

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

Informe de Actualización

Calificaciones

Nacional

Calificación Largo Plazo	AAA(col)
Primera Emisión Bonos Ordinarios COP\$ 500.000 millones	AAA(col)
Segunda Emisión Bonos Ordinarios COP\$ 650.000 millones	AAA(col)
Tercera Emisión Bonos Ordinarios COP\$ 350.000 millones	AAA(col)
Programa Emisión de Bonos COP\$ 600.000 millones	AAA(col)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo	Estable
Emisiones de Bonos	Estable
Programa de Bonos	Estable

Financial Data

Codensa

En COP\$ millones	12m Mar12	31/12/11
Ingresos	3.060.836	2.986.153
EBITDA	1.004.406	976.680
Margen EBITDA	32,8%	32,7%
Total Deuda Financiera	1.111.805	1.145.886
Deuda / EBITDA	1,1x	1,2x
Deuda Neta / EBITDA	0,6x	0,7x
EBITDA / Gastos Financieros	12,0x	11,4x

Informes Relacionados

'Latin American Power'. Mayo 11, 2012.

'Colombian Electricity Sector: Market Dynamics and Risks'. Febrero 10, 2012.

'2012 Outlook: Latin America Power Sector'. Enero 6, 2012.

Analistas

Maria Pia Medrano
+571 326 9999 Ext. 1130
mariapia.medrano@fitchratings.com

Mario Irreño
+571 326 9999 Ext. 1002
mario.irreno@fitchratings.com

Factores Relevantes de la Calificación

Fuerte Posición Competitiva: Codensa es la mayor compañía de distribución y comercialización de energía en Colombia. En la actualidad, la empresa atiende más de 2,5 millones de clientes, supliendo cerca del 23% 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, hecho que le otorga cierta predictibilidad y estabilidad a su generación de caja.

Sólidas Métricas Crediticias: Codensa presenta sólidos indicadores crediticios sustentados en una robusta generación de EBITDA y niveles de deuda controlados. Históricamente, la compañía ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios, estrategia que espera seguir manteniendo en el futuro. A marzo 2012, el ratio de Deuda Financiera / EBITDA de Codensa fue de 1,1 veces (x) y el de Deuda Financiera Neta / EBITDA, de 0,6x, niveles considerados sólidos para la calificación asignada.

Posición de Liquidez Robusta: La posición de liquidez de Codensa es holgada, presentando a marzo de 2012 un stock de caja y valores líquidos de \$462.210 millones, que le permiten cubrir sin inconveniente los \$85.739 millones de vencimientos de deuda corrientes. El nivel de caja acumulada, así como la fortaleza y estabilidad de su generación de caja han permitido a la empresa pagar dividendos por la totalidad de sus utilidades en los últimos cinco años.

Respaldo del Grupo Endesa: Endesa S.A., a través de sus filiales, 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 las operaciones de Codensa dentro del Grupo Endesa, dado que sus resultados representan cerca del 16% del EBITDA consolidado de Endesa Latinoamérica. Asimismo, ve como positivo el aporte en términos de know how, integración tecnológica y prácticas comerciales que Endesa otorga a la compañía.

Incertidumbre frente a cambios regulatorios: La calificación considera también los riesgos asociados a la incertidumbre generada por eventuales cambios regulatorios que puedan afectar los resultados de la compañía. Sin embargo, la buena posición de liquidez, estable generación de flujos de caja y conservador nivel de endeudamiento de Codensa, hacen que presente cierta flexibilidad ante posibles escenarios adversos.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Un deterioro significativo en los indicadores crediticios (reflejado en incrementos significativos del endeudamiento como un ratio de Deuda/EBITDA por encima de las 3.0x o un indicador de EBITDA / Gastos Financieros por debajo de 4.0x) podría resultar en una baja de la calificación. Asimismo, cambios regulatorios que afecten de forma importante la generación de caja o un cambio en la estructura de capital de la compañía podrían llevar a acciones de calificación negativas.

Características de las Emisiones de Valores

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		
Monto Total	\$600.000 MM	
Tramo	Primero	
Lote	Primero	
Monto Colocado	\$225.000 MM	
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 Cupón	IPC + 2,98%	IPC + 3,92%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

Primera Emisión de Bonos

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
Sub - series	<u>B-8</u>
Monto emitido	\$250.000 MM
Plazo	10 años
Fecha emisión	Mar-04
Tasa Cupón	IPC + 6,34%
Amortización	Unica al vencimiento

Metodologías relacionadas

'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras'. Agosto 12, 2011.

'Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria'. Agosto 12, 2011.

