

Análisis Crediticio

CODENSA S.A. E.S.P.

Tercera Revisión Anual

Calificación

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Revisión
Deuda Corporativa	AAA	AAA	20/12/2006
Emisión Bonos Ordinarios por \$500.000 M	AAA	AAA	20/12/2006
Nueva Emisión Bonos Ordinarios por \$650.000	AAA	N.A	20/12/2006

Rating Watch Ninguno
Perspectiva Estable

Analistas

Bibiana Acuña Castillo
3269999 ext.1130
bacuna@dcrcolombia.com.co

Gláucia Calp
3269999 ext. 1110
calp@dcrcolombia.com.co

Perfil

Codensa S.A. E.S.P. es la mayor distribuidora de energía eléctrica del país con un área de cobertura de más de 14.000 km² que se extienden a lo largo del área metropolitana de Bogotá y otros municipios aledaños ubicados en los departamentos de Cundinamarca, Tolima y Boyacá. Actualmente, Codensa S.A. E.S.P. atiende a más de 2 millones de clientes supliendo aproximadamente un 24,0% de la demanda nacional en el mercado regulado.

Fortalezas y Oportunidades

- Capacidad de generación de caja.
- Su infraestructura de distribución.
- Estabilidad y predecibilidad de los ingresos
- Eficiencia operacional
- Respaldo del Grupo Endesa y el traslado de su Know How

Debilidades y Amenazas

- La regulación que impide que Codensa tenga mayor participación en negocios de distribución y comercialización
- Ingreso de nuevos competidores y apertura del sector

Resumen de la Calificación

La Junta Directiva de Duff & Phelps de Colombia S. A., reunida el día 20 diciembre de 2006, mantuvo las calificaciones “AAA” (Triple A) de la Emisión de Bonos efectuada por CODENSA S.A. E.S.P., por un monto de quinientos mil millones de pesos (\$500.000.000.000) realizada en el año de 2004 y de su deuda corporativa. Así mismo asignó la calificación “AAA” (Triple A) a una nueva emisión a ser efectuada por CODENSA S.A. E.S.P., por monto de seiscientos cincuenta mil millones de pesos (\$650.000.000.000). Estas calificaciones, consignadas en el Acta No.434 de esa sociedad, se otorgan a obligaciones con la más alta calidad crediticia, donde los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

Fundamentos

La calificación otorgada a la emisión refleja la posición competitiva de Codensa, la naturaleza del negocio de distribución y comercialización de energía y la solidez financiera de la empresa. Igualmente, la calificación se apoya en la posición competitiva y trayectoria del grupo Endesa internacionalmente y en Colombia al igual que en su administración acertada orientada hacia la creación de valor y maximización del margen en sus operaciones.

Codensa S.A. E.S.P. presta el servicio de distribución y comercialización de energía sobre un área de influencia, que incluye la ciudad de Bogotá y municipios aledaños así como también municipios situados en otros departamentos. En la actualidad, la empresa atiende más de dos millones de clientes, supliendo cerca del 24% de la demanda nacional de energía, por medio de una adecuada infraestructura eléctrica que incluye redes de alta media y baja tensión. A pesar que la regulación permite el ingreso de competidores en los negocios de distribución y comercialización de energía dada la infraestructura en redes y el amplio cubrimiento que Codensa posee sobre su área de influencia, parece poco probable que nuevos competidores puedan ganar una participación de mercado significativa como distribuidores en la misma área de cobertura. Sin embargo, las empresas comercializadoras de energía podrán continuar avanzando en cuanto a su participación en el mercado de los clientes no regulados y regulados.

20 de diciembre de 2006

Los ingresos de Codensa S.A. ESP provienen, en su mayoría, de la venta de energía al mercado regulado y dado que las tarifas del sector se encuentran establecidas y reguladas por la CREG por periodos de cinco años, el comportamiento de los ingresos operacionales se hace estable y predecible. A octubre de 2006, los ingresos operacionales presentan un incremento del 12,5% con respecto a el mismo periodo del 2005, debido al crecimiento de la demanda así como también a la expansión que han presentado los negocios asociados de la compañía, como es el caso de Codensa Hogar, donde sus ingresos ahora son incluidos como operacionales en la contabilidad de la compañía. Por otro lado, Codensa S.A. realiza más del 90% de la compra de energía por medio de contratos de largo plazo, lo que implica una menor necesidad de exponerse a comprar en bolsa y a la volatilidad de precios que ésta implica. Ante este escenario, la generación de EBITDA ha mostrado una evolución positiva, presentando un incremento del 27,5% entre octubre de 2005 y 2006, para un margen EBITDA del 41,6%.

