

Energía  
Colombia  
Análisis de Crédito

# Codensa S.A. E.S.P. (Codensa)

## Calificaciones

Instrumento	Calificación Actual
Calificación Largo Plazo	AAA(col)
Programa de Emisión Bonos Ordinarios COP\$600.000 MM	AAA(col)
1era. Emisión Bonos Ordinarios COP\$500.000 millones	AAA(col)
2da. Emisión Bonos Ordinarios COP\$650.000 millones	AAA(col)
3ra. Emisión Bonos Ordinarios COP\$350.000 millones	F1+(col)
Emisión Papeles Comerciales COP\$400.000 millones	

## Perspectiva

Estable

## Resumen Financiero

### Codensa S.A. E.S.P

Col\$ millones	LTM Jun. 11	LTM Dic. 10
Ventas	2.857.663	2.787.215
EBITDA	1.046.272	983.619
Margen EBITDA	36.6%	35.3%
Deuda Total	1.144.802	1.345.492
Caja y valores líquidos	150.815	307.251
Deuda Total /EBITDA	1,1x	1,4x
Deuda Neta Total /EBITDA	1,0x	1,1x
EBITDA/Intereses Pagados	11,0x	9,6x

LTM: Últimos doce meses (last twelve months)

## Analistas

Maria Pia Medrano  
+571 326 9999 Ext. 1130  
[mariapia.medrano@fitchratings.com](mailto:mariapia.medrano@fitchratings.com)

Mario Irreño  
+571 326 9999 Ext. 1002  
[mario.irreno@fitchratings.com](mailto:mario.irreno@fitchratings.com)

## Reportes Relacionados

- "Perspectivas del Sector Corporativo Colombiano". Julio 30, 2010.
- "Metodología de Calificación de Empresas No Financieras". Ago. 13, 2010.

Fitch afirma en AAA(col) la calificación del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios Cupo Global de hasta seiscientos mil millones de pesos (\$600.000.000.000) de Codensa S.A E.S.P . La perspectiva es estable.

## Fundamentos de Calificación

La calificación asignada refleja la sólida posición competitiva de la empresa, el perfil de negocio de bajo riesgo, la fortaleza de sus indicadores crediticios, elevada liquidez y el respaldo del grupo Endesa (calificación internacional de A- en escala internacional por Fitch) en términos técnicos y buenas prácticas. La calificación considera también el riesgo asociado a eventuales cambios regulatorios que podrían afectar los resultados de la entidad.

Codensa es la mayor compañía de distribución y comercialización de energía en Colombia. En la actualidad, la empresa atiende más de dos millones de clientes, supliendo cerca del 26% de la demanda nacional de energía. La operación de Codensa en el mercado regulado, responsable por la mayoría de sus ingresos, tiene características de monopolio natural, además de ser considerado con un negocio de bajo perfil de riesgo, hecho que le otorga cierta predictibilidad y estabilidad a su generación de caja.

Codensa presenta sólidos indicadores crediticios sustentados en una robusta generación de efectivo, niveles de apalancamiento conservadores y una deuda financiera controlada. A Junio 2011, el indicador de Deuda Financiera / EBITDA fue de 1,0 veces (x) y el de Deuda Financiera Neta / EBITDA, de 0,9x, niveles fuertes para la calificación asignada. En el primer trimestre de 2011, el EBITDA de la compañía medido como últimos doce meses (LTM) asciende a \$1,0 Billón, equivalente a un EBITDA de 36,6%, cifras consideradas sólidas y fuertes respecto a su grupo de pares. Al cierre de junio 2011, la deuda financiera de Codensa ascendió a \$1.144.802 millones, estando compuesta en su totalidad por bonos emitidos en el mercado local, cuyos vencimientos se encuentran repartidos entre los años 2011 y 2018. La compañía ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios, estrategia que espera seguir manteniendo en el futuro.

La posición de liquidez de Codensa es holgada, presentando a junio de 2011 un stock de caja y valores líquidos de \$150.815 millones y vencimientos de deuda corrientes de \$39.009 millones, presentando una alta cobertura de servicio de deuda (7,2x). El alto volumen de caja atrapada y la estabilidad de la generación de flujos de caja operativos (CFO) han permitido a la empresa pagar dividendos por la totalidad de sus utilidades en los últimos cuatro años. Al cierre del año 2010 y primer trimestre de 2011, Codensa pagó dividendos por \$854.259 y \$133.502 millones, respectivamente, con lo que redujo el stock de caja disponible, sin alterar su posición de liquidez.

