

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

Fitch Ratings afirmó las calificaciones nacionales de largo y corto plazo de Codensa S.A. E.S.P. (Codensa) en 'AAA(col)' y 'F1+(col)', respectivamente. La Perspectiva es Estable. Asimismo, afirmó en 'AAA(col)' y 'F1+(col)' las calificaciones del Programa de Emisión de Codensa.

Las calificaciones reflejan el perfil de riesgo de negocio bajo de la empresa, que se deriva de la característica regulada de sus ingresos y su exposición limitada al 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, las calificaciones consideran el programa ambicioso de inversiones de capital y su impacto moderado en sus métricas crediticias prospectivas, y contemplan la importancia estratégica de Codensa para su accionista controlador y la exposición moderada al riesgo regulatorio. Fitch considera que Codensa está bien preparada para enfrentar la coyuntura actual derivada de la pandemia provocada por el coronavirus, dada su estructura de capital conservadora y posición de liquidez sólida, respaldada en la predictibilidad alta de su generación de caja operativa.

## Factores Clave de Calificación

**Riesgo Bajo de Negocio:** Las calificaciones de Codensa reflejan el riesgo bajo de negocio del segmento de distribución eléctrica, dada la naturaleza regulada de sus tarifas. 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 la 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 compañía. Lo anterior dependerá de que se ejecute su plan de inversiones y la incorporación oportuna de activos a su base regulada. Codensa es el segundo distribuidor de electricidad en Colombia, en términos de demanda atendida. Durante el primer trimestre de 2020, atendió aproximadamente 20,7% de la demanda nacional y registró alrededor de 3,55 millones de clientes.

**Indicadores Operativos Sólidos:** Codensa mantiene indicadores de calidad de servicio y de pérdidas de energía robustos, favorables en el sector en Colombia y que contribuyen a la predictibilidad de su generación operativa. Tras el impacto transitorio en los indicadores operativos de Codensa, derivado de la absorción de las operaciones de la Empresa de Energía de Cundinamarca (EEC) en 2017, la compañía ha mostrado una mejora sostenida de dichos indicadores. Al cierre de 2019, Codensa reportó un nivel de pérdidas de energía de 7,66%, inferior al de 2018 (7,74%) e inferior al nivel reconocido en su estructura tarifaria. A la vez, los indicadores SAIDI y SAIFI alcanzaron 820 minutos y 11,76 veces (x), según metodología de CREG.

**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 significativo sobre el horizonte de calificación. Fitch anticipa que el apalancamiento de Codensa promediará 1,5x en el horizonte de proyección. Durante 2019, el EBITDA aumentó 18,4% hasta COP1,8 billones, mientras que el apalancamiento bajó hasta 1,2x. Fitch anticipa que el crecimiento del EBITDA de Codensa a 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.

**Flujo de Fondos Libre de Negativo a Neutro:** Fitch proyecta en su caso base que la empresa registrará flujo de fondos libre (FFL) negativo en 2020, producto de requerimientos mayores de capital de trabajo,

## Calificaciones

| Tipo de Calif. | Calif.   | Perspectiva | Última Acción de Calificación    |
|----------------|----------|-------------|----------------------------------|
| Largo Plazo    | AAA(col) | Estable     | Afirmación el 3 de julio de 2020 |
| Corto Plazo    | F1+(col) |             | Afirmación el 3 de julio de 2020 |

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

## Metodologías Aplicables

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Junio 2020\);](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 2019\);](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Junio 8, 2020\).](#)

## Analistas

José Luis Rivas  
+57 1 484 6770  
[joseluis.rivas@fitchratings.com](mailto:joseluis.rivas@fitchratings.com)

Ana María Vargas García  
+57 1 484 6770  
[anamaria.vargas@fitchratings.com](mailto:anamaria.vargas@fitchratings.com)

---

como consecuencia del impacto de la pandemia por coronavirus sobre su cartera, estimado por Fitch en COP430.000 millones para 2020. La agencia espera que la mayor parte de los vencimientos de deuda de los próximos dos años sea refinanciada. Asimismo, prevé que el impacto positivo en EBITDA por la ejecución del plan de inversiones, en conjunto con la reducción de las necesidades de inversiones de capital prevista desde 2021, se refleje en valores del FFL relativamente neutros a partir de ese año.