El crecimiento del negocio de financiación de electrodomésticos y mejoras para el hogar, que hoy aporta aproximadamente un 8% al margen operativo de la Compañía, se ha dado con una calidad de cartera adecuada. Asimismo, Duff and Phelps de Colombia ve de manera positiva la iniciativa de la administración de Codensa de contratar estudios técnicos para la determinación de la pérdida esperada en la colocación de créditos con el fin de establecer políticas corporativas que fijen los niveles máximos de exposición a este negocio

La solidez financiera de Codensa S.A. E.S.P se refleja en márgenes operativos adecuados y con una tendencia creciente, en robustas medidas de protección a la deuda, en el carácter líquido de los recaudos de sus negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica así como también de sus negocios asociados, y en la adecuada gestión por parte de la administración para hacer cada vez más óptima la estructura de capital de la empresa. Consistente con lo anterior, Codensa S.A. E.S.P. ha realizado cuatro reducciones de capital. Es importante resaltar que las mencionadas reducciones de capital no han afectado la capacidad de pago de la deuda de la Compañía puesto que fueron financiadas con recursos de caja. El comportamiento de los indicadores de cobertura de la deuda refleja la solidez financiera de la empresa. A octubre de 2006, la relación de EBITDA/Intereses es de 13,5 veces y la relación Deuda Total/ EBITDA, de 0,7 veces.

Así mismo, Codensa S.A. planea realizar una nueva emisión de bonos por \$650.000 millones, con el propósito de sustituir obligaciones financieras de corto plazo y financiación de capital de trabajo. Con respecto a esta nueva emisión, Duff & Phelps de Colombia analizó detenidamente las proyecciones suministradas por la Compañía y las medidas de protección a la deuda se muestran holgadas para la calificación asignada y la naturaleza del negocio de Codensa. Estas proyecciones, consideradas conservadoras por la calificadora, incorporan expectativas de cambios en la regulación en cuanto a la remuneración de la actividad de distribución así como en el valor de las pérdidas remuneradas por la tarifa.

El grupo de inversionistas extranjeros, el cual está constituido por Endesa Internacional (26,7%), Enersis (12,5%) y Chilectra (9,3%), cuenta con una amplia experiencia, solidez financiera y conocimiento del negocio. Endesa y sus filiales y participadas, como lo son Enersis en Chile y Chilectra como filial de esta última, integran el Grupo Endesa que atiende a 21 millones de clientes en todo el mundo, constituyéndose en el primer grupo generador, comercializador y distribuidor de energía eléctrica en España e Ibero América. La composición accionaria de Codensa S.A. E.S.P. no solo garantiza un apoyo patrimonial importante, también implica la transmisión de un conocimiento que ha sido adquirido a lo largo de muchos años en distintos países del mundo y muy especialmente en América Latina.

El traslado de conocimientos de los accionistas a Codensa se ha visto reflejado en una mejoría en la calidad de la gestión por parte de la administración, con resultados positivos en los planes de disminución de pérdidas de energía que logró llevar a la Empresa de niveles del orden del 22,25% en 1997, a niveles de 8,95% a Noviembre de 2006. Asimismo, Codensa entró a manejar índices de frecuencia y tiempos de corte del fluido eléctrico más estrictos y cada vez más cercanos a los internacionalmente aceptados.

■ Estado de la Primera Emisión

El monto de la emisión fue de \$500.000 millones, los cuales fueron colocados en su totalidad en el primer trimestre del año 2004.

Los \$500.000 millones fueron colocado en tres series: Se colocaron \$50.000 millones a un plazo de 5 años y una tasa de IPC + 4,9%; \$200.000 millones a un plazo de 7 años y una tasa de IPC + 6,14%; y se colocaron \$250.000 millones a un plazo de 10 años y una tasa de IPC + 6,34%. La totalidad de la emisión cuenta con amortización única al vencimiento.

Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados en un 90% para sustituir la totalidad de la deuda financiera que se encontraba con vencimientos inferiores a un año, y el 10% restante para capital de trabajo.

■ Características de la Nueva Emisión

Codensa S.A. E.S.P tiene planeado realizar una nueva emisión de bonos ordinarios por monto de \$650.000 millones, con el propósito de sustituir obligaciones financieras de corto plazo y financiación de capital de trabajo.

La emisión de bonos ordinarios por monto de \$650.000 millones se colocará en 3 series, las cuales se redimirán en plazos entre uno (1) y (15) años contados a partir de la fecha de emisión.

- Serie A: Bonos denominados en Pesos indexados al IPC.
- Serie B: Bonos denominados en Pesos indexados a la DTF
- Serie C: Bonos denominados en Pesos con tasa fija.