Endesa S.A., a través de sus filiales Endesa Latinoamérica, Enersis (calificación IDR de BBB+ en escala internacional por Fitch) y Chilectra, participa con el 48,48% de la propiedad de Codensa y es quien mantiene el control de la empresa (con el 57,1% de las acciones con derecho a voto). Fitch considera relevante la participación de Endesa debido al aporte en términos de know how, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la compañía.

El riesgo asociado a la incertidumbre generada por eventuales cambios regulatorios continúa siendo un riesgo latente en las calificaciones del sector. Fitch seguirá de cerca

las implicaciones generadas por la ley 1430, la cual regula el desmonte gradual de la contribución del 20% para los industriales hasta llegar al 0% en 2012, sobre el perfil de liquidez de las empresas del sector. Sin embargo, a juicio de Fitch, el buen desempeño operativo y eficiente gestión comercial, sumado al conservador nivel de apalancamiento y favorable posición de liquidez, hacen que Codensa presente cierta flexibilidad ante posibles escenarios adversos.

### Factores Clave de la Calificación

- Monopolio natural en el área de influencia.
- Negocio de Bajo Riesgo.
- Sólida posición financiera y elevada capacidad de generación de flujos de caja.
- Márgenes de rentabilidad robustos y Estables.
- Sólidas Métricas Crediticias
- Experiencia y respaldo de Endesa

### Características de las Emisiones

#### Primera Emisión

La primera emisión de bonos fue colocada en su totalidad en el primer trimestre del año 2004. Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados en un 90% para sustituir deuda financiera.

Primera Emisión Bonos Ordinarios	
Monto Total	\$500.000 MM
Saldo Vigente	\$450.000 MM
Sub - series	<u>B-8</u>
Monto emitido	\$250.000 MM
Plazo	10 años
Fecha emisión	Mar-04
Tasa de Interés	IPC + 6,34%
Amortización	Única al vencimiento

#### Segunda Emisión

La segunda emisión de bonos ordinarios fue aprobada en febrero de 2007 y se colocó en tres lotes. El destino de los recursos captados fue la sustitución de obligaciones financieras.

Segunda Emisión Bonos Ordinarios			
Monto Total	\$650.000 MM		
Saldo Vigente	\$425.220 MM		
Lote	<u>Primero</u>	<u>Segundo</u>	<u>Tercero</u>
Sub-Series	A-10	A-10	B-5
Monto emitido	\$147.000 MM	\$244.500 MM	\$33.720 MM
Plazo	10 años	10 años	5 años
Fecha colocación	Mar-07	Jun-07	Dic-07
Tasa de Interés	IPC + 5,30%	IPC + 5,30%	DTF + 2,40%
Amortización	Única al vencimiento	Única al vencimiento	Única al vencimiento

#### Tercera Emisión

La tercera emisión por un total de \$350.000 millones se colocó en dos lotes en diciembre 2008 y marzo 2009.

**Tercera Emisión Bonos Ordinarios**

Monto Total	\$350.000 MM		
Saldo Vigente	\$350.000 MM		
Lote	Primero		Segundo
Serie	A	B	A
Sub-Serie	A-5	B-5	A-10
Monto emitido	\$75.500 MM	\$85.500 MM	\$80.000 MM
Plazo	5 años	5 años	10 años
Fecha colocación	Dic-08	Dic-08	Mar-09
Tasa de Interés	IPC + 5,99%	DTF + 2,58%	IPC + 5,55%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

**Programa de Bonos**

El programa de bonos ordinarios se inscribió en enero 2010 por un cupo global de \$600.000 millones. El monto, series o sub-series, número de bonos, valor nominal, plazo y tasa de interés se definirán en cada emisión que se realice con cargo al programa.

En febrero de 2010, Codensa realizó la primera colocación del programa por un monto de \$225.000 millones dividida en dos series de tres y seis años, respectivamente.

**Programa de Emisión de Bonos Ordinarios**

Emisiones	Primera	
Serie	B	
Sub-serie	B-3	B-6
Monto emitido	\$80.000 MM	\$145.000 MM
Plazo	3 años	6 años
Fecha emisión	Feb-10	Feb-10
Tasa de Interés	IPC + 2,98%	IPC + 3,92%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

**Papeles Comerciales**

En enero de 2009 Codensa inscribió la primera emisión de papeles comerciales por un monto de hasta \$400.000 millones. Los lotes de esta emisión contarían con plazos que van desde los 15 a 364 días, con la posibilidad de ser emitidos: bajo la serie A a tasa fija, bajo la serie B a tasa variable DTF y bajo la serie C a tasa variable IBR.

