



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

### REVISIÓN ANUAL

Acta Comité Técnico No. 653  
Fecha: 2 de junio de 2023

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.**

**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.

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

**Miembros Comité Técnico:**

Jesús Benedicto Díaz Durán  
Javier Bernardo Cadena Lozano  
Iván Darío Romero Barrios

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 y de derecho privado, fundada en 1955, con sede principal en Pasto (Nariño) y vigilada por la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios. Su operación comprende tres líneas de negocio: 1) generación de energía eléctrica por medio de las pequeñas centrales hidroeléctricas<sup>1</sup> (PCH), 2) distribución mediante un sistema de red, subestaciones y equipos extendidos a cinco zonas geográficas del departamento de Nariño y 3) la comercialización de energía del mercado regulado y no regulado.

Igualmente, realiza actividades conexas como asesorías en instalaciones eléctricas y técnicas, control y ahorro de energía, análisis de voltaje, entre otras. A diciembre de 2022, prestó el servicio de energía eléctrica a 517.366 usuarios (+2,76%) correspondientes principalmente a clientes residenciales de los estratos uno y dos (81,93% del total).

Mantiene una amplia capacidad instalada, compuesta por 52 subestaciones eléctricas, 7.393 kilómetros de red de 13,8 kV<sup>2</sup>, 15.652 km de baja tensión y más de 16.000 transformadores de distribución. Así, se exaltan los niveles de cobertura urbana y rural (99,6% y 87,7%, en su orden) al igual que la generación, a través de cuatro PCH que alcanzan una capacidad neta de 26,5 MW<sup>3</sup>. Sin embargo,

**Contactos:**

Santiago Argüelles Aldana.  
[santiago.arguelles@vriskr.com](mailto:santiago.arguelles@vriskr.com)

Carlos Mario Tejada Torres.  
[carlos.tejada@vriskr.com](mailto:carlos.tejada@vriskr.com)

Tel: (571) 5 26 5977  
Bogotá D.C. (Colombia)

<sup>1</sup> Ubicadas en los ríos Mayo, Bobo, Sapuyes y Pasto.

<sup>2</sup> Kilovoltio.

<sup>3</sup> Megavatio.



cabe anotar que desde 2021 una de las plantas se encuentra en proceso de repotenciación<sup>4</sup>.

Durante 2022, la generación alcanzó 139,3 GWh<sup>5</sup>, menor a los 164,1 GWh de 2021, debido a fallos presentados en uno de los generadores de planta, sumado a dificultades de seguridad que dificultaron las labores de mantenimiento en las zonas. Ahora bien, una vez entre en operación nuevamente la PCH Julio Bravo, se estima que aporte cerca del 12% adicional a la generación anual promedio de los últimos años, por lo que se considera como un importante desafío incrementar su capacidad de generación y atención del servicio.

De otra parte, sobresale el control de pérdidas totales de energía, el cual cerró en 16,92%, frente a la meta definida de 16,95% y al 17,80% registrado en 2021. Lo anterior, como resultado de las labores de detección y mantenimiento efectuadas que permitieron conservar la tendencia decreciente del indicador, aunque con algunas oportunidades de mejora en las regiones Pacífico, Norte y Cauca-Nariño (Cocana), toda vez que situaciones de orden público y social han dificultado el desplazamiento y ejecución de actividades de reparación.

De igual forma, la Calificadora pondera las medidas implementadas para mejorar la continuidad del servicio, enfocadas en la remodelación de la red y la modernización de subestaciones, entre otras estrategias que contribuyeron a la reducción de los indicadores de duración y frecuencia de las interrupciones frente a lo reportado en vigencias anteriores. De esta manera, en 2022 el SAIDI<sup>6</sup> y SAIFI<sup>7</sup> se situaron en 55,65 horas y 28,68 veces (x), en mejor posición frente a los reportados al cierre de 2021 (66,04 horas y 31,48x) y la meta definida (64,87 horas y 28,85x).

Adicionalmente, durante el último año y con el objetivo de ampliar la prestación del servicio, con el apoyo del Ministerio de Minas y Energía (MME), avanzó en proyectos financiados a través de los fondos de apoyo financiero FAER<sup>8</sup>, FAZNI<sup>9</sup> y PTSP<sup>10</sup>, cuyos valores acumulados superaron los \$100.000 millones y beneficiaron a más de 13.000 usuarios.

Para **Value and Risk**, Cedenar mantiene un direccionamiento estratégico congruente con sus objetivos de mediano y largo plazo, así como adecuadas metodologías de seguimiento que contribuyen con su ejecución y a la formulación de planes de acción de manera oportuna. Asimismo, pondera la participación en proyectos de alta relevancia en conjunto con la Nación, que propenden por mejorar los niveles de cobertura y atender de mejor manera las necesidades de los usuarios.

<sup>4</sup> PCH Julio Bravo, se estima que entre en operación en el último trimestre de 2023.

<sup>5</sup> Gigavatio-hora.

<sup>6</sup> *System Average Interruption Duration Index.*

<sup>7</sup> *System Average Interruption Frequency Index.*

<sup>8</sup> Fondo de Apoyo de Electrificación Rural.

