

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

Informe de Calificación

Calificaciones Nacionales

Calificación Nacional de Largo Plazo	AAA(col)
Segunda Emisión Bonos Ordinarios COP650.000 millones	AAA(col)
Tercera Emisión Bonos Ordinarios COP350.000 millones	AAA(col)
Programa Emisión de Bonos COP785.000 millones	AAA(col)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo	Estable
--------------------------------------	---------

Información Financiera

Codensa S.A. E.S.P.

COP millones	UDM	
	31 mar 2014	31 mar 2013
Ventas	3.249.034	3.212.218
EBITDA	1.134.765	1.108.541
Marg. EBITDA (%)	34,9	34,5
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	809.100	812.565
Flujo de Caja Libre	(3.202)	17.280
Efectivo e Inv. Corrientes	252.126	696.296
Deuda Total Aj.	996.306	1.247.052
Deuda Total Aj./EBITDAR	0,9	1,1
Deuda Total Aj./FGO	1,1	1,4
EBITDA/Intereses	15,2	16,3

Fuente: Codensa

Factores Clave de las Calificaciones

Robusta Posición Competitiva: Codensa es la compañía más grande de distribución y comercialización de energía en Colombia. A mayo de 2014, la compañía atendió 2,7 millones de clientes y representó cerca del 23% de la demanda nacional de energía. Codensa opera en el mercado regulado; del cual proviene la mayoría de sus ingresos. La compañía tiene características de monopolio natural. Este hecho le otorga cierta predictibilidad y estabilidad a su generación de flujos de efectivo.

Métricas Crediticias Sólidas: Codensa presenta indicadores crediticios sólidos. Están sustentados en una robusta generación de efectivo y niveles controlados de deuda. En el año terminado a marzo de 2014, el EBITDA de la compañía fue de COP1,1 billones, con un margen EBITDA de 34,9%. Estas cifras son superiores a las del promedio de sus pares regionales. La deuda financiera de Codensa se ubicó en COP996.306 millones; está compuesta por bonos emitidos en el mercado local, con vencimientos entre 2016 y 2025.

Posición Fuerte de Liquidez: Codensa exhibe una buena flexibilidad financiera. Se sustenta en una posición fuerte de liquidez. A marzo de 2014, Codensa registró una caja y valores líquidos por COP252.126 millones; un flujo de caja operativo (FCO), por COP793.579 millones y cupos de financiación disponibles por COP2,4 billones; y prácticamente cero deuda de corto plazo. Esto último evidencia su bajo riesgo de liquidez. La compañía puede mantener una política de dividendos del 100% de sus utilidades y adelantar programas importantes de inversión de capital para garantizar la prestación del servicio en el largo plazo. Lo anterior gracias a: la fortaleza y estabilidad para generar flujos operativos, el nivel de caja acumulada y el acceso a líneas de financiamiento.

Respaldo del Grupo Endesa: Endesa S.A., (calificada por Fitch con 'BBB+' y Tendencia Estable), a través de sus filiales: Enersis (BBB+ con perspectiva estable por Fitch) y Chilectra, participa con el 48,48% de la propiedad de Codensa y es la que mantiene el control de la empresa con el 57,1% de las acciones con derecho a voto. Fitch considera que las operaciones de Codensa son relevantes para el Grupo Endesa, pues sus resultados representan cerca de 19,2% del EBITDA consolidado de la operación de Endesa en Latinoamérica (1T14). Asimismo, ve como positivo la transferencia del *know-how*, la integración tecnológica y las prácticas comerciales que Endesa otorga a la compañía.

Sensibilidad de la Calificación

Las calificaciones de Codensa podrían presentar una acción negativa ante la ocurrencia de uno o varios de los siguientes eventos:

- Un cambio significativo en la estructura de capital de la empresa, que conlleve un índice de deuda financiera/EBITDA entre las 3,0 y 3,5 veces de manera permanente en el tiempo.
- Una eventual incursión en negocios diferentes a su negocio principal, que genere un cambio significativo en su perfil crediticio.
- Cambios regulatorios que afecten de forma importante la generación de caja de la compañía.