Cada Serie se dividirá en sub-series de acuerdo al plazo de Redención de los Bonos siempre y cuando dicho plazo de vencimiento se encuentre dentro del rango establecido. Por otro lado, el capital representado en los Bonos ordinarios será amortizado de manera única al vencimiento. La emisión estará administrada por el Depósito Centralizado de Valores-Deceval S.A y el representante legal de los tenedores de bonos será Helm Trust S.A Sociedad Fuduaciaria.

Con respecto a esta nueva emisión, Duff & Phelps de Colombia analizó detenidamente las proyecciones suministradas por la Compañía y las medidas de protección a la deuda se muestran holgadas para la calificación asignada y la naturaleza del negocio de Codensa.

■ Perfil

Codensa nació en octubre de 1997 como resultado de la capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá (EEB). Para esta fecha, la EEB atravesaba por una prolongada crisis producto tanto de sus altos niveles de endeudamiento como de sus bajos niveles de eficiencia operativa y altas cargas laborales.

La empresa fue constituida en octubre de 1997 con los aportes que la Empresa de Energía de Bogotá realizó en activos de distribución y con la inversión por un monto de US \$1.084 millones proveniente de Luz de Bogotá, vehículo de inversión del Grupo Endesa. Así, Codensa pasó a agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica dejando a cargo de la EEB y de Emgesa los negocios de transmisión y generación, respectivamente.

Durante el año 2003, el Grupo Endesa tomó la determinación de liquidar algunos de sus vehículos de inversión entre los que se incluía Luz de Bogotá. En el segundo semestre del año 2004, se logra finalmente la liquidación de Luz de Bogotá, y las empresas del Grupo Endesa pasan a ser accionistas directos de Codensa.

El grupo de inversionistas extranjeros en Codensa esta conformado por Endesa Internacional (26,7%), Enersis (12,5%) y Chilectra (9,3%), tres compañías que hacen parte del Grupo Endesa. Por su parte, la EEB continúa con su participación mayoritaria (51,51%), al igual que los inversionistas minoritarios con su participación del 0,01%. Es importante resaltar que a pesar de que la EEB cuenta con mayoría accionaria, sus acciones están compuestas tanto por acciones ordinarias (36,36%) como por acciones preferenciales (15,15%), estas ultimas sin derecho a voto. Es así que el grupo Endesa es el grupo que controla la operación de la compañía.

Gobernabilidad Corporativa

La Junta Directiva de Codensa esta conformada por (7) siete miembros principales, quienes son elegidos por la Asamblea General de Accionistas mediante un sistema electoral. La designación de los miembros de la Junta Directiva se hace por un periodo de dos (2) años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente. Los miembros de La Junta Directiva reúnen las más altas facultades personales además de tener una amplia experiencia y conocimiento en el sector energético tanto local como internacional.

Codensa firmó un acuerdo con sus trabajadores pensionados y con el sindicato donde se compromete a que en caso de no mantener una calificación crediticia mínima de AA para su deuda corporativa, la Empresa debe constituir un patrimonio autónomo con los recursos que respaldan su pasivo pensional y entregar la administración de éste a un tercero. De lo contrario, mientras Codensa continúe con una calificación crediticia superior, ésta estará autorizada a mantener este pasivo constituido en su balance y a administrar esos recursos. A la fecha, la compañía cuenta con una calificación de AAA para su deuda corporativa otorgada por Duff & Phelps de Colombia.

■ Estrategias

Alineada con las políticas y estrategias del Grupo Endesa, la estrategia de crecimiento y de inversión a futuro de Codensa se encuentra centrada en el negocio de energía, particularmente en el de distribución. Sin embargo, la regulación vigente a la fecha fija, limita la concentración de participación de mercado en un 25% a las empresas en el negocio de distribución y comercialización. Esto ha llevado a que Codensa, al tener unas participaciones cercanas al límite, se haya visto limitada en su posibilidad de expansión y crecimiento.

Como consecuencia de lo anterior y como una forma de rentabilizar su operación, Codensa ha venido desarrollando negocios complementarios entre los que se encuentran: Codensa Servicios, enfocado hacia la generación de soluciones de gestión energética para el sector comercial e industrial; Codensa Hogar, que brinda oportunidades para el financiamiento de electrodomésticos, la venta de seguros a clientes y facilidades de pago a través de la factura de Codensa para la publicación de clasificados respaldando así la gestión de cartera y el reconocimiento de la Empresa; Codensa Infraestructura, que consiste en el arrendamiento de la infraestructura propia de la Empresa, postes y ductos, a empresas que como las de telecomunicaciones requieren del uso de este tipo de

infraestructura para su operación; y Codensa Constructores, programa a través del cual se brinda apoyo a los constructores en el diseño y la construcción de obras eléctricas en redes y alumbrado público exterior y se constituye como una alianza con los desarrolladores en el aseguramiento de las redes de distribución.