<sup>9</sup> Fondo de Apoyo para Zonas No Interconectadas.

<sup>10</sup> Plan Todos Somos Pacífico.



Además, reconoce que las inversiones realizadas en infraestructura permitirán la mejora constante de la capacidad de generación propia y a reducir la dependencia al suministro de terceros. Motivo por el cual, la culminación de las obras en la PCH y su puesta en funcionamiento en los tiempos definidos, serán determinantes para lograr una recomposición y asignación eficiente en su estructura de costos y la generación de eficiencias operativas, factores a los cuales la Calificadora continuará haciendo seguimiento.

- **Proyecto de interconexión Cauca – Nariño (Cocana).** Desde 2018, por solicitud del MME, Cedenar fue designado como el operador de red del proyecto de interconexión Cocana, con el objetivo de incorporar al sistema nueve municipios de los departamentos de Cauca y Nariño. Desde entonces, la compañía se hizo cargo de los gastos asociados a la administración, operación y mantenimiento (AOM) de la infraestructura hasta 2021, cuando comenzó a realizar la comercialización y gestión de cobro de manera directa.

Lo anterior, ha generado costos acumulados por \$22.456 millones relacionados con el servicio de energía y \$32.304 millones por AOM, montos que fueron asumidos en su totalidad con recursos propios y créditos obtenidos con bancos. Al respecto, el contrato estipuló que la remuneración del AOM y demás costos asumidos se hará por medio de los cargos por uso de los activos que sean aprobados por la CREG<sup>11</sup>, por el tiempo transcurrido entre la entrada en operación de la línea, la comercialización del servicio de energía y la aprobación y giro efectivo de los cargos por inversión aprobados por la Comisión. De este modo, el MME, de acuerdo con el contrato suscrito, debe reconocer a Cedenar los recursos destinados, así como los intereses de la deuda asociada.

Ahora bien, vale destacar que el MME por medio de las resoluciones 40241, 40239 y 40162 de 2022 reglamentó un esquema que permite el reconocimiento de los subsidios a las empresas prestadoras del servicio en fronteras comerciales, el reconocimiento de la inversión por el uso y goce de la infraestructura del proyecto de interconexión, además de los pagos que deben realizarse por mantener la disponibilidad de las plantas *diesel*, que existían en las poblaciones antes de migrar de la ZNI<sup>12</sup> al SIN<sup>13</sup>.

Así, la compañía estima recuperar durante 2023 \$22.456 millones vía subsidios<sup>14</sup>, \$32.304 millones por remuneración de la inversión y \$17.285 millones por las plantas de las antiguas ZNI, que favorecerán los niveles de liquidez y de capital de trabajo. De acuerdo con la información suministrada, a la fecha se encuentra pendiente que el

---

<sup>11</sup> Comisión de Regulación de Energía y Gas.

<sup>12</sup> Zonas No Interconectadas.

<sup>13</sup> Sistema Interconectado Nacional.

<sup>14</sup> De acuerdo con la información suministrada, en abril de 2023 se recibieron los primeros \$9.000 millones.



MME emita la autorización para que Cedenar como operador de red pueda solicitar el cobro total del componente de inversión<sup>15</sup>.

Por último, cabe destacar la relevancia del proyecto, toda vez que beneficia a cerca de 80.000 personas en seis municipios de Nariño<sup>16</sup> y tres de Cauca<sup>17</sup>, cuya demanda de energía durante el 2022 fue de 43,22 GWh/año, con un aumento anual de 0,81% y representó el 5,45% de la demanda total.

- **Exposición a los precios de bolsa.** Durante 2022, la demanda de energía total de Cedenar ascendió a 793,3 GWh, de los cuales el 17,6% se atendió con generación propia, mientras que el 71,5% y el 10,9% a través de contratos de compra de largo plazo y en bolsa, en su orden. Cabe señalar que la compañía mantiene contratos vigentes de compra de energía con plazos máximos hasta 2041, por lo que, en opinión de **Value and Risk**, mantiene controlados niveles de exposición por lo que no estiman cambios significativos en el mediano plazo.

Ahora bien, a marzo de 2023, se observó una mayor exposición de precios, toda vez que, de los 132,6 GWh requeridos, el 42,09% fue obtenido a través de operaciones en bolsa. No obstante, dicha situación ha afectado a la mayoría de los comercializadores en el País, que presentaron menores niveles de compra de energía por medio de contratos, dada la disminución en la oferta durante el primer trimestre. Esto, producto de la incertidumbre generada por la entrada en funcionamiento del proyecto Hidroituango<sup>18</sup> y la falta de conexión de los proyectos de energía renovable en la Guajira<sup>19</sup>.

Sin embargo, de acuerdo con información suministrada, durante abril y mayo de 2023 la exposición en bolsa se ha reducido y su comportamiento ha sido acorde con los niveles históricos, razón por la cual ésta se ha reducido a niveles inferiores al 30%.