**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, su capacidad probada de ejecución de inversiones y su acceso amplio a fuentes de financiamiento para fondar su plan de inversiones. Fitch espera que Codensa tenga un impacto positivo en el EBITDA a partir de 2020, producto de la aplicación de la metodología nueva de remuneración, en la medida en que la empresa ejecute un plan de inversiones de alrededor de COP2.3 billones durante el período 2020 a 2022.

**Enfoque de Perfil Crediticio Individual:** Las calificaciones de Codensa derivan de su perfil crediticio individual. Fitch ve a Codensa como una inversión estratégica para su accionista controlador, Enel S.p.A. (Enel) [A-; Perspectiva Estable] a través de la filial Enel Américas S.A. (Enel Americas) [A-; Perspectiva Estable], considerando la importancia de las operaciones colombianas para Enel que, al cierre de 2019 representaron alrededor de 21% del EBITDA en la región. La ausencia de vínculos legales, vínculos operacionales entre débiles y moderados, así como la presencia de un accionista minoritario importante, debilitan el vínculo entre matriz y subsidiaria.

**Proceso de Arbitraje Monitoreado:** Fitch continuará monitoreando el proceso de arbitraje iniciado por GEB contra Enel Americas, relacionado con distribución de utilidades de Codensa y transacciones con partes relacionadas. La agencia considera que aún existe visibilidad limitada sobre los impactos potenciales de la resolución de estos procesos de arbitraje en las métricas crediticias prospectivas de Codensa. En términos generales, la agencia opina que el perfil crediticio sólido de la compañía le permitiría afrontar un escenario razonable adverso para la compañía.

## Resumen de Información Financiera

|  | Dic 2018  | Dic 2019  | Dic 2020P | Dic 2021P |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ingresos Netos (COP millones)  | 5.059.809 | 5.465.948 | 5.784.574 | 6.120.875 |
| Margen de EBITDAR Operativo (%)                                      | 30,3      | 33,2      | 30,4      | 29,6      |
| Flujo de Fondos Libre (COP millones)                                 | -260.079  | -380.264  | -640.932  | -22.574   |
| Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo (x)                           | 1,4       | 1,2       | 1,7       | 1,7       |
| EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos (x) | 10,4      | 11,1      | 12,3      | 12,2      |

P – Proyección. x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

## Derivación de Calificación respecto a 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. (EMSA), Empresa de Energía del Quindío S.A. E.S.P. (EDEQ) y Centrales Eléctricas del Norte de Santander S.A. E.S.P. (CENS). La solidez del FCO de Codensa deriva de la escala de sus operaciones y la robustez de sus indicadores operativos. Codensa es la distribuidora de electricidad de mayor tamaño calificada por Fitch en Colombia, mantiene indicadores de calidad de servicio sólidos y niveles bajos de pérdidas de energía que son favorables en el sector. También presenta niveles adecuados de gestión de cartera. Fitch espera que el apalancamiento de Codensa promedie 1,5x durante el horizonte de proyección, lo cual se considera conservador en su categoría de calificación.

## Sensibilidades de Calificación

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:**

No es posible un alza en la calificación, ya que está en el nivel más alto de la escala nacional de Fitch.

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:**

- un cambio significativo en la estructura de capital de la empresa que la lleve a presentar apalancamiento sostenido superior a 4.0x;
- incursión eventual en negocios diferentes al principal o adquisiciones significativas financiadas principalmente con deuda, que generasen 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 de Codensa se soporta en niveles de caja saludables, la predictibilidad alta de su generación de FCO, una estructura manejable de vencimientos de deuda y acceso probado a fuentes de financiamiento en el mercado local e internacional. Al 31 de marzo de 2020, la caja de Codensa por COP356.205 millones más el FCO por COP1,5 billones, cubrían holgadamente los vencimientos de deuda de corto plazo por COP200.025 millones.