Dentro del plan estratégico de Codensa para el periodo 2005-2009, se establecen cuatro ejes de acción: 1) Gestión del Crecimiento, 2) Consolidación de Valor, 3) Competitividad, y 4) Motivación y Cultura. Estos ejes representan los principales campos de interés sobre los cuales la Empresa ha fijado sus objetivos estratégicos.

En el eje de Gestión de Crecimiento, está el objetivo de crecer generando valor. Una eventual participación en el proceso de ventas de electrificadoras estatales, que en todo caso no llevaría a rompimiento del límite del 25% participación de mercado, está entre las iniciativas estudiadas por la Empresa.

En lo que se refiere a la consolidación del valor, se destacan los objetivos conexos de mejorar la rentabilidad y optimizar la estructura financiera de la empresa. Consistente con lo anterior, Codensa realizó una cuarta reducción de capital el 27 de octubre del presente año por \$383.070 millones.

Finalmente, se destaca la importancia de una mejor gestión de contratistas, que tendrá un impacto positivo sobre a consolidación del valor de Codensa y sobre su competitividad. El énfasis en la calidad operativa ha adquirido una faceta nueva puesto que, además de calidad del servicio, el cliente hoy busca calidad de producto. Asimismo, la alineación estratégica entre Codensa y sus contratistas, por su interacción directa con los clientes de Codensa, juega un papel importante en el logro de estos objetivos.

Dentro del periodo comprendido entre los años 2003 y 2006 Codensa S.A ESP implementó la estrategia comercial llamada “El derecho a Crecer”, la cual ha tenido como primer objetivo desarrollar y consolidar la excelencia de la prestación el servicio de energía soportada por una excelencia operacional. En base a lo anterior, en el año 2003 la estrategia se estableció alrededor de posicionar a la empresa tanto a nivel local como nacional por medio de la innovación y evolución de un amplio portafolio de productos y servicios, así mismo se le dio gran relevancia al fortalecimiento del conocimiento de los diferentes indicadores de gestión tanto operativos como

financieros para posicionarse dentro del mercado energético del país.

La estrategia comercial durante el año 2006 continuó estando enfocada a desarrollar la excelencia en el servicio soportada en la excelencia operacional. Gracias al buen desarrollo de los negocios conexos y su aceptación por parte de los clientes, Codensa S.A ESP ha logrado posicionarlos en el mercado, debido a que Codensa S.A ofrece mayores beneficios al cliente por medio del ofrecimiento de un portafolio diversificado, generando valor adicional a la empresa.

Bajo el marco de la estrategia “el derecho a crecer”, la empresa ha enfocado esfuerzos para mejorar la gestión de cartera, es decir, pasar de ser una actividad operativa a que sea un proceso de relacionamiento personal con el cliente. En base a esto, se han diseñado diferentes acciones con el fin de persuadir al pago oportuno de sus clientes, entre estas se destaca la creación del grupo especializado en negociación de cartera, la telecobranza, así como también la ampliación de canales de recaudo, incentivando el uso de canales electrónicos, por lo que a septiembre de 2006 un 19.8% de las transacciones de pago se realizan por este tipo de medios; y también la ampliación del número de puntos de pago.

Por otro lado, dada la importancia que tiene los proveedores y los contratistas en el suministro de bienes y servicios para el correcto funcionamiento de los negocios de la empresa, se han realizado diferentes acciones con el fin de optimizar su contratación buscando siempre el mejor servicio a los mejores precios, junto a un adecuado seguimiento y supervisión de los trabajos para asegurar la calidad del servicio suministrado y su debido cumplimiento. Todo lo anterior, con el fin de seguir consolidando fuertemente la excelencia en cada uno de los servicios prestados por Codensa S.A ESP.

■ Operaciones

Codensa S.A. E.S.P. tiene como negocio principal la distribución y comercialización de energía. Adicionalmente, cuenta con otros negocios asociados tales como la comercialización de electrodomésticos, el diseño, la construcción y mantenimiento de proyectos eléctricos así como también de la iluminación pública y privada, entre otros.

Negocio de Distribución y Comercialización

En el negocio de distribución, que consiste en el transporte de energía a través de líneas de voltaje inferiores o iguales a 115kw, Codensa tiene una capacidad instalada de más de 6.000 MW, 21.906 Km. de redes aéreas de baja tensión y cerca de 17.697 Km. de redes de media tensión.