- **Niveles de ejecución presupuestal.** El presupuesto asignado para Cedenar a 2022 totalizó \$750.646 millones, con un incremento anual de 8,01%. De estos, recaudó en ingresos el 81,92% y comprometió en gastos el 91,41%, por lo que obtuvo un déficit de \$78.781 millones. Aunque al evaluar únicamente los gastos pagados, registró un superávit efectivo de \$17.833 millones.

La dinámica de los ingresos estuvo determinada por los recursos de capital, que se ejecutaron en el 45,12% y abarcaron el 31,39% del estimado. Lo anterior, producto de menores desembolsos de créditos, recursos recibidos para convenios y recuperaciones de cartera. Sin embargo, sobresalen los niveles de apropiación de los ingresos por

<sup>15</sup> La entidad surtió los procesos de radicación de documentos ante la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios.

<sup>16</sup> Santa Bárbara de Iscuandé, El Charco, La Tola, Olaya Herrera, Mosquera y Francisco Pizarro

<sup>17</sup> Guapi, Timbiquí y López de Micay.

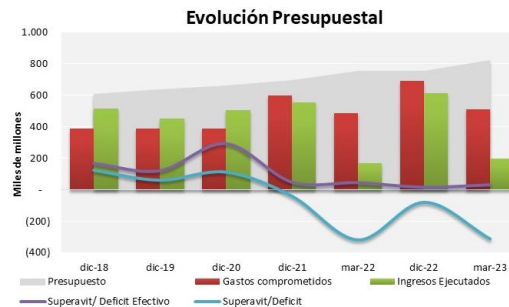
<sup>18</sup> Actualmente el proyecto tiene en funcionamiento dos turbinas de generación.

<sup>19</sup> Por situaciones de orden público, social y económico que han afectado proyectos de generación eólica.



venta de energía (98,98%), que constituyen el principal rubro (42,90%).

Por su parte, la ejecución de gastos está representada principalmente por los de inversión (conformados principalmente por la compra de energía eléctrica por medio de contratos bilaterales y en bolsa) que fueron ejecutados en el 93,45% y representaron el 60,78% del total presupuestado. De igual manera, los de funcionamiento y operación comercial registraron apropiaciones de 97,49% y 96,23%, en su orden.



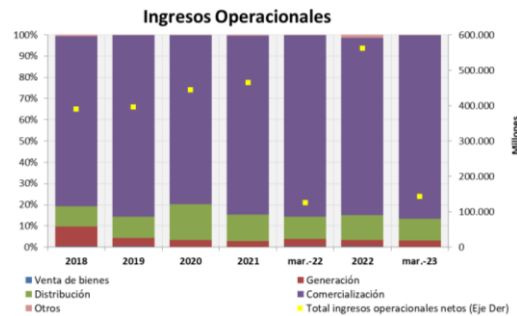
Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública.  
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Para 2023, el presupuesto alcanzó \$820.071 millones, de los cuales al cierre del primer trimestre había apropiado el 24,23% en ingresos y comprometido el 62,36% en gastos, brecha que considera gastos que se comprometen para toda la vigencia (de manera anticipada, principalmente compra de energía). De esta manera el déficit neto se ubicó en \$312.721, mientras que, el superávit efectivo fue de \$33.380 millones.

**Value and Risk** reconoce el comportamiento presupuestal relacionado con su objeto misional, así como la capacidad de Cedenar para recaudar los ingresos por venta de servicios, los cuales contribuyen al cumplimiento de sus requerimientos operacionales. No obstante, considera importante continuar fortaleciendo las estrategias que garanticen la apropiación de recursos por convenios dentro de las anualidades, así como aquellas orientadas a mejorar el recaudo en la zona Pacífico, pues históricamente ha presentado indicadores significativamente menores al resto del Departamento.

- **Crecimiento de los ingresos.** Al cierre de 2022, los ingresos operacionales de Cedenar ascendieron a \$563.129 millones con una variación anual de +20,80%, gracias al mejor desempeño de los servicios de comercialización, distribución y generación que registraron crecimientos de 19,84%, 16,46% y 24,93%, respectivamente.





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

Lo anterior, gracias a la mayor demanda de energía, los ajustes tarifarios y el aumento en los cargos de distribución. Igualmente, se observaron aumentos en la ejecución de contratos FAZNI asociados a proyectos de instalación de soluciones energéticas en ZNI en los municipios de Puerto Asís, Mocoa, Valle de Guamuez y Orito en el departamento del Putumayo.

Por su parte, a marzo de 2023, los ingresos operacionales netos totalizaron \$144.341 millones, con un incremento interanual de 15,05%, producto de la dinámica del componente de comercialización (+10,22%), por un mayor número de usuarios y la demanda de energía, frente a la reducción de 69,50% en las devoluciones.