Informes Relacionados

[Informe de Calificación Codensa, 22 de agosto de 2013.](#)

Analistas

Julio Ugueto
571 326-9999 x1038
Julio.Ugueto@fitchratings.com

Catalina de Mendoza
571 326-9999
Catalina.demendoza@fitchratings.com

Perfil Financiero

Liquidez y Estructura de Capital

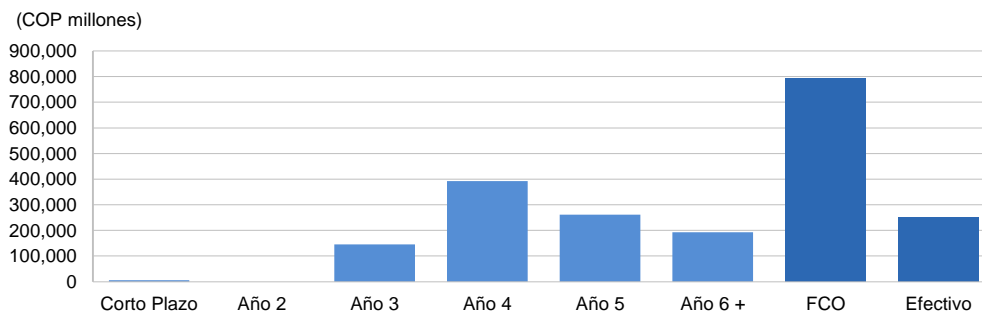
Posición Robusta de Liquidez

La posición de liquidez de Codensa es holgada. La principal fuente de liquidez es su generación interna de efectivo, la cual es estable y predecible. En los UDM a marzo de 2014, Codensa registró un flujo de caja operativo (FCO) de COP793.579 millones, un saldo de caja y valores líquidos por COP252.125 millones; así como cupos amplios de financiamiento disponibles. Estos últimos están diversificados en una gama amplia de instrumentos, que superan ampliamente sus compromisos financieros de corto plazo.

Estructura de Deuda Baja en Relación con su Generación de Efectivo

Codensa cuenta con una estructura de balance poco apalancada (deuda/EBITDA de 0,9x a marzo de 2014), con vencimientos espaciados en el tiempo y alta flexibilidad para refinanciarlos. Al cierre del primer trimestre de 2014, la deuda financiera se ubicó en COP996.306 millones (incluyendo intereses por pagar). Está 100% compuesta por bonos emitidos en el mercado local, cuyos vencimientos están repartidos entre los años 2015 y 2025. Fitch considera como una fortaleza la flexibilidad que tiene la entidad para refinanciar sus pasivos.

Perfil de Vencimientos



Fuente: Codensa

Métricas Sólidas de Protección Crediticia

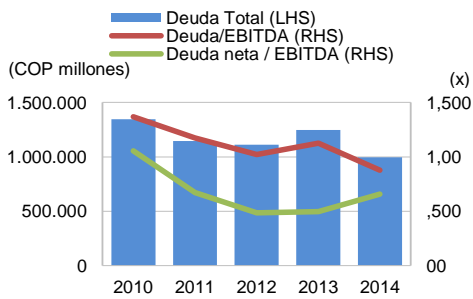
Codensa presenta indicadores crediticios sólidos. Están sustentados en una robusta generación de efectivo y en niveles controlados de deuda (COP996.306 millones a marzo de 2014). A marzo de 2014, la compañía presentó un EBITDA anualizado de COP1,1 billones; con un margen EBITDA de 34,9% y un apalancamiento, respecto a este indicador, de 0,9x. Estas cifras son superiores a los promedios de sus pares regionales.

Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Agosto 29, 2013).

Históricamente, Codensa ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios; en los últimos 3 años, las ha financiado con el flujo de caja operativo. El escenario de calificación incorpora el mantenimiento de su razón de apalancamiento en un rango estable, entre 1,0x y 1,2x para los próximos años. Estas métricas están en línea con su evolución histórica y están ubicadas en la cota inferior respecto a su grupo de pares.