Durante los últimos años, la empresa ha realizado importantes obras de inversión y mantenimiento sobre su infraestructura eléctrica con el fin de optimizar la prestación del servicio. Es por esto que Codensa S.A. E.S.P ha destinado recursos a proyectos para atender la creciente demanda de clientes industriales y residenciales en el área de Bogotá; también ha realizado inversiones en instalación de redes de media y baja tensión para atender la zona rural. Adicionalmente, han sido remodelados 21 circuitos para mejorar la calidad del servicio y disminuir las pérdidas técnicas.

Por otro lado, la empresa se encuentra ejecutando el proyecto de construcción de la subestación Bacatá para expandir el sistema de distribución, dar mayor confiabilidad y capacidad al sistema de transmisión nacional y, de esta forma, suplir la demanda de Bogotá mediante líneas de transmisión regional de 115 KV. Se espera que la subestación comience a operar en marzo del 2007.

Codensa S.A E.S.P ha estado comprometida por obtener mejores indicadores de gestión. Hace unos años, la empresa enfrentaba factores que impedían obtener estos resultados como, por ejemplo, la presencia de barrios en desarrollo progresivo y el no adecuado cubrimiento de redes en éstos.

Debido a esto, desde 1997 Codensa ha venido implementando diferentes planes enfocados en la disminución de pérdidas de energía y, gracias a ellos, a noviembre de 2006, el índice de pérdidas técnicas obtenido fue 8.95%, con una inversión acumulada de \$357.945 Millones a octubre de 2006

Los planes que han sido implementados desde 1997 incluyen: el Proyecto de Pérdidas; Planes Operativos de Reducción de Pérdidas, el Programa de Calidad de la Medición y el Proyecto de Macromedición, este último enfocado a balances de energía en centros de distribución con el fin de identificar zonas con altas pérdidas de energía. Adicionalmente se encuentra el proyecto Focalización, el cual consiste en implementar la herramienta de *Business Intelligence* para la focalización y orientación eficiente de las actuaciones de Control Pérdidas.

Así, Codensa ha logrado en los últimos 7 años pasar de ser una empresa con bajos niveles de eficiencia a ser hoy una de las Empresas distribuidoras con mejores indicadores de gestión en el país. La totalidad de estos indicadores se encuentran actualmente por debajo de los límites máximos exigidos por la regulación y alcanzan niveles de eficiencia similares a los internacionalmente aceptados.

Los indicadores NIEPI y TIEPI, que miden el número de interrupciones promedio por KVA y el tiempo de interrupciones promedio por KVA respectivamente, muestran un comportamiento positivo en comparación a otras empresas del sector.

Indicadores de Gestión

Indicador	2003	2004	2005	Sep-06
% Pérdidas	10,24%	9,68%	9,44%	9,05%
NIEPI(veces)	13,1	12,4	13,1	13,7
TIEPI(horas)	17,4	16,9	14,1	14,4

Fuente: Codensa S.A. E.S.P.

Por otro lado, es importante destacar que el índice de morosidad de su cartera ha disminuido considerablemente desde 1999; para este año el índice era de 105% y a octubre de 2006 este es de 23%. Para lograr este resultado, se ha venido aplicando un análisis de cultura de pago de pago de los clientes, seguimiento y telecobranza, la creación del grupo especializado para recuperación de cartera, además se han ampliado los canales de recaudo y puntos de pago.

Codensa Hogar

Codensa S.A. ESP tiene negocios complementarios a su negocio principal de distribución y comercialización de energía, dentro de los cuales se destaca el negocio de Codensa Hogar, el cual brinda oportunidades de financiamiento para la compra de electrodomésticos y, más recientemente, mejoras para el hogar.

El negocio de Codensa Hogar nació de la idea de aprovechar ciertas oportunidades presentes en el mercado de electrodomésticos como es el caso de formular un esquema de financiación a clientes de baja renta con riesgo controlado.

Para lograr este objetivo, Codensa S.A ESP cuenta con un fuerte respaldo financiero, además, tiene conocimiento sobre operaciones masivas de

facturación y recaudos; y tiene una relación mensual con sus clientes que, junto a las capacidades desarrolladas, tales como las de administrar el riesgo en estratos bajos y lograr la colocación masiva de créditos, ha permitido que Codensa Hogar se haya convertido en un canal de comercialización masivo de productos y servicios utilizando la factura de energía como medio de comunicación y recaudo.

La aceptación de este mecanismo de financiación es tal que a septiembre de 2006 Codensa Hogar tiene más de quinientos mil (500.000) clientes que reportan haber comprado más de un millón de electrodomésticos durante los últimos cuatro años. Actualmente, la empresa representa el 20% de las ventas del mercado formal de electrodomésticos en Bogotá, gracias a que cuenta con aliados de negocio como los son diferentes *retailers* y cincuenta (50) marcas asociadas al programa. Asimismo, la empresa tiene destinados 91 puntos de atención al cliente para que las personas accedan al mecanismo de financiación de electrodomésticos.

