

Codensa S.A. E.S.P.

Tipo de Calificación	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmación el 11 de julio de 2019
Corto Plazo	F1+(col)		Afirmación el 11 de julio de 2019

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones](#)

Resumen de Información Financiera

	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019P	Dic 2020P
Ingresos Netos (COP millones)	4.556.608	5.059.809	5.562.929	6.134.084
Margen de EBITDAR Operativo (%)	34,0	30,3	31,2	29,4
Flujo de Fondos Libre (COP millones)	-246.494	-260.079	-316.718	-341.617
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo (x)	1,2	1,4	1,4	1,4
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados + Arrendamientos (x)	12,7	10,4	10,5	9,8

P – Proyección. x – Veces. Nota: El valor de los ingresos de 2017 excluye la reclasificación realizada por Codensa en 2018 de acuerdo con la aplicación de la NIIF 15, mediante la cual las compensaciones a clientes se presentan como menor valor de los ingresos, en lugar de un costo operativo. El monto de la reclasificación alcanzó COP15.036 millones para 2017.
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Fitch Ratings afirmó la calificación nacional de largo plazo de Codensa S.A. E.S.P. (Codensa) en 'AAA(col)' y la calificación nacional de corto plazo en 'F1+(col)'. La Perspectiva de la calificación de largo plazo es Estable. Además, Fitch afirmó en 'AAA(col)' y 'F1+(col)' las calificaciones del programa de emisión de Codensa.

Las calificaciones de Codensa reflejan el perfil de riesgo bajo de negocio de la empresa, que deriva de la característica regulada de sus ingresos y su exposición limitada a riesgo de demanda. Incorporan el perfil crediticio sólido, el cual resulta de indicadores operativos robustos, generación de flujo de caja operativo (FCO) predecible y niveles conservadores de apalancamiento y liquidez. Asimismo, consideran su programa ambicioso de inversiones de capital y el impacto moderado de este en sus métricas crediticias prospectivas. Las calificaciones contemplan también la importancia estratégica de Codensa para su accionista controlador y la exposición moderada a riesgo regulatorio.

Factores Clave de las Calificaciones

Riesgo Bajo de Negocio: Las calificaciones de Codensa reflejan el riesgo bajo de negocio de la empresa, al operar en el segmento de distribución eléctrica, el cual es un negocio regulado con tarifas establecidas. Históricamente, la empresa ha operado con una exposición limitada a riesgos de demanda, dado que su fuente más significativa de ingresos deriva de su operación en el mercado regulado de energía eléctrica, principalmente residencial, el cual tiende a mostrar poca volatilidad en sus patrones de demanda. El marco regulatorio nuevo para remuneración de distribución eléctrica, el cual se espera que se aplique en el corto plazo, le otorga una visibilidad mayor a la estructura de ingresos de la empresa, en la medida en que su estructura de ingresos dependerá de la ejecución de su plan de inversiones y la incorporación oportuna de activos en su base regulada.

Codensa es el segundo distribuidor de electricidad en Colombia en términos de demanda atendida. Al cierre de diciembre de 2018, cubrió aproximadamente 21,5% de la demanda nacional y registró alrededor de 3,44 millones de clientes.

Indicadores Operativos Sólidos: Codensa mantiene indicadores de calidad de servicio y de pérdidas de energía robustos, que comparan favorablemente dentro del sector en Colombia y contribuyen a la predictibilidad alta de su generación de FCO. Luego de la desmejora transitoria de los indicadores operativos de Codensa en 2017, producto de la absorción de las operaciones de la Empresa de Energía de Cundinamarca (EEC), que poseía niveles de calidad de

servicio inferiores y pérdidas mayores comparadas con el área de influencia tradicional de Codensa, la empresa ha logrado reanudar una senda de mejora de sus indicadores. Al cierre de 2018, Codensa reportó un nivel de pérdidas de energía de 7,74%, inferior al del año anterior (7,84%) y al nivel reconocido en su estructura tarifaria, mientras que los indicadores SAIFI (System Average Interruption Frequency Index) y SAIDI (System Average Interruption Duration Index) también se redujeron en 9,6% y 13,4%, respectivamente, alcanzando 9 veces (x) y 710 minutos, según la metodología del Grupo Enel.