Deuda y Apalancamiento



Fuente: Codensa

Flujo de Caja Análisis

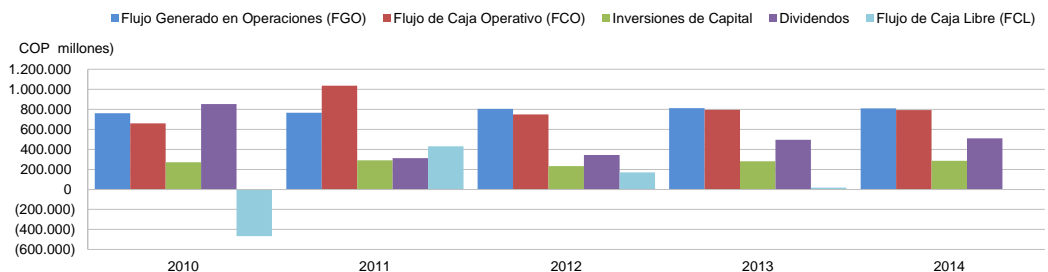
Sus flujos operativos exhiben una generación sólida y predecible. Se sustentan en la naturaleza de monopolio natural; lo que acota su riesgo de negocio. También se fundamentan en la característica regulada de sus ingresos; los cuales se concentran en el sector residencial y presentan una inelasticidad mayor relativa en el precio de demanda. Durante los UDM a marzo de 2014, Codensa generó un flujo de caja operativo (FCO) de COP793.579 millones; en línea con el registro del año pasado (2013: COP794.427 millones). Estos resultados se explican por la fortaleza de su base de activos y por las eficiencias capturadas en la reducción de pérdidas de energía (7,07% a marzo 2014).

Durante 2014-2018, Codensa mantendrá una política fuerte para invertir en activos fijos. Se estima que la empresa invertirá aproximadamente COP400.000 millones/año. Esto con el propósito de absorber el crecimiento esperado de la demanda; lo anterior a través de nuevas conexiones, mayor capacidad de carga Mega Voltios Amper (MVAs), crecimiento vegetativo, estabilidad y calidad del servicio.

Distribución de Dividendos a Tope de Capacidad

En su escenario base, la calificación incorporó erogaciones de dividendos al tope de capacidad, conforme al registro histórico. A juicio de Fitch, el Grupo Endesa -en su posición de accionista controlante- podría desacelerar su política de dividendos; lo anterior si se materializa un escenario en el que se presione a la posición de liquidez de la empresa, con el fin de garantizar un nivel de caja mínimo requerido para su operación.

Desempeño del Flujo de Caja



Fuente: Codensa.