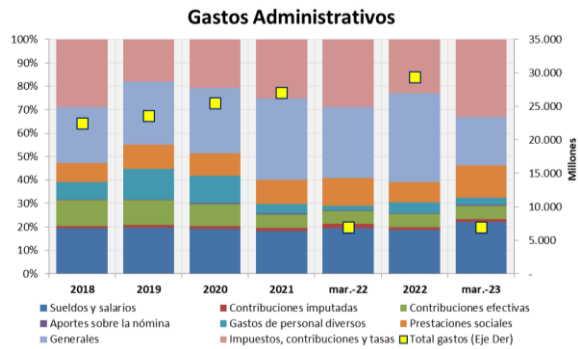
Si bien la Calificadora pondera la tendencia creciente y sostenida de los ingresos, considera que su estructura se ha visto impactada por la aplicación de la opción tarifaria CREG 012 de 2020, que ha impedido realizar el traslado total del aumento de los costos al usuario. Por ello, una vez las disposiciones normativas lo permitan, es importante que adelante los ajustes tarifarios correspondientes de manera gradual que le permitan hacer frente a los incrementos estimados en los costos, y, por ende, contribuir a su posición financiera y capacidad de pago.

- **Niveles de rentabilidad.** A diciembre de 2022, los costos de Cedenar ascendieron a \$481.786 millones (+21,55%), determinados por el aumento de las compras de energía (+25,03%), teniendo en cuenta la indexación de los contratos de compra a largo plazo al IPP<sup>20</sup>. Entre tanto, los volúmenes negociados fueron de 568.962 MWh (-0,17%) a través de contratos y 101.526 MWh (+24,59%) en bolsa.

De otro lado, los gastos operacionales totalizaron \$29.338 millones (+8,49%), principalmente por el aumento en los salariales (+10,86%) y los generales (+18,70%), determinados principalmente por la dinámica de honorarios. En ese sentido, y al incluir la evolución de las provisiones, relacionadas principalmente con deterioros de cartera, la utilidad operacional se situó en \$28.736 millones (+59,84%), con un margen<sup>21</sup> de 5,10% (+1,25 p.p.).

<sup>20</sup> Índice de Precios al Productor.

<sup>21</sup> Utilidad operacional / ingresos operacionales.



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

No obstante, al evaluar la carga financiera, impactada por los desembolsos de crédito en el último año en conjunto con el aumento de tasas de interés en el mercado, al cierre de 2022 la utilidad neta cerró en \$7.381 millones (-59,47%), con sus respectivos impactos en los indicadores ROA<sup>22</sup> y ROE<sup>23</sup>, que se ubicaron en 0,94% (-1,62 p.p.) y 2,08% (-3,24 p.p.), respectivamente.

	2018	2019	2020	2021	mar-22	2022	mar-23
<b>Margen Bruto</b>	15,06%	14,59%	19,24%	14,97%	24,18%	14,44%	18,55%
<b>Margen Operacional</b>	4,76%	2,67%	-1,47%	3,86%	12,41%	5,10%	8,53%
<b>Margen Neto</b>	2,32%	1,44%	-2,69%	3,91%	9,49%	1,31%	2,55%
<b>ROA</b>	1,34%	0,82%	-1,73%	2,56%	6,70%	0,94%	1,89%
<b>ROE</b>	2,65%	1,78%	-3,72%	5,32%	14,13%	2,08%	4,16%
<b>Ebitda / Ingresos</b>	15,46%	15,27%	19,72%	15,31%	24,47%	14,49%	19,07%
<b>Ebitda / Activos</b>	8,92%	8,65%	12,69%	10,03%	17,95%	10,41%	14,79%

Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Al cierre de marzo de 2023, Cedenar obtuvo una utilidad operacional de \$12.316 millones con una reducción de 20,92%, dado el mayor incremento de los costos (+23,59%) frente a los ingresos, asociados a las mayores compras en bolsa. Situación que no alcanzó a ser compensada por la moderada reducción de los gastos operacionales (-0,27%). De esta manera, y al tener en cuenta los importantes costos financieros, la utilidad neta se situó en \$3.675 millones (-69,15%) con su efecto sobre los índices de rentabilidad.

En consideración de **Value and Risk**, los resultados observados en el último año reflejan los efectos del aumento de la inflación y las tasas de referencia, que han conllevado presiones sobre los costos y un aumento permanente en los gastos por intereses. Por ello, para la Calificadora resulta fundamental que la entidad logre la recuperación definitiva de los recursos del proyecto Cocana y consolide los ajustes tarifarios correspondientes.

- **Nivel de endeudamiento.** Entre marzo de 2022 y 2023 el pasivo de Cedenar aumentó 13,84% hasta \$425.954 millones. Comportamiento determinado por el incremento de las obligaciones financieras (+38,78%) y pasivos con proveedores (+38,68%), rubros que

<sup>22</sup> Utilidad neta / activo.

<sup>23</sup> Utilidad neta / patrimonio.



participaron con el 47,03% y 9,75% del total. Dinámica que fue parcialmente compensada con la disminución del pasivo pensional (-16,22% dada la actualización del cálculo actuarial realizado en diciembre de 2022. Así, el nivel de endeudamiento se situó en 54,29% (+2,94 p.p.).

Respecto al pasivo financiero, alcanzó \$200.315 millones asociado a desembolsos de dos operaciones de crédito en julio de 2022 y enero de 2023 por \$28.000 millones y \$24.969 millones, destinadas a financiación de gastos de mantenimiento al sistema de distribución y proyectos de inversión, ambos con plazos de diez años y dos de gracia.