Riesgo Regulatorio Manejable: Fitch mantiene su expectativa de que la aplicación de la metodología tarifaria nueva para la actividad de distribución eléctrica tendrá un efecto neutral en el perfil crediticio de Codensa, dado su apalancamiento bajo, capacidad probada de ejecución de inversiones y acceso amplio a fuentes de financiamiento de su plan de inversiones. Fitch espera que Codensa muestre un impacto positivo en el EBITDA a partir de 2019 como producto de la aplicación de la nueva metodología de remuneración, en la medida en que la empresa ejecute un plan de inversiones de alrededor de COP2,8 billones durante el período 2019–2021.

Estructura Financiera Robusta: Las calificaciones de Codensa incorporan la expectativa de que la empresa mantendrá un perfil crediticio sólido en medio de un ciclo de inversiones ambicioso en el horizonte de calificación. Fitch anticipa que Codensa sostendrá su nivel de apalancamiento en un rango entre 1x y 1,5x en el mediano plazo. Durante 2018, la compañía cerró con EBITDA de COP1,5 billones, similar al nivel registrado en 2017, mientras que el apalancamiento fue de 1,4x, acorde con las expectativas de Fitch. La agencia anticipa que el crecimiento del EBITDA de Codensa en el mediano plazo provendrá tanto de la ejecución de su plan de inversiones enmarcadas en la estructura tarifaria nueva como de la penetración mayor de la empresa en negocios conexos.

Importancia Estratégica para Accionistas: Enel S.p.A. [A-/Perspectiva Estable], a través de Enel Américas S.A. [A-/Perspectiva Estable], participa con 48,3% de la propiedad accionaria de Codensa y mantiene el control de la compañía con 56,7% de las acciones con derecho a voto. Codensa es un activo importante para Enel y representó alrededor de 21% del EBITDA de los activos de distribución de la empresa en Latinoamérica durante el primer trimestre de 2019. Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. (GEB), a pesar de no tener el control de Codensa, participa con 51,3% de los derechos económicos y 42,8% de los derechos de voto. La calificación de Codensa está basada en su perfil crediticio individual.

A la fecha, se encuentran en curso 17 solicitudes de trámite arbitral instauradas por GEB contra Codensa y una contra Enel Américas, relacionadas con la distribución de utilidades de Codensa y transacciones con partes relacionadas. Actualmente, existe visibilidad limitada sobre los impactos potenciales de la resolución de estos procesos de arbitraje en las métricas crediticias prospectivas de Codensa; sin embargo, en términos generales, Fitch considera que el perfil crediticio sólido de Codensa puede afrontar un escenario razonablemente adverso.

Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

Derivación de las Calificaciones frente a los Pares	
Comparación con Pares	Codensa se encuentra bien posicionada con respecto a otras distribuidoras puras de electricidad en Colombia con calificación nacional de AAA(col), tales como Electrificadora del Meta S.A. E.S.P., Empresa de Energía del Quindío S.A. E.S.P. y Centrales Eléctricas del Norte de Santander S.A. E.S.P. La solidez del FCO de Codensa deriva de la escala mayor de sus operaciones y sus indicadores operativos robustos. Codensa es la mayor distribuidora de electricidad calificada por Fitch en Colombia y mantiene indicadores de calidad de servicio sólidos y niveles bajos de pérdidas de energía, que comparan favorablemente dentro del sector, así como niveles adecuados de gestión de cartera. Fitch espera que el apalancamiento de Codensa continúe entre 1x y 1,5x en el mediano plazo, lo cual es considerado conservador dentro de su categoría de calificación.
Vínculo Matriz/Subsidiaria	Codensa mantiene un vínculo estratégico con su accionista controlador.
Techo País	No aplica.
Entorno Operativo	No aplica.
Otros Factores	No aplican.
Fuente: Fitch Ratings.	

