

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

Tipo de Calificación	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Calificación Nacional de Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmación el 18 de julio de 2017
Calificación Nacional de Corto Plazo	F1+(col)		Afirmación el 18 de julio de 2017

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

## Resumen de Información Financiera

	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017P	Dic 2018P
Ingresos (COP millones)	3.711.866	4.189.696	4.572.158	4.982.724
EBITDA (COP millones)	1.238.296	1.403.403	1.577.102	1.644.299
Flujo de Fondos Libre (COP millones)	-187.921	-175.495	-463.346	-335.053
Deuda Total/EBITDA (veces)	1,0	1,1	1,2	1,4
EBITDA/Intereses Financieros (veces)	11,3	9,6	9,1	7,9

P: proyección.  
Fuente: Fitch

Las calificaciones de Codensa S.A. E.S.P. (Codensa) reflejan el perfil de riesgo de negocio bajo de la empresa, el cual se deriva de la característica regulada de sus ingresos y su exposición limitada a riesgo de demanda. Incorporan el perfil crediticio sólido de la empresa, el cual resulta de indicadores operativos robustos, generación de flujo de caja operativo (FCO) predecible y niveles conservadores de apalancamiento y liquidez. Asimismo, consideran el programa ambicioso de inversiones de capital de la empresa y su impacto moderado en sus métricas crediticias prospectivas. Las calificaciones contemplan también la importancia estratégica de Codensa para Enel S.p.A., con calificación internacional 'BBB+' con Perspectiva Estable, y la exposición moderada a riesgo regulatorio.

## Factores Clave de la Calificación

**Riesgo de Negocio Bajo:** La naturaleza regulada de los ingresos de Codensa se refleja en una predictibilidad alta de su generación de FCO. La fuente más significativa de ingresos deriva de su operación en el mercado regulado de energía eléctrica, el cual se comporta como un monopolio natural con tarifas establecidas y exposición baja a riesgo de demanda. Durante 2016, Codensa atendió aproximadamente 22% de la demanda nacional y registró más de 3,2 millones de clientes, incorporando suscriptores nuevos por su fusión con Empresa de Energía de Cundinamarca (EEC).

**Indicadores Operativos Sólidos:** Codensa mantiene indicadores de calidad de servicio y de pérdidas de energía robustos que contribuyen a sus niveles altos de rentabilidad. Durante 2016, la empresa registró niveles de frecuencia de interrupciones promedio (Saifi) y de duración de las mismas de 8,8 veces (x) y 687,6 minutos, respectivamente, muy por debajo de los promedios del sector, mientras que sus niveles de pérdidas de energía fueron de 7,06%, menos de lo reconocido en el marco regulatorio actual.

**Incremento Moderado del Apalancamiento:** Las calificaciones de Codensa incorporan la expectativa de que la empresa mantendrá un perfil crediticio sólido. Fitch anticipa que el plan exigente de inversiones previsto por la empresa se reflejaría en un incremento moderado del apalancamiento. A mediano plazo, la agencia espera que el apalancamiento de Codensa aumente hasta un nivel entre 1,5x y 2x, consistente con su categoría de calificación.

**Importancia Estratégica para Accionistas:** Enel S.p.A., a través de Enel Américas, 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 S.p.A. y representó 28% del EBITDA de los activos de distribución de la empresa en Latinoamérica durante 2016. El 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.

**Exposición Moderada al Riesgo Regulatorio:** Las calificaciones consideran el impacto previsto de la revisión de la metodología de remuneración de las actividades de distribución eléctrica que se encuentra en consulta y discusión por parte de los participantes del mercado. En el caso de Codensa, Fitch anticipa que el marco regulatorio nuevo tendría un impacto neutro sobre su perfil crediticio, dada la fortaleza de su FCO, sus indicadores operativos y sus niveles bajos de apalancamiento.

## Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

Derivación de las Calificaciones frente a los Pares	
Comparación con Pares	Codensa está bien posicionada con respecto a otras distribuidoras puras de electricidad en Colombia con calificación nacional de AAA(col): Electrificadora del Meta S.A., Centrales Eléctricas del Norte de Santander S.A y Empresa de Energía del Quindío S.A. La solidez del FCO de Codensa deriva de la escala mayor de sus operaciones, el mantenimiento de indicadores de calidad de servicio sólidos y niveles bajos de pérdidas de energía, así como de los niveles adecuados de gestión de cartera. Fitch espera que el apalancamiento de Codensa continúe inferior a 2x en el mediano plazo, lo cual está en el rango medio de sus pares nacionales y en línea con su categoría de calificación.
Vínculo Matriz/Subsidiaria	Se consideró un vínculo estratégico con su accionista controlador.
Techo País	No hay una limitación en estas calificaciones a causa del techo país.
Entorno Operativo	Fitch mantiene una Perspectiva Estable para el sector eléctrico en Colombia y espera que la nueva regulación tarifaria para el segmento de distribución eléctrica sea expedida en el corto plazo y tenga un impacto neutro sobre el perfil de crédito de Codensa. La agencia espera que el nuevo marco tarifario impulse el capex de las empresas distribuidoras con el fin de mantener su flujo de ingresos y mejorar los indicadores operativos. Dado que Codensa tiene buen desempeño operacional, niveles bajos de apalancamiento y acceso amplio a financiamiento externo, es capaz de ejecutar un capex considerable sin deteriorar sus métricas crediticias.
Otros Factores	No aplican.
Fuente: Fitch	

## Sensibilidad de las Calificaciones

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

- un cambio significativo en la estructura de capital de la empresa que la lleve a presentar una relación sostenida de deuda financiera a EBITDA superior a 3,5x;
- una 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 compañía.

## Liquidez y Estructura de la Deuda

La empresa cuenta con una posición amplia de liquidez, soportada en saldos de caja saludables, flujo de caja predecible y niveles de apalancamiento conservadores. Al cierre de septiembre de 2017, la empresa registró COP426.546 millones en efectivo, mientras que la deuda a corto plazo fue de aproximadamente COP45.000 millones.

De 2018 a 2022, las amortizaciones anuales se prevén en un rango de COP200.000 a COP300.000 millones. Fitch anticipa que la mayor parte de los vencimientos serán refinanciados, dada la presión esperada en el flujo de caja libre (FCL) por la ejecución del plan de inversiones ambicioso previsto por la empresa en el mediano plazo.

Fitch considera que el riesgo de refinanciamiento de Codensa es bajo, dado sus niveles reducidos de apalancamiento y acceso amplio a fuentes de financiamiento en el mercado bancario y de capitales local, dada su recurrencia como emisor de instrumentos de deuda. Al cierre de septiembre de 2017, la compañía contaba con COP3,6 billones en líneas de crédito autorizadas no utilizadas, de manera conjunta con Emgesa. Asimismo, entre marzo y junio 2017, Codensa realizó colocaciones de bonos por COP630.000 millones con plazos de entre 2 y 7 años. Estos recursos se utilizarán para refinanciar obligaciones financieras y fondar las inversiones de capital.

La empresa presenta niveles conservadores de apalancamiento y una cobertura amplia de intereses, indicadores beneficiados por la capacidad sólida de generación de FCO. Durante 2016, registró EBITDA de COP1,4 billones, monto

que representó un margen de 33,5%, favorable frente a sus pares en la industria. Al cierre de diciembre de 2016, la deuda financiera se ubicó en COP1,6 billones, compuesta por 70% en emisiones de bonos en el mercado local. El saldo está constituido por obligaciones bancarias, mientras que el apalancamiento se ubicó en 1,1x. Durante los últimos 5 años, el apalancamiento se mantuvo en un rango de 1,0x a 1,2x, lo que evidencia el perfil crediticio sólido de la empresa. Codensa no tiene exposición a riesgo de tipo de cambio material en su balance, dado que la totalidad de la deuda financiera se denomina en moneda local.

Las calificaciones incorporan la expectativa de Fitch de que el nivel de apalancamiento de Codensa estará en un rango de 1,5x a 2x en el mediano plazo. Dicho indicador considera el plan de inversiones exigente previsto por la empresa y cierta presión en el crecimiento de los márgenes por el efecto que implicaría la aprobación del nuevo marco tarifario.

## Vencimientos de Deuda y Liquidez Projectados al 31 de Diciembre de 2016

<b>Vencimientos de Deuda</b>	<b>(COP millones)</b>
2017	439.606
2018	287.774
2019	308.824
2020	185.549
2021	192.241
Después de 2021	193.340
<b>Deuda total</b>	<b>1.607.335</b>
<b>Análisis de Liquidez (COP millones)</b>	
Efectivo disponible	619.650
Líneas de crédito bancarias comprometidas	0,0
Líneas de crédito bancarias no dispuestas	0,0
<b>Liquidez total</b>	<b>619.650</b>
Flujo de fondos libre proyectado por Fitch a 2017 (después de dividendos)	-463.346
Deuda de corto plazo	439.606
<b>Puntaje de liquidez [veces]</b>	<b>0,7</b>
Fuente: Fitch	

## Supuestos Clave

Los supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor incluyen:

- los márgenes EBITDA de Codensa permanecen en niveles similares a los históricos;
- la aplicación del marco regulatorio nuevo tiene un impacto neutral en el perfil crediticio de Codensa;
- el apalancamiento de Codensa tiende hacia niveles alrededor de 1,5x a 2,0x en el mediano plazo.