De otro lado, la empresa pretende adquirir nueva deuda hasta por \$81.718 millones, de los cuales \$51.718 millones serán destinados a proyectos de inversión, con un plazo estimado de diez años, con dos años de gracia, a una tasa indexada y \$30.000 millones para la gestión de la tesorería de corto plazo.

Al tener en cuenta dichas operaciones, la Calificadora estima que el nivel de endeudamiento alcanzaría un máximo de 58,47%, con una media de 56,84% en los próximos cinco años.

- **Cuentas por cobrar.** Al cierre del primer trimestre de 2023, las cuentas por cobrar brutas de Cedenar ascendieron a \$354.934 millones con una variación interanual de +22,31%, dado el aumento de la cartera de energía (+20,17%) y subsidios (+292,39%). Estos últimos, teniendo en cuenta el incremento de subsidios causados en 2022 y la reclasificación de \$22.456 millones, asociados a la operación del proyecto Cocana entre 2018 y 2020<sup>24</sup>.

La cartera comercial por altura de mora<sup>25</sup> se concentró en vencimientos mayores a 360 días (63,09%), mientras que aquella hasta 30 días representó el 19,20%. Es de mencionar que, la mayor concentración de la cartera se encuentra en la región Pacífico, cuya gestión de cobro históricamente ha sido difícil.

Respecto a los recursos por cobrar del proyecto Cocana, se espera que para 2023, Cedenar recupere los \$22.456 millones reconocidos como subsidios que fueron asumidos en las compras de energía entre 2018 y 2020, de acuerdo con la Resolución MME 40241 del 2022.

Por su parte, los otros deudores (\$40.291 millones) corresponden en su mayoría las actividades de AOM del proyecto de interconexión Cuaca – Nariño (\$32.304 millones), los cuales se encuentran provisionados en su totalidad. Al respecto, se pondera que la entidad registra avances importantes para el reconocimiento de los componentes de inversión y el giro de subsidios pendientes.

- **Flujo de caja.** En línea con la dinámica de los resultados operacionales, al cierre de 2022, la compañía generó un *Ebitda* de

<sup>24</sup> Anteriormente se encontraban en otros deudores.

<sup>25</sup> No incluye cartera financiada por \$68.955 millones, derivada de planes de cobro diferido implementados en zonas de difícil recaudo en la región Pacífico.





\$81.622 millones (+14,39%), recursos que, si bien resultaron suficientes para solventar los requerimientos de capital de trabajo (determinados principalmente por el aumento de las cuentas por cobrar), no lograron cubrir las inversiones en activos fijos, lo que derivó en un flujo de caja libre negativo. De esta manera, al considerar los desembolsos de créditos y otras fuentes y usos de recursos, registró una disminución del disponible de \$6.578 millones hasta alcanzar los \$5.554 millones (-54,22%).

Ahora bien, a marzo de 2023, y teniendo en cuenta la reducción de la utilidad operacional, el *Ebitda* se situó en \$27.530 millones (-10,32%), suficiente para hacer frente a las necesidades de capital de trabajo y de inversión. Por su parte, el flujo neto ascendió a \$14.309 millones e incrementó el disponible hasta \$19.862 millones, monto que no alcanzaría a cubrir un mes de costos y gastos.

En opinión de **Value and Risk**, Cedenar cuenta con una ajustada posición de liquidez, por cuenta de los altos requerimientos de inversión propios de su naturaleza, la compra de energía y la constante acumulación de cuentas por cobrar tanto con usuarios como con de la Nación. Situación que ha conllevado a la contratación permanente de créditos de tesorería para financiar el desarrollo de la operación, con su correspondiente costo financiero. Por lo anterior, considera fundamental mantener el robustecimiento continuo de la gestión del cobro que garantice la disponibilidad de recursos en favor de su capacidad de pago.

- **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.

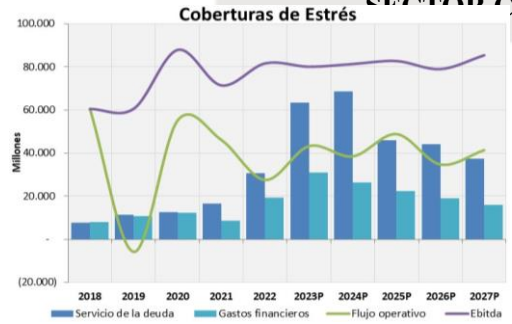
Así y bajo dichos escenarios, para la Calificadora, Cedenar mantiene una adecuada capacidad de pago frente a la deuda actual y estimada, teniendo en cuenta que, para los próximos cinco años, las coberturas del gasto financiero y el servicio de la deuda con el *Ebitda* se ubicarían en mínimos de 2,59 veces (x) y 1,19x. De otro lado, la relación de *payback*<sup>26</sup> alcanzaría un máximo de 3,12x, inferior al plazo medio del endeudamiento pretendido, aunque superior a los niveles observados históricamente.

---

<sup>26</sup> Pasivo financiero / *Ebitda*.



## SECTOR CORPORATIVO



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.