Sensibilidad de las Calificaciones

Factores que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción de calificación negativa:

- un cambio significativo en la estructura de capital de la empresa que la lleve a presentar apalancamiento sostenido superior a 3,5x;
- incursión eventual en negocios diferentes al principal, que generase un cambio significativo en su perfil crediticio;
- cambios regulatorios que afectasen de forma importante la generación de caja de la empresa.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Adecuada: La liquidez adecuada de Codensa se sustenta en sus niveles de caja saludables, la predictibilidad alta de su generación de FCO, su estructura manejable de vencimientos de deuda y su acceso probado a fuentes de financiamiento en el mercado local. En 2018, Codensa cerró con un saldo en caja de COP639.030 millones, que compara favorablemente con vencimientos de deuda de alrededor de COP554.000 millones previstos para 2019.

Fitch proyecta en su caso base que la empresa seguirá registrando flujo de fondos libre negativo hasta 2020, producto de la ejecución de su plan de inversiones de capital, el cual está concentrado entre 2019 y 2020. Así, la agencia espera que la mayor parte de los vencimientos de deuda de los próximos dos años sea refinanciada. El impacto positivo en EBITDA por la ejecución del plan de inversiones, conjuntamente con la reducción de las necesidades de inversiones de capital previstas a partir de 2021, se reflejaría en valores positivos del flujo de fondos libre desde ese año.

La calificadora considera que el riesgo de refinanciamiento de Codensa es bajo, beneficiado por sus niveles reducidos de apalancamiento y acceso amplio a fuentes de financiamiento en el mercado local bancario y de capitales. En marzo de 2019, colocó COP480.000 millones en bonos con cargo a su programa de bonos y papeles comerciales en el mercado local, con plazos de 4 y 10 años. Asimismo, la empresa recibió aprobación por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia para incrementar el cupo del programa referido a COP3,4 billones, desde COP2.805 billones. En el mercado bancario, Codensa registra líneas de crédito no comprometidas por COP3,7 billones, reasignables con su empresa relacionada Emgesa S.A. E.S.P. Al cierre de junio de 2019, la empresa mantenía una línea comprometida por COP150.000 millones con la banca local, como soporte adicional de liquidez.

Vencimientos de Deuda y Liquidez al Año Fiscal 2018

Resumen de Liquidez		
(COP millones)	31 dic 2017	31 dic 2018
Efectivo Disponible y Equivalentes	548.073	639.030
Inversiones de Corto Plazo	20.000	0
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	568.073	639.030
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
Liquidez Total	568.073	639.030
EBITDA de los Últimos 12 meses	1.548.697	1.531.512
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	-246.494	-260.078

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa.

Vencimientos de Deuda Programados	
(COP millones)	31 dic 2018
2019	472.579
2020	189.893
2021	191.829
2022	270.000
2023	195.000
Después	753.340
Total de Vencimientos de Deuda	2.072.641

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa.

Supuestos Clave

Supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de clasificación del emisor:

- Se realiza la aplicación del nuevo marco tarifario para distribución eléctrica en los próximos 12 meses.
- Codensa mantiene una relación de pago de dividendos similar a la proporción aplicada en 2018.
- La empresa ejecuta un plan de inversiones de más de COP2,8 billones durante el período 2019-2021.