Segunda Emisión de Bonos

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	\$391.500 MM	
Lote	<u>Primero</u>	<u>Segundo</u>
Sub-Series	A-10	A-10
Monto emitido	\$147.000 MM	\$244.500 MM
Plazo	10 años	10 años
Fecha colocación	mar-07	jun-07
Tasa Cupón	IPC + 5,30%	IPC + 5,30%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

Tercera Emisión de Bonos

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	\$241.000 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 Cupón	IPC + 5,99%	DTF + 2,58%	IPC + 5,55%
Amortización	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento	Unica al vencimiento

Resumen Financiero - Codensa S.A. E.S.P						
(Cifras en Millones de Pesos Corrientes)						
	12m Mar.12	dic-11	dic-10	dic-09	dic-08	dic-07
Rentabilidad (%)						
EBITDA Operativo LTM	1.004.406	976.680	983.619	1.012.159	947.682	828.962
Margen de EBITDA (%) LTM	32,8%	32,7%	35,3%	36,5%	37,3%	38,1%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	24,7%	22,5%	21,1%	19,3%	15,3%	13,2%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	6,2%	14,5%	-16,7%	10,9%	-4,5%	-18,6%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	18,3%	17,0%	16,3%	16,3%	14,2%	12,2%
Coberturas (x)						
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	11,1	9,9	8,5	8,3	5,5	6,1
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	12,0	11,4	9,6	9,5	7,2	8,5
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	5,9	7,8	3,2	2,3	2,3	2,2
FGO / Cargos Fijos LTM	11,1	9,9	8,5	8,3	5,5	6,1
FCL / Servicio de Deuda LTM	1,6	4,1	(1,2)	0,9	0,0	(0,8)
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	4,3	8,0	(0,2)	3,0	0,9	(0,0)
FCO / Inversiones de Capital LTM	2,1	3,6	1,8	3,8	2,1	0,9
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)						
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	1,2	1,3	1,6	1,6	2,3	2,4
Deuda Total / EBITDA Operativo LTM	1,1	1,2	1,4	1,4	1,7	1,7
Deuda Total Neta/ EBITDA Operativo LTM	0,6	0,7	1,1	0,5	1,4	1,4
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	7,4%	6,9%	7,3%	6,9%	8,6%	9,1%
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	7,7%	3,5%	15,3%	23,3%	16,8%	19,7%
Balance						
Total Activos	5.175.669	5.212.044	5.293.726	5.497.178	5.543.448	5.380.797
Caja e Inversiones Corrientes	462.210	490.870	307.251	914.140	359.532	292.367
Deuda Corto Plazo	85.739	39.911	206.160	339.240	275.278	281.666
Deuda Largo Plazo	1.026.066	1.105.975	1.139.332	1.113.969	1.367.376	1.146.962
Deuda Total	1.111.805	1.145.886	1.345.492	1.453.209	1.642.654	1.428.628
Total Patrimonio	2.630.731	2.636.114	2.748.081	3.150.743	3.080.609	3.038.754
Total Capital Ajustado	3.742.536	3.782.000	4.093.573	4.603.952	4.723.263	4.467.384
Flujo de Caja (LTM)						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	841.483	766.885	761.934	780.796	588.949	494.472
Variación del Capital de Trabajo	(224.058)	270.693	(281.445)	222.093	(72.968)	(331.121)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	617.425	1.037.578	480.489	1.002.889	515.981	163.350
Inversiones de Capital	(293.999)	(291.993)	(272.336)	(264.674)	(251.221)	(191.719)
Dividendos	(133.502)	(313.492)	(674.269)	(434.789)	(378.566)	(376.117)
Flujo de Caja Libre (FCL)	189.923	432.092	(466.116)	303.426	(113.805)	(404.485)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	(17.692)	(16.764)	-	(105.964)	-	-
Variación Neta de Deuda	(33.556)	(199.968)	(107.717)	(189.446)	214.025	723.976
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	97.928	(31.741)	(33.055)	546.591	(33.055)	(112.519)
Variación de Caja	236.604	183.619	(606.888)	554.608	67.165	206.972
Estado de Resultados (LTM)						
Ventas Netas	3.060.836	2.986.153	2.787.215	2.771.875	2.537.338	2.173.028
Variación de Ventas (%)	8,5%	7,1%	0,6%	9,2%	16,8%	9,1%
EBIT Operativo	747.398	723.445	742.417	768.784	724.238	607.672
Intereses Financieros Brutos	83.417	85.715	102.100	107.052	132.320	97.243
Resultado Neto	477.995	457.664	480.353	507.408	434.789	378.566

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 y 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).

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)*: Natalia O'Byrne, Jorge Yanes y Allan Lewis. *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://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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 estén 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 diseminación 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.