Fitch considera que el riesgo de refinanciamiento de Codensa es bajo, beneficiado por su apalancamiento bajo y acceso amplio a fuentes de financiamiento en el mercado bancario y de capitales local. En el mercado bancario, Codensa tiene líneas de crédito no comprometidas por COP4,8 billones, reasignables con su empresa relacionada Emgesa. En marzo de 2020, contrató una línea comprometida por USD60 millones con la banca internacional, como soporte adicional de liquidez ante las mayores necesidades de capital de trabajo que pudieran resultar de la pandemia por coronavirus.

## Escenario de Liquidez y Vencimientos de Deuda sin Refinanciamiento

### Resumen de Liquidez

| (COP millones)  | 31 dic 2018    | 31 dic 2019    |
|---|----------------|----------------|
| Efectivo Disponible y Equivalentes                            | 639.030        | 325.923        |
| Inversiones de Corto Plazo                                    | 0              | 0              |
| Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos                   | 0              | 0              |
| <b>Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch</b> | <b>639.030</b> | <b>325.923</b> |
| Líneas de Crédito Comprometidas                               | 0              | 0              |
| <b>Liquidez Total</b>   | <b>639.030</b> | <b>325.923</b> |

|   |                  |                  |
|---|------------------|------------------|
| <b>EBITDA después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas de los Últimos 12 meses</b> | <b>1.531.512</b> | <b>1.812.679</b> |
| <b>Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses</b>  | <b>(260.079)</b> | <b>(380.264)</b> |

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa

### Vencimientos de Deuda Programados

| (COP millones) | 31 dic 2019      |
|----------------|------------------|
| 2020           | 205.565          |
| 2021           | 211.559          |
| 2022           | 281.742          |
| 2023           | 478.409          |
| 2024           | 203.409          |
| Después        | 673.144          |
| <b>Total</b>   | <b>2.053.828</b> |

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa

## Supuestos Clave

Supuestos claves de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor:

- demanda de energía de Codensa cae 4% en 2020 y se recupera gradualmente a partir de 2021;
- pago de dividendos equivalente a 70% de la utilidad neta del ejercicio anterior;
- la empresa ejecuta un plan de inversiones de capital de aproximadamente COP2,3 billones entre 2020 y 2022.