Los recursos provenientes de estos instrumentos de corto plazo podrán utilizarse para la sustitución de pasivos financieros, financiar capital de trabajo, así como también financiar el desarrollo de planes de inversión, entre otros. A junio de 2011, Codensa no mantiene en circulación ningún saldo de papeles comerciales.

## Resumen Financiero- Codensa S.A E.S.P

Cifras en Millones de Pesos Corrientes

	jun-11	dic-10	jun-10	dic-09	dic-08
<b>Rentabilidad (%)</b>					
EBITDA Operativo LTM	1.046.272	983.619	977.918	1.012.159	947.682
Margen de EBITDA (%) LTM	36,6%	35,3%	35,4%	36,5%	37,3%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	22,0%	21,1%	22,4%	19,3%	15,3%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	13,3%	-16,7%	-18,2%	10,9%	-4,5%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	16,6%	16,3%	16,9%	16,3%	14,2%
<b>Coberturas (x)</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	8,9	8,5	9,8	8,3	5,5
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	11,0	9,6	9,9	9,5	7,2
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	7,8	3,2	2,4	2,3	2,3
FGO / Cargos Fijos LTM	8,9	8,5	9,8	8,3	5,5
FCL / Servicio de Deuda LTM	3,5	(1,2)	(1,0)	0,9	0,0
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	4,7	(0,2)	(0,1)	3,0	0,9
FCO / Inversiones de Capital LTM	4,0	2,4	1,0	3,8	2,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	1,4	1,6	1,5	1,6	2,3
Deuda Total / EBITDA Operativo LTM	1,1	1,4	1,5	1,4	1,7
Deuda Total Neta/ EBITDA Operativo LTM	1,0	1,1	1,1	0,5	1,4
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	7,3%	7,3%	6,7%	6,9%	8,6%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	3,4%	15,3%	21,7%	23,3%	16,8%
<b>Balance</b>					
Total Activos	4.925.281	5.293.726	5.273.322	5.497.178	5.543.448
Caja e Inversiones Corrientes	150.815	307.251	351.019	914.140	359.532
Deuda Corto Plazo	39.009	206.160	314.838	339.240	275.278
Deuda Largo Plazo	1.105.793	1.139.332	1.139.149	1.113.969	1.367.376
Deuda Total	1.144.802	1.345.492	1.453.986	1.453.209	1.642.654
Total Patrimonio	2.701.193	2.748.081	2.850.511	3.150.743	3.080.609
Total Capital Ajustado	3.845.995	4.093.573	4.304.497	4.603.952	4.723.263
<b>Flujo de Caja (LTM)</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	749.203	761.934	865.775	780.796	588.949
Variación del Capital de Trabajo	573.442	(101.455)	(624.797)	222.093	(72.968)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.322.645	660.480	240.978	1.002.889	515.981
Inversiones de Capital	(329.707)	(272.336)	(236.364)	(264.674)	(251.221)
Dividendos	(613.856)	(854.259)	(507.408)	(434.789)	(378.566)
Flujo de Caja Libre (FCL)	379.082	(466.115)	(502.794)	303.426	(113.805)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	1	-	(1.659)	(105.964)	-
Variación Neta de Deuda	(509.769)	(107.717)	(40.783)	(189.446)	214.025
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	(256.634)	(33.055)	546.591	546.591	(33.055)
Variación de Caja	(387.320)	(606.887)	1.356	554.608	67.165
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>					
Ventas Netas	2.857.663	2.787.215	2.760.064	2.771.875	2.537.338
Variación de Ventas (%)	3,5%	0,6%	2,1%	9,2%	16,8%
EBIT Operativo	738.375	742.417	732.472	768.784	724.238
Intereses Financieros Brutos	95.427	102.100	98.534	107.052	132.320
Resultado Neto	459.968	480.353	485.251	507.408	434.789

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo + Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months)

Relación con los medios: María Alejandra Ortiz, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1310, Email: maria.ortiz@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 02 de agosto de 2011.

Acta Número: 2255

Objeto del Comité: Revisión de Calificación

Definición de la Calificación AA-(col): La calificación AAA(col) representa la máxima calificación asignada por Fitch Colombia S.A. en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otras emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

Información adicional disponible en 'www.fitchratings.com' y 'www.fitchratings.com.co'

Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:  
'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras' (Agosto 13, 2010)

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)\*: Glauca Calp, Andres Marquez y Natalia O'Byrne. \*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no están relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.