En consideración de **Value and Risk**, Cedenar cuenta con una adecuada estructura organizacional que se ajusta al tamaño y complejidad del negocio. Lo anterior, soportado en una adecuada estructura organizacional, según los requerimientos de la operación y los procesos de toma de decisiones, soportados en participaciones colegiadas que garantizan la transparencia.

Igualmente, cuenta con el Sistema de Control Interno, estructurado bajo la metodología del Modelo Estándar de Control Interno (MECI), en cuya evaluación de 2022 obtuvo un puntaje de 4,23/5, que lo sitúa en un grado de madurez satisfactorio.

En línea con el compromiso ambiental, la compañía tiene estructurado un PUEAA<sup>27</sup> que incorpora acciones encaminadas a conservar y proteger las cuencas abastecedoras del sistema de generación. De esta manera, durante 2022, apoyó la siembra de cerca de 80.000 árboles en zonas estratégicas de las cuencas río Mayo, Bobo, Pasto y Sapuyes, a la vez que realizó mantenimiento silvicultural a 60.000 árboles. Así mismo, cuenta con planes de gestión de residuos peligrosos y de manejo de agua potable y residual.

Adicionalmente, se destaca que, dadas las temporadas de lluvias que ocasionaron desastres naturales en diferentes zonas del Departamento,

<sup>27</sup> Plan de Uso Eficiente y Ahorro de Agua.



la empresa brindó ayudas a las poblaciones afectadas a través de la entrega de alimentos, elementos de aseo personal y alojamiento transitorio, entre otros.

- **Contingencias.** De acuerdo con la información suministrada, a marzo de 2023, cursaban en contra de Cedenar 104 procesos jurídicos con pretensiones por \$73.165 millones, relacionados en su mayoría con actuaciones administrativas (76,36%), para lo cual cuenta con provisiones constituidas por \$8.701 millones.

Por monto, el 12,16% tenían alta probabilidad de fallo en contra, mientras que el 65,81% y 22,03% estaban catalogados con riesgo medio y bajo, en su orden. De esta manera, y al considerar el nivel de las pretensiones frente al patrimonio, resultados y generación de recursos, en opinión de la Calificadora, Cedenar mantiene una exposición al riesgo legal moderada. Por ello, considera importante que continúe fortaleciendo los mecanismos de defensa judicial que permitan anticiparse a cambios en los perfiles de riesgo y mitigar posibles impactos sobre su posición financiera.

- **Pasivo pensional.** Cedenar administra un plan de pensiones a empleados que prestaron sus servicios por un tiempo determinado y que alcanzaron su edad de retiro, de conformidad con las normas legales. Al cierre de 2022, contaban con 481 beneficiarios mientras que las obligaciones por pensiones de jubilación y otros beneficios post empleo ascendieron a \$85.842 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, la regulación a la 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 y el no regulado (superiores o iguales a 55 MWh), según el precio pactado libremente mediante un proceso de negociación entre las partes.

Asimismo, los agentes pueden participar en el MEM mediante contratos bilaterales de suministro de energía para cubrir anticipadamente la demanda y asegurar la venta a un determinado precio. En adición, según las variaciones en la generación real de energía, a través de la bolsa de energía (operada por XM), es posible adquirir los faltantes, a la vez que vender los excedentes, aunque con una mayor exposición al riesgo de mercado.

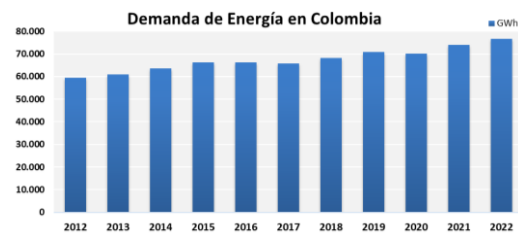
Derivex, empresa en la cual participan la Bolsa de Valores de Colombia y XM, permite a los agentes

acceder a un mayor número de productos y commodities para cubrir sus operaciones ante variaciones de factores externos que puedan afectar el suministro de las materias primas.

Ahora bien, dado que la capacidad de generación de energía en el País (18.790 MW a diciembre de 2022) está concentrada en la actividad hidráulica (77,59%), 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 periodos de escasez. Este mecanismo permite cobrar un cargo adicional a los usuarios finales, cuyos recursos son subastados mediante OEF entre los distintos generadores para operar un activo y comprometerse a prestar el servicio en condiciones de escasez<sup>28</sup>

En este sentido, con el propósito de incrementar y diversificar la generación y garantizar la continuidad del servicio, el marco normativo incentiva la creación de proyectos de generación con fuentes no convencionales<sup>29</sup>, 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, durante el último año se recuperó la demanda energética nacional hasta 76.654 GWh (+3,42%) por cuenta de la reactivación progresiva industrial y comercial, especialmente en el sector minas y canteras

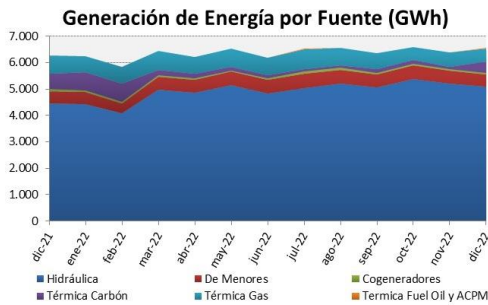


Fuente: XM S.A. E.S.P.