Información Financiera

(COP millones)	Histórico			Proyección		
	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021
Resumen de Estado de Resultados						
Ingresos Brutos	4.189.696	4.556.608	5.059.809	5.562.929	6.134.084	6.642.775
Crecimiento de Ingresos (%)	12,9	8,8	11,0	9,9	10,3	8,3
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	1.403.403	1.548.697	1.531.512	1.734.300	1.800.893	1.965.712
Margen de EBITDA Operativo (%)	33,5	34,0	30,3	31,2	29,4	29,6
EBITDAR Operativo	1.403.403	1.548.697	1.531.512	1.734.300	1.800.893	1.965.712
Margen de EBITDAR Operativo (%)	33,5	34,0	30,3	31,2	29,4	29,6
EBIT Operativo	1.139.346	1.235.193	1.176.885	1.342.066	1.365.021	1.518.361
Margen de EBIT Operativo (%)	27,2	27,1	23,3	24,1	22,3	22,9
Intereses Financieros Brutos	-154.441	-145.582	-157.388	-165.732	-184.288	-181.279
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/	941.662	1.051.499	978.436	1.179.333	1.183.732	1.340.081
Resumen de Balance General						
Efectivo Disponible y Equivalentes	619.650	568.073	639.030	746.826	515.316	563.167
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.607.335	1.807.904	2.070.391	2.497.154	2.607.262	2.415.433
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.607.335	1.807.904	2.070.391	2.497.154	2.607.262	2.415.433
Deuda Neta	987.685	1.239.831	1.431.361	1.750.329	2.091.946	1.852.266
Resumen de Flujo de Caja						
EBITDA Operativo						
EBITDA Operativo	1.403.403	1.548.697	1.531.512	1.734.300	1.800.893	1.965.712
Intereses Pagados en Efectivo	-147.032	-122.057	-146.710	-165.732	-184.288	-181.279
Impuestos Pagados en Efectivo	-370.562	-400.390	-381.415	-389.180	-378.794	-415.425
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos	1.130	0	0	0	0	0
Distribuciones a Participaciones Minoritarias	0	0	0	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	-76.446	-115.830	81.123	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	822.515	923.198	1.094.952	1.179.388	1.237.810	1.369.008
Margen de FGO (%)	19,6	20,3	21,6	21,2	20,2	20,6
Variación del Capital de Trabajo	118.048	115.204	-21.306	48.552	55.118	49.090
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	940.563	1.038.402	1.073.646	1.227.941	1.292.928	1.418.097
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-681.009	-734.715	-908.955			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	16,3	16,1	18,0			
Dividendos Comunes	-435.049	-550.181	-424.770			
Flujo de Fondos Libre (FFL)	-175.495	-246.494	-260.079			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	27.639	0	0			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-35	-20.311	19.839	0	0	0
Variación Neta de Deuda	293.100	195.228	331.197	424.514	110.107	-191.829
Variación Neta de Capital	71.965	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	217.174	-71.577	90.957	107.796	-231.510	47.851
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-1.088.419	-1.284.896	-1.333.725	-1.544.659	-1.634.545	-1.178.417
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	-147.856	-246.494	-260.079	-316.718	-341.617	239.680
Margen del FLL (después de Adquisiciones Netas) (%)	-3,5	-5,4	-5,1	-5,7	-5,6	3,6
Razones de Cobertura (veces)						
FGO a Intereses Financieros Brutos	6,5	8,5	8,4	8,1	7,7	8,6
FGO a Cargos Fijos	6,5	8,5	8,4	8,1	7,7	8,6
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	9,6	12,7	10,4	10,5	9,8	10,8
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	9,6	12,7	10,4	10,5	9,8	10,8
Razones de Apalancamiento (veces)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	1,1	1,2	1,4	1,4	1,4	1,2
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	0,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,1	1,2	1,4	1,4	1,4	1,2
Deuda Ajustada respecto al FGO	1,7	1,8	1,7	1,9	1,8	1,6
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	1,0	1,2	1,2	1,3	1,5	1,2