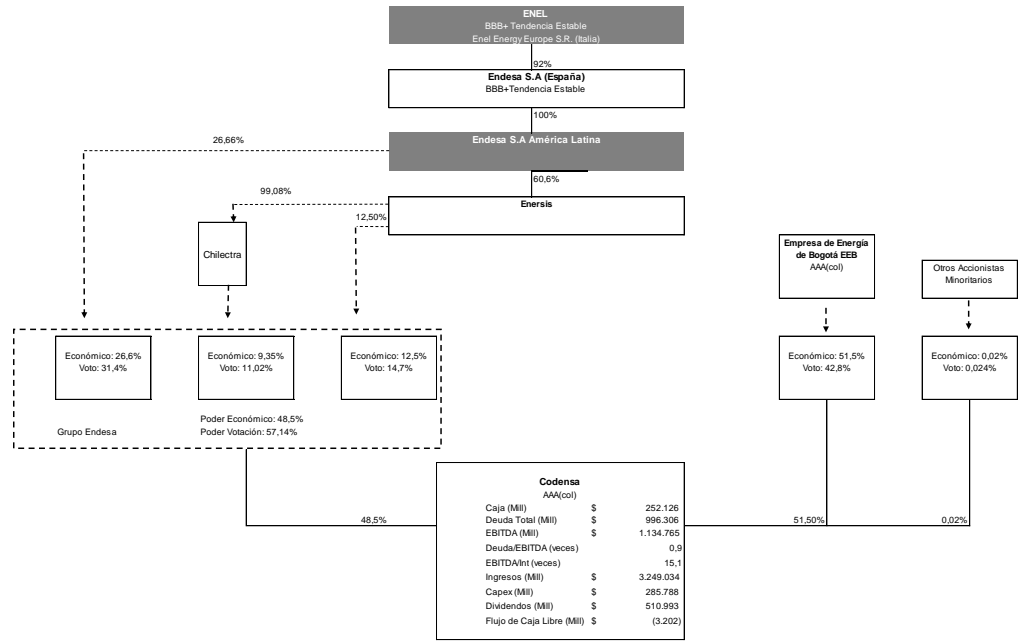
Perfil de la Empresa

Codensa se constituyó hace 17 años para agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica. Lo anterior como resultado del proceso de transformación y capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá S.A E.S.P. (EEB) en los años noventa. En este proceso, también se definió que el negocio de generación pasaría a Emgesa y el de transmisión a EEB. De esta forma, luego de la transformación, EEB quedó como accionista mayoritario en Emgesa y Codensa; mientras que el Grupo Endesa adquirió la participación accionaria controlante sobre las nuevas compañías a través de diferentes empresas en Latinoamérica.

Posteriormente, en octubre de 2009, Endesa vendió 7,2% de sus acciones en EEB y mantener su participación en el país a través de sus acciones en Emgesa y Codensa. A pesar de que EEB cuenta con la mayoría accionaria en Codensa, su participación está dividida por acciones ordinarias (36,36%) y preferenciales (15,15%). Estas últimas sin derecho a voto. De esta forma, el Grupo Endesa, a través de sus filiales Enersis y Chilectra, controla las operaciones de la compañía.

En febrero de 2009, Codensa (en asociación con la Empresa de Energía de Bogotá, EEB, y a través de la filial de ambas Distribuidora Eléctrica de Cundinamarca, DECSA) adquirió 82,34% de la propiedad de la Empresa de Energía de Cundinamarca (EEC), que opera en 76 municipios y atiende una población cercana a los 260.000 clientes.

Codensa
COP Millones; a marzo de 2014



Fuente: Codensa y Fitch

Codensa es la mayor distribuidora de energía eléctrica del país. Tiene un área de servicio de 14.087 kilómetros cuadrados para atender a la ciudad de Bogotá, 94 municipios en Cundinamarca, 8 en Boyacá y uno en Tolima. La compañía cuenta con una base amplia de usuarios, que está concentrada en el área metropolitana y la Sabana de Bogotá.

A mayo de 2014, Codensa registró aproximadamente 2,7 millones de clientes (un 89% está concentrado en el sector residencial; del 100% de los clientes residenciales, el 75% se concentra en los estratos 2 y 3). La compañía atendió 23% de la demanda de electricidad anualizada a mayo 2014 (14.502 GWh de un total de 61.918 GWh a nivel país).

Negocio de Distribución: Codensa cuenta con 47.789 km de redes de media y baja tensión; así como con 122 subestaciones, 231 transformadores de potencia (alta tensión) y 68.286 transformadores de distribución. En los últimos años, la empresa ha concentrado esfuerzos en mantener el indicador de pérdidas y espera que sus reducciones sean menos pronunciadas a las de años anteriores; lo anterior debido a que la mayoría del indicador, que presenta actualmente, está compuesto por pérdidas técnicas de distribución. Para efectos internos, la compañía maneja un indicador de pérdidas de energía que es resultado del promedio ponderado entre las pérdidas comerciales y las pérdidas del operador de red. A marzo de 2014, dicho indicador fue de 7,07%.

Resumen Financiero — Codensa S.A. E.S.P.