El crecimiento del negocio de financiación de electrodomésticos y mejoras para el hogar, que hoy aporta aproximadamente un 8% al margen operativo de la Compañía, se ha dado con una calidad de cartera adecuada, donde el índice de cartera a 90 días a septiembre y octubre del 2006 han sido de 1,68% y de 1,80%, respectivamente. Así mismo, Duff and Phelps de Colombia ve de manera positiva la iniciativa de la administración de Codensa de contratar estudios técnicos para la determinación de la pérdida esperada en la colocación de créditos con el fin de establecer políticas corporativas que fijen los niveles máximos de exposición a este negocio.

■ Posición Competitiva

Codensa S.A E.S.P es actualmente la mayor distribuidora de energía eléctrica del país con un área de servicio cercana a los 14.000 km², cubierta con una infraestructura adecuada que se extiende a lo largo de toda la ciudad de Bogotá por medio de redes de media y baja tensión, y que incluye también 97 municipios en Cundinamarca, 8 en Boyacá y uno en Tolima. Codensa cuenta, además, con más de 2 millones de clientes y suple cerca del 24% de la demanda nacional del mercado regulado. Con respecto al comportamiento que ha evidenciado en los últimos años la demanda de energía para Codensa, ésta ha ido presentando una tendencia creciente y se espera que en años venideros el crecimiento sea en promedio de 4.5% anual. Aun así, a mediano plazo

se prevé una pérdida de clientes regulados, dado que la liberación del mercado continua permitiendo el incremento de participación de los comercializadores puros.

A pesar de que la regulación permite el ingreso de competidores en los negocios de distribución y comercialización de energía, dada la infraestructura en redes y el amplio cubrimiento que Codensa posee sobre su área de influencia, parece poco probable que nuevos competidores puedan ganar una participación de mercado significativa como distribuidores en la misma área de cobertura. Sin embargo, las empresas comercializadoras de energía podrán continuar avanzando en cuanto a su participación en el mercado de los clientes no regulados y regulados.

A septiembre de 2006, la empresa contaba con 2.121.562 clientes, de los cuales el 91,4% se encuentran localizados en el área metropolitana de Bogotá y la Sabana; el 7,8% esta representados por los clientes de la zona rural y en el restante se encuentran los clientes preferenciales y los clientes de otros comercializadores que pagan peaje para prestar su servicio.

La atención de clientes se encuentra concentrada en un 88,6% en el segmento residencial, seguido por un 9,5% al sector comercial. Del total residencial, se destaca que la mayor concentración de clientes y de consumo de energía se encuentra en estratos 2 y 3.

■ Cambios Regulatorios

El año 2007 será un año intensivo en regulación ya que las diferentes componentes de la fórmula tarifaria serán redefinidas.

Con relación al componente de Generación, se piensa eliminar el promedio móvil de los últimos doce meses de las compras de energía y se define un promedio de las compras tanto en el Mercado Organizado Regulado y como en las subastas bilaterales.

Con relación al componente de transmisión, actualmente se encuentra en revisión la metodología para la remuneración de este negocio. Sin embargo, no se esperan grandes cambios, dado que la CREG propone continuar con la metodología de ingreso regulado. Las variables que esperan ser revisadas son: los gastos de AOM, la valoración de las unidades constructivas, y la tasa de retorno.

Igualmente, se espera tener una definición del nuevo cargo de comercialización, así como también la eliminación de asimetrías entre los comercializadores puros e integrados.

En el cargo por distribución, será revisada la tasa de descuento y los niveles de pérdidas reconocidas, de tal manera que sean acordes con la realidad de las empresas.

Duff & Phelps de Colombia estará atenta a los cambios regulatorios en todos los componentes de las tarifas, así como también sus debidas implicaciones en cada uno de los negocios de la empresa.

Otro de los aspectos que se tienen agendados en materia regulatoria tiene que ver con la implantación de un nuevo sistema de contratos, el cual sustituiría al actual esquema de contratación entre las compañías generadoras y comercializadoras de energía. Este nuevo sistema implementaría contratos bilaterales dentro del Mercado de Energía Mayorista.

El cambio regulatorio más importante en el negocio de generación de energía dice respecto a la definición de la nueva metodología del Cargo por Confiabilidad.

En 1996, La CREG adoptó la metodología para el cálculo de Cargo por Capacidad, para garantizar la disponibilidad de una oferta eficiente de energía eléctrica a través de la remuneración de la inversión por kilovatio instalado de los generadores que contribuyen al Sistema. Esta metodología tenía un periodo de aplicación de diez años, hasta el 30 de noviembre del año 2006.