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions

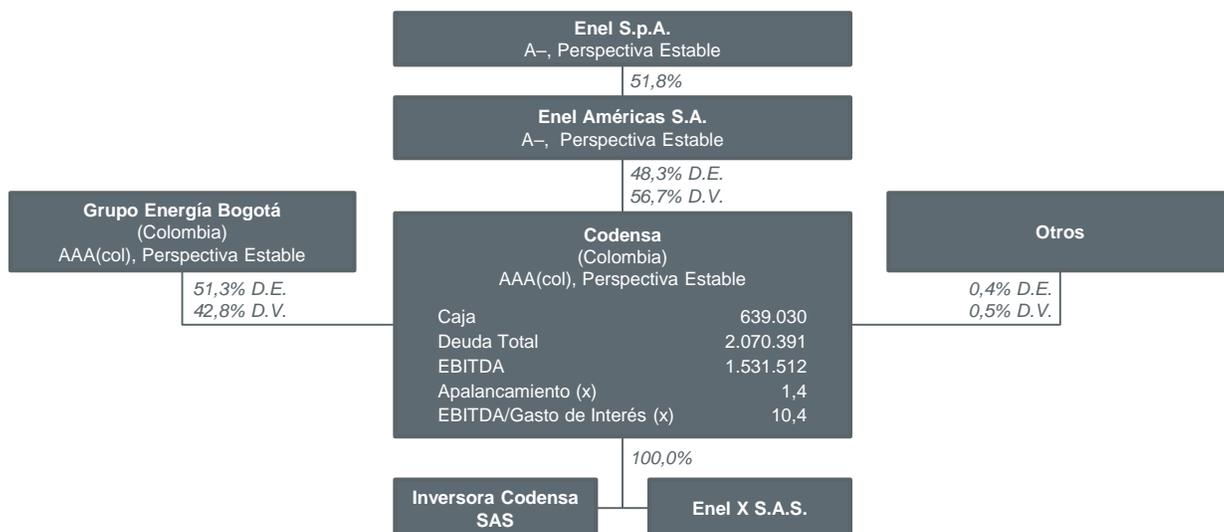
Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por Fitch Ratings. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch Ratings utiliza para asignar una calificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de calificación de Fitch Ratings sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch Ratings que emplea los supuestos propios de la calificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch Ratings de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch Ratings, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch Ratings puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo. La información financiera original de períodos históricos es procesada por Fitch Solutions en nombre de Fitch Ratings. Los ajustes financieros clave y todas las proyecciones financieras atribuidas a Fitch Ratings son producidos por personal de la agencia de calificación.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Corporativa— Codensa S.A. E.S.P.

(COP millones, al 31 de diciembre de 2018)



D.E. – Derecho económico. D.V. – Derecho de voto. x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Brutos (COP millones)	Margen de EBITDAR Operativo (%)	Flujo de Fondos Libre (COP millones)	Deuda Total/ EBITDAR Operativo (veces)	EBITDAR Operativo/ Intereses + Rentas (veces)
Codensa S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	5.059.809	30,3	-260.079	1,4	10,4
	AAA(col)	2017	4.556.608	34,0	-246.494	1,2	12,7
	AAA(col)	2016	4.189.696	33,5	-175.495	1,1	9,6
Electricadora de Meta S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	493.866	25,6	35.534	0,8	13,2
	AAA(col)	2017	472.800	25,4	2.747	1,0	9,9
	AAA(col)	2016	471.049	21,6	-28.099	1,2	8,4
Empresa de Energía del Quindío S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	227.674	26,0	5.420	0,4	37,0
	AAA(col)	2017	53.305	12,8	-1.924	0,4	4,7
	AAA(col)	2016	215.289	26,8	10.210	0,3	39,5
Centrales Eléctricas del Norte de Santander S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	666.480	19,9	-84.841	3,1	5,3
	AAA(col)	2017	609.230	16,3	-123.482	3,3	6,6
	AAA(col)	2016	612.294	19,7	-116.777	1,7	9,7
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.							