COP millones; años finalizados al 31 de diciembre

Rentabilidad	UDM				
	31 mar 2014	2013	2012	2011	2010
EBITDA	1.134.765	1.108.541	1.089.410	976.680	983.619
EBITDAR	1.134.765	1.108.541	1.089.410	976.680	983.619
Margen de EBITDA (%)	34,9	34,5	34,7	32,7	35,3
Margen de EBITDAR (%)	34,9	34,5	34,7	32,7	35,3
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	23,6	20,0	21,0	22,5	21,1
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(0,1)	0,5	5,6	14,5	(16,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	20,0	17,1	17,8	17,0	16,3
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	11,8	12,9	10,7	9,9	8,5
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	15,2	16,3	13,0	11,4	9,6
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	15,2	16,3	13,0	11,4	9,6
EBITDA/Servicio de Deuda	14,1	3,4	3,3	7,8	3,2
EBITDAR/Servicio de Deuda	14,1	3,4	3,3	7,8	3,2
FGO/Cargos Fijos	11,8	12,9	10,7	9,9	8,5
FFL/Servicio de Deuda	0,9	0,3	0,8	4,1	(1,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	4,0	2,4	2,6	8,0	(0,2)
FGO/Inversiones de Capital	2,8	2,8	3,2	3,6	2,4
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	1,1	1,4	1,2	1,3	1,6
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,9	1,1	1,0	1,2	1,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,7	0,5	0,5	0,7	1,1
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	0,9	1,1	1,0	1,2	1,4
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	0,7	0,5	0,5	0,7	1,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2
Balance					
Total Activos	5.122.142	5.527.961	5.354.309	5.212.044	5.293.726
Caja e Inversiones Corrientes	252.126	696.296	582.983	490.870	307.251
Deuda Corto Plazo	5.516	256.351	246.275	39.911	206.160
Deuda Largo Plazo	990.790	990.701	865.338	1.105.975	1.139.332
Deuda Total	996.306	1.247.052	1.111.613	1.145.886	1.345.492
Total Patrimonio	2.742.004	3.148.431	3.121.114	2.636.113	2.748.080
Total Capital Ajustado	3.738.310	4.395.483	4.232.727	3.781.999	4.093.572
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	809.100	812.565	806.160	766.885	761.936
Variación del Capital de Trabajo	(15.521)	(8.138)	(57.111)	270.692	(101.455)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	793.579	794.427	749.049	1.037.577	660.481
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(285.788)	(280.453)	(233.458)	(291.993)	(272.336)
Dividendos	(510.993)	(496.694)	(344.215)	(313.492)	(854.259)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(3.202)	17.280	175.167	432.092	(466.114)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(11.342)	(11.662)	—	—	—
Otras Inversiones, Neto	4.224	4.360	(12.886)	(16.764)	—
Variación Neta de Deuda	(34.573)	135.075	(34.636)	(199.968)	(107.717)
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	(31.741)	(31.741)	(31.741)	(31.741)	(33.055)
Variación de Caja	(76.634)	113.312	92.113	183.619	(606.886)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	3.249.034	3.212.218	3.141.801	2.986.153	2.787.215
Variación de Ventas (%)	4,0	2,2	5,2	7,1	0,6
EBIT	879.146	854.121	828.502	723.445	742.417
Intereses Financieros Brutos	74.705	68.033	83.526	85.715	102.100
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	545.734	535.910	510.993	457.664	480.354

Fuente: Codensa

Relación con los medios: María Consuelo Pérez; Bogotá. Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1460, Email: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Julio 29, 2014.

Acta Número: 3536

Objeto del Comité: Revisión periódica.

Definición de la Calificación: La calificación 'AAA(col)' la calificación asignada significa la más alta calidad crediticia. Representa la máxima calificación asignada por Fitch Colombia en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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, Lucas Aristizabal, Jorge Yanes, Jose Luis Rivas y Julio Ugueto. *Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co
TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual 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 factual 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 factual 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. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. 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. 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. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). 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 mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.