	1,89%	-1,94%	3,67%
ROE	1,78%	-3,72%	5,32%	2,08%	4,16%	-4,70%	8,88%
Ebitda / Ingresos	15,27%	19,72%	15,31%	14,49%	19,07%	10,65%	22,67%
Ebitda / Activos	8,65%	12,69%	10,03%	10,41%	14,79%	8,35%	20,49%
COBERTURAS							
Ut. Operacional / Gasto Financiero	0,98x	-0,53x	2,11x	1,49x	1,48x	0,08x	2,01x
Ebitda / Gasto Financiero	5,58x	7,16x	8,37x	4,24x	3,30x	1,90x	3,90x
Ebitda / Servicio de la Deuda	5,36x	6,98x	4,34x	2,66x	2,74x	1,45x	3,10x
Ebitda / Saldo de la Deuda	0,59x	0,75x	0,54x	0,46x	0,14x	0,33x	0,16x
Flujo operativo / Gasto Financiero	-0,53x	4,49x	5,41x	1,43x	1,01x	1,41x	-1,29x
Flujo Libre / Gasto Financiero	-2,69x	3,23x	1,33x	-1,41x	0,65x	1,10x	-1,94x
Flujo Operacional / Servicio de la Deuda	-0,50x	4,38x	2,81x	0,90x	0,84x	1,07x	-1,02x
Flujo Libre / Servicio de la Deuda	-2,58x	3,15x	0,69x	-0,88x	0,54x	0,84x	-1,54x
Flujo Operativo / Capex	-0,20x	2,54x	1,07x	0,54x	3,69x	1,89x	-3,55x
Pasivo Financiero / Ebitda (Eje Der)	1,70x	1,34x	1,86x	2,19x	7,28x	3,01x	6,31x

Una calificación de riesgo emitida por Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas. Por ello, la Calificadora no asume responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información. Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en la página web de la Calificadora www.vriskr.com