## Información Financiera

| (COP millones)  | Histórico |           |           | Proyección |           |           |
|---|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
|   | Dic 2017  | Dic 2018  | Dic 2019  | Dic 2020   | Dic 2021  | Dic 2022  |
| <b>Resumen de Estado de Resultados</b>  |           |           |           |            |           |           |
| Ingresos Brutos   | 4.556.608 | 5.059.809 | 5.465.948 | 5.784.574  | 6.120.875 | 6.083.625 |
| Crecimiento de Ingresos (%)   | 8,8       | 11,0      | 8,0       | 5,8        | 5,8       | -0,6      |
| EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)                                       | 1.548.697 | 1.531.512 | 1.812.679 | 1.756.946  | 1.814.333 | 1.975.213 |
| Margen de EBITDA Operativo (%)  | 34,0      | 30,3      | 33,2      | 30,4       | 29,6      | 32,5      |
| EBITDAR Operativo   | 1.548.697 | 1.531.512 | 1.812.679 | 1.756.946  | 1.814.333 | 1.975.213 |
| Margen de EBITDAR Operativo (%)   | 34,0      | 30,3      | 33,2      | 30,4       | 29,6      | 32,5      |
| EBIT Operativo  | 1.235.193 | 1.176.885 | 1.413.436 | 1.334.429  | 1.371.532 | 1.514.930 |
| Margen de EBIT Operativo (%)  | 27,1      | 23,3      | 25,9      | 23,1       | 22,4      | 24,9      |
| Intereses Financieros Brutos  | -145.582  | -157.388  | -166.065  | -142.373   | -149.296  | -174.149  |
| Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/ Pérdidas de Compañías Asociadas)              | 1.051.499 | 978.436   | 1.223.499 | 1.196.235  | 1.226.415 | 1.344.959 |
| <b>Resumen de Balance General</b>   |           |           |           |            |           |           |
| Efectivo Disponible y Equivalentes  | 568.073   | 639.030   | 325.923   | 467.875    | 447.293   | 445.847   |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio  | 1.807.904 | 2.070.391 | 2.161.160 | 3.060.044  | 3.062.036 | 2.959.430 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio   | 1.807.904 | 2.070.391 | 2.161.160 | 3.060.044  | 3.062.036 | 2.959.430 |
| Deuda Neta  | 1.239.831 | 1.431.361 | 1.835.236 | 2.592.169  | 2.614.742 | 2.513.583 |
| <b>Resumen de Flujo de Caja</b>   |           |           |           |            |           |           |
| EBITDA Operativo  | 1.548.697 | 1.531.512 | 1.812.679 | 1.756.946  | 1.814.333 | 1.975.213 |
| Intereses Pagados en Efectivo   | -122.057  | -146.710  | -163.913  | -142.373   | -149.296  | -174.149  |
| Impuestos Pagados en Efectivo   | -400.390  | -381.415  | -316.849  | -382.795   | -380.189  | -403.488  |
| Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         | 0         |
| Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones                                       | -115.830  | 81.123    | -71.973   | 0          | 0         | 0         |
| Flujo Generado por la Operaciones (FGO)   | 923.198   | 1.094.952 | 1.268.357 | 1.231.778  | 1.284.849 | 1.397.576 |
| Margen de FGO (%)   | 20,3      | 21,6      | 23,2      | 21,3       | 21,0      | 23,0      |
| Variación del Capital de Trabajo  | 115.204   | -21.306   | -237.735  | -428.942   | -10.371   | 1.149     |
| Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)  | 1.038.402 | 1.073.646 | 1.030.622 | 802.836    | 1.274.477 | 1.398.725 |
| Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total  | 0         | 0         | 0         |            |           |           |
| Inversiones de Capital (Capex)  | -734.715  | -908.955  | -978.025  |            |           |           |
| Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)  | 16,1      | 18,0      | 17,9      |            |           |           |
| Dividendos Comunes  | -550.181  | -424.770  | -432.861  |            |           |           |
| Flujo de Fondos Libre (FLL)   | -246.494  | -260.079  | -380.264  |            |           |           |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto   | 0         | 0         | 0         |            |           |           |
| Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos   | -20.311   | 19.839    | -1.916    | 0          | 0         | 0         |
| Variación Neta de Deuda   | 195.228   | 331.197   | 69.074    | 898.884    | 1.992     | -102.606  |
| Variación Neta de Capital   | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         | 0         |
| Variación de Caja y Equivalentes  | -71.577   | 90.957    | -313.107  | 141.952    | -20.582   | -1.447    |
| <b>Razones de Apalancamiento (Veces)</b>  |           |           |           |            |           |           |
| Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR Operativo   | 0,8       | 0,9       | 1,0       | 1,5        | 1,4       | 1,3       |
| Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo   | 1,2       | 1,4       | 1,2       | 1,7        | 1,7       | 1,5       |
| Deuda Neta Total Ajustada/EBITDA Operativo  | 0,8       | 0,9       | 1,0       | 1,5        | 1,4       | 1,3       |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo                                   | 1,2       | 1,4       | 1,2       | 1,7        | 1,7       | 1,5       |
| Deuda Ajustada respecto al FGO  | 1,8       | 1,7       | 1,5       | 2,2        | 2,1       | 1,9       |
| Deuda Neta Ajustada respecto al FGO   | 1,2       | 1,2       | 1,3       | 1,9        | 1,8       | 1,6       |