De acuerdo con esto, la CREG, mediante la Resolución 071 de 2006, hizo pública “la metodología para remuneración del Cargo por Confiabilidad en el Mercado Mayorista de Energía”.

Para la aplicación de esta Resolución, se define un periodo de transición de tres años a partir del primero de diciembre del año 2006. Durante el periodo de transición, la asignación de la Energía Firme será administrada. De acuerdo con esto, anualmente se asignará la energía a cada uno de los generadores a prorrata de acuerdo con la demanda objetivo proyectada por la UPME. El valor del cargo será de US\$13.045 / Mhw y estará indexado.

Con relación al cargo por comercialización, para las compras de energía se propone un mecanismo eficiente de formación de precios que consiste en la creación del Mercado Organizado Regulado,

mediante el cual se realiza la compra-venta de energía, con participación voluntaria, centralizada, con un producto único, precio único de cierre de la subasta y subasta anónima realizada en una plataforma basada en Internet.

Por otra parte, actualmente existen ventajas en el precio de venta de energía para los comercializadores puros sobre los distribuidores. Dentro de la tarifa existe un factor de costo fijo, el cual se divide por el promedio de consumo por usuario. Dado que los distribuidores están obligados a ofrecer el servicio a toda la población en las regiones en las que operan, mientras que los comercializadores pueden seleccionar sus clientes, el promedio de consumo por usuarios en estas últimas es mucho mayor. Esto hace que se generen diferencias en las tarifas que se pueden cobrar haciendo más económica la energía ofrecida por los comercializadores. A pesar de que ya se tomó la determinación de corregir estas asimetrías obligando a los comercializadores a tener un mix de clientes con un promedio de consumo similar al de las distribuidoras, aun no se ha reglamentado ni se ha definido a partir de cuándo entraría en vigencia tal medida.

■ Perfil Financiero

Codensa S.A. E.S.P presenta una tendencia positiva en la venta de energía, lo que se ve reflejado en un comportamiento positivo de los ingresos. Lo anterior, junto a la expansión y el crecimiento de los negocios asociados al negocio de distribución y comercialización de energía, como es el caso de Codensa Hogar, ha permitido obtener ingresos operacionales a septiembre de 2006 de \$1.477 millones, lo que representa un incremento del 12,33% con respecto a septiembre de 2005. Del total de ingresos operacionales, el 90% provienen de la distribución y comercialización de energía. Es importante anotar que desde octubre del presente año los ingresos provenientes de Codensa Hogar son incluidos como operacionales dentro de la contabilidad de la empresa y para esta fecha ascienden a \$1.649 millones.

Dado que la mayor parte de los ingresos de la Empresa se derivan de su negocio de distribución y comercialización y que las tarifas del sector se encuentran establecidas y reguladas por la CREG por periodos de cinco años, el comportamiento de los ingresos operacionales de Codensa se torna suficientemente predecible, lo que facilita el análisis prospectivo de sus resultados en el tiempo.

A lo largo de los últimos años, Codensa ha mantenido niveles estables de gastos operacionales, a pesar que a septiembre de 2006 se presentó un incremento del 3,18% con relación a igual periodo del año anterior situándose en \$860.874 millones. La estabilidad en este rubro obedece a que los costos relacionados con la compra de energía se realizan por medio de contratos a largo plazo lo que garantiza menor exposición a la volatilidad de los precios de energía del mercado spot. Adicionalmente, tal como están establecidas las tarifas de distribución por la CREG, los costos de compra de energía se traspasan directamente al usuario, lo que hace que cambios en el mismo no afecten significativamente los resultados de la compañía. Al ser la energía un bien esencial, la elasticidad-precio de su demanda es inferior a otras industrias.

Bajo este escenario, a septiembre de 2006 el resultado de EBITDA fue de \$616.124 millones, con un margen de 41,7%. Así mismo, a octubre de 2006 se obtiene un resultado de EBITDA de \$686.062 millones, reflejando un incremento del 27,5% como reflejo del buen comportamiento de los ingresos y, en especial, por la inclusión de los ingresos provenientes de Codensa Hogar como operacionales.

Los ingresos no operacionales a septiembre de 2006 fueron de \$27.930 millones, representados en un 93% por ingresos por intereses y el 7% restante por diferencia en cambio. Dentro de los ingresos no operacionales, se destaca la considerable disminución que se obtiene en el rubro Ingreso de Intereses entre octubre de 2005 y 2006, dado que, partir de octubre del presente año, los intereses de financiación de Codensa Hogar se registran como un ingreso operativo. Con respecto a los gastos no operacionales, se observa una disminución significativa entre octubre de 2005 y 2006 en el rubro Diferencia en cambio, la cual obedece a que la empresa en el 2005 contaba con una posición importante en activos denominados en dólares y la reevaluación de la tasa de cambio tuvo un efecto negativo sobre su valor.