Conciliación de Indicadores Financieros Clave

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Codensa S.A. E.S.P.	
(COP millones)	31 dic 2018
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados	
EBITDA Operativo	1.531.512
+ Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias	0
+ Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	0
+ Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas	0
= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)	1.531.512
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	0
= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)	1.531.512
Resumen de Deuda y Efectivo	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)	2.070.391
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)	2.070.391
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	639.030
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	0
= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)	639.030
Deuda Neta Ajustada (b)	1.431.361
Resumen del Flujo de Efectivo	
Dividendos Preferentes (Pagados) (f)	0
Intereses Recibidos	10.442
+ Intereses (Pagados) (d)	(146.710)
= Costo Financiero Neto (e)	(136.268)
Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)	1.094.952
+ Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	(21.306)
= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)	1.073.646
Inversiones de Capital (m)	(908.955)
Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos	5,0
Apalancamiento Bruto (veces)	
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo^a (a/j)	1,4
Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))	1,7
<i>Deuda Total Ajustada/</i> <i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo^a (l/k)	1,4
Apalancamiento Neto (veces)	
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo^a (b/j)	0,9
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))	1,2
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))	8,7
Cobertura (veces)	
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)^a (j/-d+h)	10,4
EBITDA Operativo/Intereses Pagados^a (k/(-d))	10,4
FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	8,4
<i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/</i> <i>(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))	8,4
<i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados -</i> <i>Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias. Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa.	

Ajuste de Conciliación de Fitch

Resumen de Ajustes a la Información Financiera				
Codensa S.A. E.S.P.				
(COP millones)	Valores Reportados 31 dic 2018	Suma de Valores Ajustados por Fitch	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados				
Ingresos Netos	5.059.809	0		5.059.809
EBITDAR Operativo	1.516.058	15.454	15.454	1.531.512
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	1.516.058	15.454	15.454	1.531.512
Arrendamiento Operativo	0	0		0
EBITDA Operativo	1.516.058	15.454	15.454	1.531.512
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	1.516.058	15.454	15.454	1.531.512
EBIT Operativo	1.161.431	15.454	15.454	1.176.885
Resumen de Deuda y Efectivo				
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.104.397	(34.005)	(34.005)	2.070.391
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.104.397	(34.005)	(34.005)	2.070.391
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0		0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0		0
Efectivo Disponible y Equivalentes	639.030	0		639.030
Efectivo y Equivalentes Restringidos	0	0		0
Resumen del Flujo de Efectivo				
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0		0
Intereses Recibidos	29.139	(18.697)	(18.697)	10.442
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	(157.388)	10.677	10.677	(146.710)
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.231.220	(136.268)	(136.268)	1.094.952
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	(21.306)	0		(21.306)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.209.914	(136.268)	(136.268)	1.073.646
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0		0
Inversiones de Capital (Capex)	(908.955)	0		(908.955)
Dividendos Comunes (Pagados)	(424.770)	0		(424.770)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(123.811)	(136.268)	(136.268)	(260.079)
Apalancamiento Bruto (veces)				
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	1,4			1,4
Deuda Ajustada respecto al FGO	1,5			1,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	1,4			1,4
Apalancamiento Neto (veces)				
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	1,0			0,9
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	1,1			1,2
Deuda Neta Ajustada/(FCO – Capex)	4,9			8,7
Cobertura (veces)				
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros Brutos + Alquileres) ^a	9,6			10,4
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	9,6			10,4
FGO a Cargos Fijos	8,6			8,4
FGO a Intereses Financieros Brutos	8,6			8,4
^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias. Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa.				

Metodologías e Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Abril 16, 2019\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Agosto 2, 2018\)](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 6, 2018\)](#)

Analistas

Jorge Luis Yanes Arráez

+57 1 4846770

jorge.yanes@fitchratings.com

Ana María Vargas

+571 4846770

anamaria.vargas@fitchratings.com

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://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 INTERESES, 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 © 2019 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, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), 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 e informes 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 o un informe 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 y sus informes, 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 y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. 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 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 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 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.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001"