### 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.

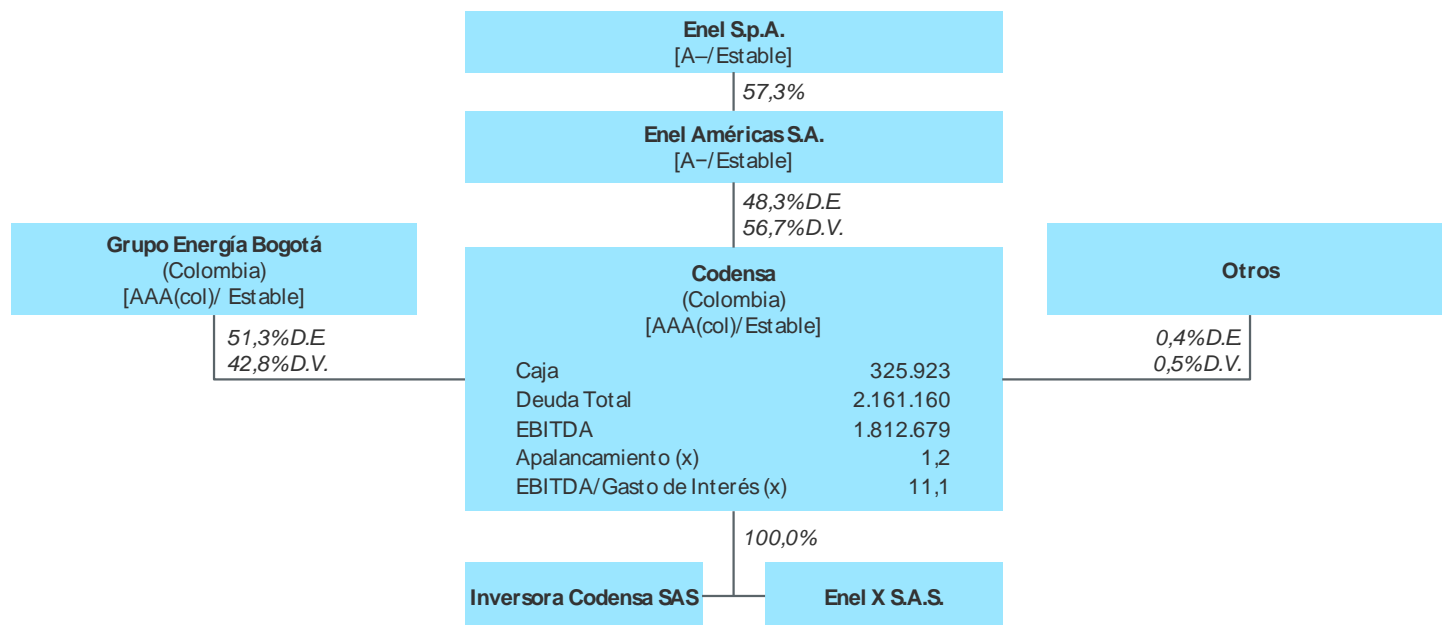
|  |            |            |            |            |            |            |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Apalancamiento respecto al FGO                                   | 1,8        | 1,7        | 1,5        | 2,2        | 2,1        | 1,9        |
| Apalancamiento neto respecto al FGO                              | 1,2        | 1,2        | 1,3        | 1,9        | 1,8        | 1,6        |
| <b>Cálculos para la Publicación de Proyecciones</b>              |            |            |            |            |            |            |
| Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL | -1.284.896 | -1.333.725 | -1.410.886 | -1.559.768 | -1.297.051 | -1.297.565 |
| FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos           | -246.494   | -260.079   | -380.264   | -756.932   | -22.574    | 101.159    |
| Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)              | -5,4       | -5,1       | -7,0       | -13,1      | -0,4       | 1,7        |
| <b>Razones de Cobertura (Veces)</b>                              |            |            |            |            |            |            |
| FGO a Intereses Financieros Brutos                               | 8,5        | 8,4        | 8,7        | 9,7        | 9,6        | 9,0        |
| FGO a Cargos Fijos   | 8,5        | 8,4        | 8,7        | 9,7        | 9,6        | 9,0        |
| EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos  | 12,7       | 10,4       | 11,1       | 12,3       | 12,2       | 11,3       |
| EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo                   | 12,7       | 10,4       | 11,1       | 12,3       | 12,2       | 11,3       |
| <b>Métricas Adicionales (%)</b>                                  |            |            |            |            |            |            |
| FGO-capex/Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio         | 16,8       | 8,0        | 2,4        | -2,1       | 17,9       | 23,4       |
| FGO-capex/Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio    | 24,5       | 11,5       | 2,9        | -2,5       | 20,9       | 27,6       |