Por su parte, durante 2022, la generación del SIN registró un crecimiento anual de 3,75% y se ubicó en 76.369 GWh, la cual está concentrada en generación hidráulica (77,59%) y térmica a carbón y gas (13,70%).

<sup>28</sup> Cuando el precio de la energía en bolsa supera el precio de escasez. Situación que ocurre principalmente cuando la generación hidráulica se reduce.

<sup>29</sup> Para 2030 se espera que alcance el 15%.



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.

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

Cednar tiene por objeto social la prestación del servicio público de energía eléctrica y actividades complementarias de generación, distribución y comercialización, así como la prestación de servicios conexos o relacionados.

Su composición accionaria no ha sufrido cambios durante el último año, la cual se encuentra conformada por el Instituto de Planificación y Promoción de Soluciones Energéticas para las Zonas no Interconectadas (IPSE) como su principal accionista con 64,71%, seguido del Ministerio de Hacienda con una participación de 35,28%.

Durante el último año obtuvo la renovación de la Certificación de Calidad bajo la norma ISO 9001:2015 para el periodo 2022 - 2025.

### POSICIONAMIENTO DE MERCADO

Al cierre de diciembre de 2022, Cednar atendió a 517.366 usuarios, con un incremento anual de 2,76%, teniendo en cuenta la dinámica poblacional y el desarrollo urbano de la zona de influencia. De

estos, el 94,01% correspondieron a usuarios residenciales, seguido de comerciales y oficiales con participaciones de 4,66% y 0,51%, en su orden.

Así y de acuerdo con la información reportada por XM, de la demanda comercial nacional, que ascendió a 76.369 GWh/año, Cednar representó el 1,04% (793,3 GWh/año).

### FORTALEZAS Y RETOS

#### Fortalezas

- Experiencia y conocimiento del sector, con trayectoria en la puesta en marcha de proyectos energéticos estratégicos.
- Apoyo del Gobierno Nacional para ejecución de proyectos de alta relevancia.
- Adecuados mecanismos de seguimiento a la planeación estratégica que favorecen el ajuste oportuno de la operación a las condiciones del entorno y del mercado.
- Destacables niveles de cobertura en las zonas urbanas y rurales.
- Niveles controlados de exposición a precios de bolsa.
- Existencia de contratos bilaterales a largo plazo.
- Generación creciente de ingresos, gracias a su capacidad instalada e incremento continuo de la base de usuarios.
- Constante generación de *Ebitda*.
- Certificación de calidad ISO 9001:2015 que garantiza la calidad de los procesos al interior de la organización.
- Sólida gestión de factores ASG.

#### Retos

- Culminar con el proceso de repotenciación de la PCH Julio Bravo en los tiempos definidos a fin de fortalecer su capacidad de generación.
- Continuar disminuyendo los indicadores de pérdidas e interrupciones de servicio de acuerdo con las metas definidas.
- Lograr la recuperación de los recursos asociados al proyecto Cocana.
- Fortalecer las estrategias de recaudo y gestión de la cartera, especialmente la de la zona Pacífico, teniendo en cuenta los factores socioeconómicos que afectan la región.



- Realizar especial seguimiento a los niveles de endeudamiento financiero.
- Continuar con el seguimiento del perfil de riesgo de las contingencias, de tal manera que se mitiguen posibles impactos ante la materialización de procesos adversos.





**ESTADOS DE RESULTADOS DE CEDENAR S.A. E.S.P. DE 2018 A MARZO DE 2023**  
 (CIFRAS EN MILES DE PESOS)

ESTADO DE RESULTADOS (P&G)	2018	2019	2020	2021	mar-22	2022	mar-23
Ingresos operacionales	390.662.422	396.450.303	445.625.557	466.167.574	125.457.335	563.129.439	144.341.150
Costos de ventas	331.843.626	338.618.976	359.877.474	396.364.234	95.122.668	481.786.072	117.565.657
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>58.818.796</b>	<b>57.831.326</b>	<b>85.748.083</b>	<b>69.803.340</b>	<b>30.334.667</b>	<b>81.343.367</b>	<b>26.775.492</b>
Gastos administrativos	22.503.020	23.580.245	25.534.016	27.043.058	6.970.736	29.337.861	6.951.634
Provisiones	17.066.340	22.977.276	66.392.379	24.403.758	7.678.735	22.853.625	7.413.555
Depreciaciones y amortizaciones	649.449	683.160	384.414	379.421	110.752	416.442	94.300
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>18.599.987</b>	<b>10.590.645</b>	<b>(6.562.725)</b>	<b>17.977.103</b>	<b>15.574.444</b>	<b>28.735.439</b>	<b>12.316.004</b>
Ingresos financieros	720.247	623.002	657.695	364.996	33.353	1.409.519	438.506
Gastos financieros	8.016.653	10.842.891	12.280.447	8.526.086	3.236.071	19.258.325	8.348.843
Otros ingresos	14.390.710	16.094.141	20.761.329	25.910.722	5.294.282	13.462.887	2.219.059
Otros gastos	4.420.306	2.353.246	4.539.675	6.134.813	248.484	7.149.298	404.284
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>21.273.984</b>	<b>14.111.652</b>	<b>(1.963.824)</b>	<b>29.591.921</b>	<b>17.417.523</b>	<b>17.200.223</b>	<b>6.220.441</b>
Provisión impuesto	12.226.547	8.393.161	10.031.465	11.377.412	5.507.149	9.818.494	2.545.902
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>9.047.437</b>	<b>5.718.491</b>	<b>(11.995.289)</b>	<b>18.214.509</b>	<b>11.910.374</b>	<b>7.381.729</b>	<b>3.674.539</b>