## Información Financiera

(COP millones)	Histórico			Proyecciones de Fitch		
	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
<b>RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS</b>						
Ingresos Netos	3.438.884	3.711.866	4.189.696	4.572.158	4.982.724	5.337.987
Crecimiento de Ingresos (%)	7,1	7,8	12,9	9,1	9,0	7,1
EBITDA Operativo	1.130.557	1.238.296	1.403.403	1.577.102	1.644.299	1.788.226
Margen de EBITDA Operativo (%)	32,9	33,4	33,5	34,5	33,0	33,5
EBITDAR Operativo	1.130.557	1.238.296	1.403.403	1.577.102	1.644.299	1.788.226
Margen de EBITDAR Operativo (%)	32,9	33,4	33,5	34,5	33,0	33,5
EBIT Operativo	859.550	988.695	1.139.346	1.253.238	1.287.410	1.391.051
Margen de EBIT Operativo (%)	25,0	26,6	27,2	27,4	25,8	26,1
Intereses Financieros Brutos	-87.021	-145.556	-154.441	-173.355	-208.362	-255.551
Resultado antes de Impuestos	783.350	876.453	941.662	1.091.810	1.090.975	1.147.426
<b>RESUMEN DE BALANCE GENERAL</b>						
Efectivo Disponible	591.521	402.476	619.650	416.698	593.870	682.292
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.183.196	1.189.018	1.607.335	1.867.730	2.379.955	2.777.131
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.183.196	1.189.018	1.607.335	1.867.730	2.379.955	2.777.131
Deuda Neta	591.675	786.542	987.685	1.451.032	1.786.085	2.094.839
<b>RESUMEN DE FLUJO DE CAJA</b>						
EBITDA Operativo	1.130.557	1.238.296	1.403.403	1.577.102	1.644.299	1.788.226
Intereses Pagados en Efectivo		-109.587	-147.032	-173.355	-208.362	-255.551
Impuestos Pagados en Efectivo		-229.063	-370.562	-428.507	-516.950	-434.701
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	0	0	1.130	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	-370.548	-5.530	-76.446	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	760.009	907.957	822.515	975.240	918.987	1.097.973
Variación del Capital de Trabajo	69.847	-5.791	118.048	-47.261	-703	30.642
Flujo de Caja Operativo (FCO)	829.856	902.166	940.563	927.979	918.284	1.128.435
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0			
Inversiones de Capital (Capex)	-360.640	-537.343	-681.009			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	10,5	14,5	16,3			
Dividendos Comunes	-463.157	-552.744	-435.049			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-15.534		27.639			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-31.082	69.372	-35	0	0	0
Variación Neta de Deuda	-64.218	-1.437	293.100	260.394	512.226	397.176

Variación Neta de Capital			71.965	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-104.775	-119.986	217.174	-202.952	177.172	88.422
<b>DETALLE DE FLUJO DE CAJA</b>						
Margen de FGO (%)	22,1	24,5	19,6	21,3	18,4	20,6
<b>Cálculos para la Publicación de Proyecciones</b>						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre	-839.331	-1.090.087	-1.088.419	-1.391.325	-1.253.337	1.437.189
Flujo de Fondos Libre después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	-9.475	-187.921	-147.856	-463.346	-335.053	-308.754
Margen del Flujo de Fondos Libre (después de Adquisiciones Netas) (%)	-0,3	-5,1	-3,5	-10,1	-6,7	-5,8
<b>RAZONES DE COBERTURA (VECES)</b>						
FGO/Intereses Financieros Brutos	9,4	9,2	6,5	6,6	5,4	5,3
FGO/Cargos Fijos	9,4	9,2	6,5	6,6	5,4	5,3
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos	13,0	11,3	9,6	9,1	7,9	7,0
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	13,0	11,3	9,6	9,1	7,9	7,0
<b>RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)</b>						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1	1,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6
Deuda Ajustada respecto al FGO	1,4	1,2	1,7	1,6	2,1	2,1
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	0,7	0,8	1,0	1,3	1,6	1,5
Fuente: Cálculos de Fitch e informes de la compañía						