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

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

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2019)



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 Netos (COP millones) | Margen de EBITDAR Operativo (%) | Flujo de Fondos Libre (COP millones) | Deuda Total Ajustada/ EBITDAR Operativo (x) | EBITDAR Operativo/ Intereses Pagados en Efectivos + Arrendamientos (x) |
|---|--------------|------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|---|--|
| Codensa S.A. E.S.P.                                     | AAA(col)     |                              |                               |                                 |                                      |   |  |
|   | AAA(col)     | 2019                         | 5.465.948                     | 33,2                            | -380.264                             | 1,2   | 11,1   |
|   | 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   |
| Electrificadora de Meta S.A. E.S.P.                     | AAA(col)     |                              |                               |                                 |                                      |   |  |
|   | AAA(col)     | 2019                         | 553.929                       | 23,4                            | -21.035                              | 1,0   | 10,5   |
|   | AAA(col)     | 2018                         | 493.866                       | 21,3                            | 35.534                               | 1,0   | 11,0   |
|   | AAA(col)     | 2017                         | 472.800                       | 20,3                            | 2.747                                | 1,2   | 7,9  |
| Celsia Colombia S.A. E.S.P.                             | AAA(col)     |                              |                               |                                 |                                      |   |  |
|   | AAA(col)     | 2019                         | 2.664.293                     | 38,4                            | -1.918.766                           | 2,0   | 7,0  |
|   | AAA(col)     | 2018                         | 1.765.362                     | 38,2                            | -198.289                             | 1,7   | 9,6  |
|   | AAA(col)     | 2017                         | 1.654.574                     | 37,7                            | -257.737                             | 1,5   | 7,7  |
| Empresa de Energía del Quindío S.A. E.S.P.              | AAA(col)     |                              |                               |                                 |                                      |   |  |
|   | AAA(col)     | 2019                         | 241.659                       | 26,6                            | -5.504                               | 0,8   | 20,4   |
|   | 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  |
| Centrales Eléctricas del Norte de Santander S.A. E.S.P. | AAA(col)     |                              |                               |                                 |                                      |   |  |
|   | AAA(col)     | 2019                         | 769.039                       | 22,2                            | -30.427                              | 2,7   | 5,7  |
|   | 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  |

x – Veces.

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 2019 |
|--|-------------|
| <b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>  |             |
| EBITDA Operativo   | 1.812.679   |
| + 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)                               | 1.812.679   |
| + Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)  | 0           |
| = EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)                              | 1.812.679   |
| <b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>   |             |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)   | 2.161.160   |
| + Deuda por Arrendamientos Operativos  | 0           |
| + Otra Deuda fuera de Balance  | 0           |
| = Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)  | 2.161.160   |
| Efectivo Disponible (Definido por Fitch)   | 325.923     |
| + Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)   | 0           |
| = Efectivo Disponible y Equivalentes (o)   | 325.923     |
| Deuda Neta Ajustada (b)  | 1.835.236   |
| <b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>   |             |
| Dividendos Preferentes (Pagados) (f)   | 0           |
| Intereses Recibidos  | 8.413       |
| + Intereses (Pagados) (d)  | (163.913)   |
| = Costo Financiero Neto (e)  | (155.500)   |
| Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)   | 1.268.357   |
| + Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)  | (237.735)   |
| = Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)  | 1.030.622   |
| Inversiones de Capital (m)   | (978.025)   |
| Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos  | 5,0         |
| <b>Apalancamiento Bruto (veces)</b>  |             |
| Deuda Ajustada/EBITDAR Operativa (a/j)   | 1,2         |
| Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))   | 1,5         |
| Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados) |             |
| Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativa (l/k)  | 1,5         |
| <b>Apalancamiento Neto (veces)</b>   |             |

### Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Codensa S.A. E.S.P.

|  |      |
|--|------|
| Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativoa (b/j)   | 1,0  |
| Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))   | 1,3  |
| Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)  |      |
| Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))   | 1,3  |
| Cobertura (veces)  |      |
| EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)a (j/-d+h)   | 11,1 |
| EBITDA Operativo/Intereses Pagados <sup>a</sup> (k/(-d))   | 11,1 |
| FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))  | 8,7  |
| (FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados) |      |
| FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))  | 8,7  |
| (FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)   |      |