**PRINCIPALES INDICADORES DE CEDENAR S.A. E.S.P. DE 2018 A MARZO DE 2023**

INDICADORES	2018	2019	2020	2021	mar-22	2022	mar-23
<b>ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ</b>							
Endeudamiento (Pasivo/Activo)	49,62%	54,21%	53,42%	51,84%	51,35%	54,75%	54,29%
Pasivo Financiero / Total Activo	9,32%	14,72%	16,97%	18,61%	19,81%	22,75%	25,53%
Pasivo Financiero / Total Pasivo	18,77%	27,16%	31,76%	35,90%	38,58%	41,56%	47,03%
Pasivo Financiero / Patrimonio	18,49%	32,16%	36,42%	38,64%	40,72%	50,28%	55,85%
Razón Corriente	1,38x	1,31x	1,26x	1,42x	2,16x	1,28x	1,65x
Ebitda	60.415.549	60.520.284	87.898.261	71.350.946	30.697.423	81.621.743	27.530.341
% Crecimiento del Ebitda	-8,51%	0,17%	45,24%	-18,83%	-62,39%	14,39%	-10,32%
Flujo de Caja Operacional	60.415.549	-5.696.542	55.112.710	46.122.205	12.567.508	27.593.016	8.441.504
Flujo de Caja Libre sin Financiación	60.415.549	-29.142.722	39.638.446	11.352.529	10.399.692	-27.146.575	5.421.783
<b>ACTIVIDAD Y EFICIENCIA</b>							
Variación de los ingresos operacionales	-1,46%	1,48%	12,40%	4,61%	NA	20,80%	15,05%
Variación Gastos Administrativos	24,57%	4,79%	8,29%	5,91%	NA	8,49%	-0,27%
Variación Costos	-2,00%	2,04%	6,28%	10,14%	NA	21,55%	23,59%
Rotación de Cuentas por Cobrar Comercial (Días)	156	176	160	171	166	205	196
Rotación de Inventario (Días)	10	8	9	10	9	5	4
Rotación Proveedores (Días)	44	35	26	29	28	48	32
Ciclo de Caja (Días)	122	149	143	152	147	162	169
Capital de Trabajo	38.114.500	36.238.690	31.555.690	44.023.007	93.100.588	44.953.759	82.074.083
<b>RENTABILIDAD</b>							
Margen Bruto	15,06%	14,59%	19,24%	14,97%	24,18%	14,44%	18,55%
Margen Operacional	4,76%	2,67%	-1,47%	3,86%	12,41%	5,10%	8,53%
Margen Neto	2,32%	1,44%	-2,69%	3,91%	9,49%	1,31%	2,55%
ROA	1,34%	0,82%	-1,73%	2,56%	6,70%	0,94%	1,89%
ROE	2,65%	1,78%	-3,72%	5,32%	14,13%	2,08%	4,16%
Ebitda / Ingresos	15,46%	15,27%	19,72%	15,31%	24,47%	14,49%	19,07%
Ebitda / Activos	8,92%	8,65%	12,69%	10,03%	17,95%	10,41%	14,79%
<b>COBERTURAS</b>							
Ut. Operacional / Gasto Financiero	2,32x	0,98x	-0,53x	2,11x	4,81x	1,49x	1,48x
Ebitda / Gasto Financiero	7,54x	5,58x	7,16x	8,37x	9,49x	4,24x	3,30x
Ebitda / Servicio de la Deuda	7,74x	5,36x	6,98x	4,34x	6,71x	2,66x	1,28x
Ebitda / Saldo de la Deuda	0,96x	0,59x	0,75x	0,54x	0,21x	0,46x	0,14x
Flujo operativo / Gasto Financiero	N.A.	-0,53x	4,49x	5,41x	3,88x	1,43x	1,01x
Flujo Libre / Gasto Financiero	N.A.	-2,69x	3,23x	1,33x	3,21x	-1,41x	0,65x
Flujo Operacional / Servicio de la Deuda	7,74x	-0,50x	4,38x	2,81x	2,75x	0,90x	0,39x
Flujo Libre / Servicio de la Deuda	7,74x	-2,58x	3,15x	0,69x	2,27x	-0,88x	0,25x
Flujo Operativo / Capex	N.A.	-0,20x	2,54x	1,07x	7,36x	0,54x	3,69x
Pasivo Financiero / Ebitda (Eje Der)	1,04x	1,70x	1,34x	1,86x	4,70x	2,19x	7,28x

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](http://www.vriskr.com)