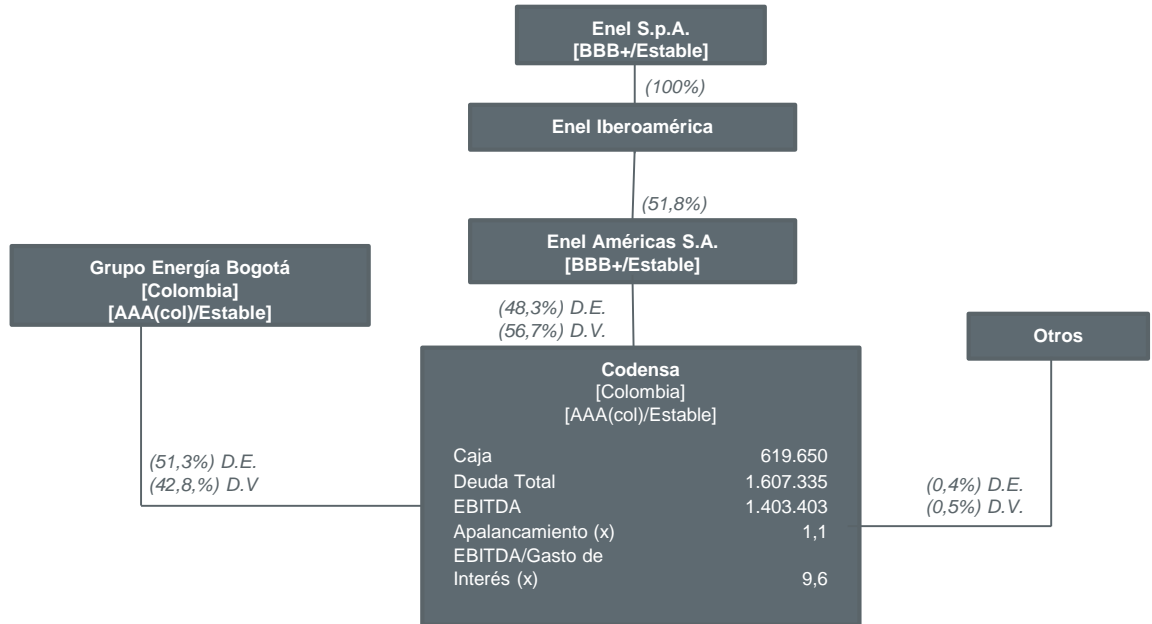
**Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas**

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por la agencia. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch 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 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 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 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, 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 informe) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch puede actualizar las proyecciones en informes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Corporativa — Codensa S.A.

(COP millones; cifras a diciembre 31 de 2016)



D.E.: derecho económico.  
 D.V.: derechos de voto.  
 Fuente: Codensa.

## Resumen de Información Financiera de Pares

Empresa	Fecha	Calificación Nacional	Ingresos (COP millones)	EBITDA (COP millones)	Flujos de Fondos Libre (COP millones)	EBITDA/ Intereses Financieros (x)	Deuda Neta/ EBITDA (x)
Centrales Eléctricas de Norte de Santander S.A. E.S.P.	2016	AAA(col)	612.294	120.373	-116.777	9,7	1,4
	2015	AAA(col)	546.091	92.698	-31.122	23,7	0,5
	2014	AAA(col)	517.488	100.176	-4.142	16,6	0,1
Empresa de Energía del Quindío S.A. E.S.P.	2016	AAA(col)	215.289	57.646	10.210	39,5	-0,2
	2015	AAA(col)	181.594	38.325	1.315	38,2	0,1
	2014	AAA(col)	171.427	38.408	-3.066	14,6	0,1
Electrificadora del Meta S.A. E.S.P.	2016	AAA(col)	471.049	101.700	-28.099	8,4	1,0
	2015	AAA(col)	385.094	95.090	-41.273	14,0	0,9
	2014	AAA(col)	343.505	76.717	-10.254	12,0	0,6
Codensa S.A. E.S.P.	2016	AAA(col)	4.189.696	1.403.403	-175.495	9,6	0,7
	2015	AAA(col)	3.711.866	1.238.296	-187.921	11,3	0,6
	2014	AAA(col)	3.438.884	1.130.557	6.059	13,0	0,5
Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. (EPSA)	2016	AAA(col)	1.632.185	674.386	-94.915	6,9	0,9
	2015	AAA(col)	1.643.255	642.184	-96.721	9,2	0,9
	2014	AAA(col)	1.412.200	693.019	105.953	5,8	0,6