<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa

## Ajustes de Conciliación de Fitch

### Resumen de Ajustes a la Información Financiera

| Codensa S.A. E.S.P.  | Valores Reportados | Suma de Valores Ajustados por Fitch | Valores Ajustados por Fitch |
|--|--------------------|-------------------------------------|-----------------------------|
|  | 31 dic 19          |                                     |                             |
| <b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>  |                    |                                     |                             |
| Ingresos Netos   | 5.465.948          | 0                                   | 5.465.948                   |
| EBITDAR Operativo  | 1.823.943          | (11.264)                            | 1.812.679                   |
| EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias | 1.823.943          | (11.264)                            | 1.812.679                   |
| Arrendamiento Operativo  | 0                  | 0                                   | 0                           |
| EBITDA Operativo   | 1.823.943          | (11.264)                            | 1.812.679                   |
| EBITDA Operativo despues de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias  | 1.823.943          | (11.264)                            | 1.812.679                   |
| EBIT Operativo   | 1.424.700          | (11.264)                            | 1.413.436                   |
| <b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>   |                    |                                     |                             |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio   | 2.192.166          | (31.006)                            | 2.161.160                   |
| Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio  | 2.192.166          | (31.006)                            | 2.161.160                   |
| Deuda por Arrendamientos Operativos  | 0                  | 0                                   | 0                           |
| Otra Deuda fuera de Balance  | 0                  | 0                                   | 0                           |
| Efectivo Disponible y Equivalentes   | 325.923            | 0                                   | 325.923                     |
| Efectivo y Equivalentes Restringidos   | 0                  | 0                                   | 0                           |
| <b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>   |                    |                                     |                             |
| Dividendos Preferentes (Pagados)   | 0                  | 0                                   | 0                           |
| Intereses Recibidos  | 18.362             | (9.949)                             | 8.413                       |
| Intereses Financieros Brutos (Pagados)   | (166.065)          | 2.152                               | (163.913)                   |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO)   | 1.423.857          | (155.500)                           | 1.268.357                   |
| Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)  | (237.735)          | 0                                   | (237.735)                   |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)  | 1.186.122          | (155.500)                           | 1.030.622                   |
| Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente   | 0                  | 0                                   | 0                           |
| Inversiones de Capital (Capex)   | (978.025)          | 0                                   | (978.025)                   |
| Dividendos Comunes (Pagados)   | (432.861)          | 0                                   | (432.861)                   |
| Flujo de Fondos Libre (FFL)  | (224.764)          | (155.500)                           | (380.264)                   |
| Apalancamiento Bruto (veces)   |                    |                                     |                             |

## Resumen de Ajustes a la Información Financiera

| Codensa S.A. E.S.P.  |      |      |
|--|------|------|
| Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>                          | 1,2  | 1,2  |
| Deuda Ajustada respecto al FGO   | 1,4  | 1,5  |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>a</sup> | 1,4  | 1,5  |
| Apalancamiento Neto (veces)  |      |      |
| Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>                           | 1,0  | 1,0  |
| Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)                                  | 1,2  | 1,3  |
| Deuda Neta Ajustada/(FCO – Capex) (veces)                                    | 1,2  | 1,3  |
| Cobertura (veces)  |      |      |
| EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Alquileres) <sup>a</sup>   | 11,0 | 11,1 |
| EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos <sup>a</sup>                   | 11,0 | 11,1 |
| FGO/Cargos Fijos   | 9,5  | 8,7  |
| FGO/Intereses Financieros Brutos   | 9,5  | 8,7  |

<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.  
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Codensa

## Sensibilidad a Variación en Tipo de Cambio (FX Screener)

Codensa no tiene exposición cambiaria, dado que la totalidad de la deuda financiera y flujo de caja operativo está denominados en moneda local.

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](http://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 LÍDER 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 © 2020 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 afirmo 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 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.

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"