Fuente: Fitch

## Conciliación de Indicadores Financieros Clave

<b>Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Codensa S.A. E.S.P.</b>	
<b>(COP millones)</b>	<b>31 dic 2016</b>
<b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>	
EBITDA Operativo	1.403.403
+ Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias	0
+ Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	1.130
+ Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas	0
<b>= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)</b>	<b>1.404.533</b>
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	0
<b>= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)</b>	<b>1.404.533</b>
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>	
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)</b>	<b>1.607.335</b>
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
<b>= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)</b>	<b>1.607.335</b>
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	619.650
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	0
<b>= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)</b>	<b>619.650</b>
<b>Deuda Neta Ajustada (b)</b>	<b>987.685</b>
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>	
<b>Dividendos Preferentes (Pagados) (f)</b>	<b>0</b>
Intereses Recibidos	12.022
<b>+ Intereses (Pagados) (d)</b>	<b>-147.032</b>
<b>= Costo Financiero Neto (e)</b>	<b>-135.010</b>
<b>Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)</b>	<b>822.515</b>
+ Variación del Capital de Trabajo	118.048
<b>= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)</b>	<b>940.563</b>
<b>Inversiones de Capital (m)</b>	<b>-681.009</b>
<b>Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos</b>	<b>5,0</b>
<b>Apalancamiento Bruto (veces)</b>	
<b>Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo<sup>a</sup> (a/j)</b>	<b>1,1</b>
<b>Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))</b>	<b>1,7</b>
<i>Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo<sup>a</sup> (l/k)</b>	<b>1,1</b>
<b>Apalancamiento Neto (veces)</b>	
<b>Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo<sup>a</sup> (b/j)</b>	<b>0,7</b>
<b>Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))</b>	<b>1,0</b>
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))</b>	<b>3,8</b>
<b>Cobertura (veces)</b>	
<b>EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)<sup>a</sup> (j/-d+h)</b>	<b>9,6</b>
<b>EBITDA Operativo/Intereses Pagados<sup>a</sup> (k/(-d))</b>	<b>9,6</b>
<b>FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))</b>	<b>6,5</b>
<i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))</b>	<b>6,5</b>
<i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.	
Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía	



## Ajuste de Conciliación de Fitch

(COP millones)	Valores Reportados 31 dic 2016	Resumen de Ajustes por Fitch	Valores Ajustados por Fitch
<b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>			
Ingresos Netos	4.189.696	0	4.189.696
EBITDAR Operativo	1.403.403	0	1.403.403
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	1.403.403	1.130	1.404.533
Arrendamiento Operativo	0	0	0
EBITDA Operativo	1.403.403	0	1.403.403
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	1.403.403	1.130	1.404.533
EBIT Operativo	1.139.346	0	1.139.346
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>			
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.622.132	-14.797	1.607.335
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.622.132	-14.797	1.607.335
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	619.650	0	619.650
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles	0	0	0
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>			
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0
Intereses Recibidos	0	12.022	12.022
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	-154.441	7.409	-147.032
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	956.395	-133.880	822.515
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	118.048	0	118.048
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.074.443	-133.880	940.563
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-681.009	0	-681.009
Dividendos Comunes (Pagados)	-435.049	0	-435.049
Flujo de Fondos Libre (FFL)	-41.615	-133.880	-175.495
<b>Apalancamiento Bruto (veces)</b>			
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	1,2		1,1
Deuda Ajustada respecto al FGO	1,5		1,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>a</sup>	1,2		1,1
<b>Apalancamiento Neto (veces)</b>			
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	0,7		0,7
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	0,9		1,0
Deuda Neta Ajustada/(FCO - Capex) (veces)	2,5		3,8
<b>Cobertura (veces)</b>			
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos) <sup>a</sup>	9,1		9,6
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos <sup>a</sup>	9,1		9,6
FGO/Cargos Fijos	7,2		6,5
FGO/Intereses Financieros Brutos	7,2		6,5

<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.  
Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía

## Lista Completa de Calificaciones

Codensa S.A. E.S.P.	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Calificación Nacional Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmación el 18 de julio de 2017
Calificación Nacional Corto Plazo	F1+(col)		Afirmación el 18 de julio de 2017
Tercera Emisión de Bonos Ordinarios por COP350.000 millones	AAA(col)		Afirmación el 18 de julio de 2017
Programa Emisión Bonos por COP1.510.000 millones	AAA(col)		Afirmación el 18 de julio de 2017

## Metodologías e Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Septiembre 14, 2017\).](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Marzo 27, 2017\).](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 19, 2014\).](#)

## Analistas

Jorge Yanes

+57 1 484 6770 ext. 1170

[jorge.yanes@fitchratings.com](mailto:jorge.yanes@fitchratings.com)

Julio Ugueto

+57 1 484 6770 ext. 1038

[julio.ugueto@fitchratings.com](mailto:julio.ugueto@fitchratings.com)

**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.**

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 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 © 2017 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".