Dado lo anterior, Codensa S.A ESP, a septiembre de 2006 presentó una utilidad operacional de \$437.353 millones y una utilidad neta de \$250.429 millones con un margen operacional y neto de 29,6% y 16,9%, respectivamente. Se destaca que a octubre de 2006 la utilidad operacional fue de \$488.384 y la utilidad neta fue de \$280.482 millones. Los resultados operacionales y netos de la Empresa son considerablemente superiores a los registrados a octubre de 2005, donde el margen operacional era

23,4% y el margen neto de 14,7%. Las mejoras en el estado de resultados se han logrado en parte por los crecientes ingresos que se perciben por el negocio de distribución y comercialización conforme a la regulación tarifaria de la CREG, junto al buen comportamiento que presentan los ingresos provenientes de los negocios complementarios y la estabilidad que presentan los costos que ha venido asumiendo la Empresa.

El carácter líquido del recaudo del negocio de distribución y comercialización de energía eléctrica como de los servicios secundarios de Codensa, unido a un eficiente manejo de su portafolio de inversiones, hace que Codensa cuente con una importante capacidad para la generación de caja. Es importante anotar que, adicional a la buena posición de liquidez que caracteriza a la Empresa, la predecibilidad en los ingresos, unido tanto a unos ingresos crecientes derivados de negocios operacionales alternos de alta rentabilidad, como a una adecuada eficiencia operacional, influyeron positivamente para que Codensa lograra, sin el más mínimo traumatismo, las cuatro reducciones de capital con recursos líquidos. La última reducción de capital se llevo a cabo el 27 de octubre de 2006 con la disminución de \$383.070 millones de caja atrapada. Es de destacar que las reducciones de capital le han permitido a Codensa avanzar en la optimización de la relación deuda-capitalización, haciendo la Empresa financieramente más eficiente.

A octubre de 2006, la estructura de Codensa de *Deuda Financiera total/Capitalización* es de 15,1%, superior a la presentada en septiembre de 2006, como consecuencia de la reducción de capital realizada. Como resultado de lo anterior, el retorno sobre patrimonio promedio mantiene su tendencia al alza en comparación con años anteriores, al situarse en niveles de 9,8% a septiembre de 2006 y a 10,4% a octubre del mismo año.

Codensa S.A ESP cuenta a septiembre de 2006 con activos por valor \$5,18 billones, mostrando un incremento del 11,8% comparado con el mismo periodo del 2005. Del total de activos, \$1,24 billones corresponden a activos corrientes representados en un

23,5% por el efectivo, un 13,8% por las inversiones transitorias, y un 60,3% por las cuentas por cobrar. En este último rubro, se observa un incremento significativo gracias a la expansión y a la acogida que ha tenido dentro de sus clientes el negocio de Codensa Hogar.

A septiembre de 2006, Codensa S.A. ESP presenta un endeudamiento financiero de \$543.928 millones representado por la emisión de bonos de \$500.000 millones en el 2002 y por otras obligaciones a corto plazo de \$43.928 millones. Ante este escenario, el comportamiento de los indicadores de cobertura de la deuda se mantiene estable y positivo. Para esta fecha, la relación EBITDA/Intereses fue de 13,6 veces y el indicador Deuda Financiera/EBITDA, de 0,7 veces. A Octubre de 2006 el endeudamiento financiero asciende a \$548.019 millones, donde los indicadores de cobertura de la deuda mantienen su tendencia estable. La fuerte capacidad de generar caja de Codensa se evidencia en los valores presentados por las relaciones de Deuda Financiera Neta/EBITDA, que a los cortes de septiembre y octubre eran de 0,1 veces.

Es importante destacar que la estrategia financiera de la empresa está enfocada en buscar una estructura de balance más eficiente con una mayor utilización de recursos provenientes de deuda que diluyan la participación del capital accionario como fuente de financiación.

Con respecto a la nueva emisión de bonos ordinarios por monto de \$650.000 millones, Duff & Phelps de Colombia analizó detenidamente las proyecciones suministradas por la Compañía y las medidas de protección a la deuda se muestran holgadas para la calificación asignada y la naturaleza del negocio de Codensa. Estas proyecciones, consideradas conservadoras por la calificadora, incorporan expectativas de cambios en la regulación en cuanto a la remuneración de la actividad de distribución así como en el valor de las pérdidas remuneradas por la tarifa.

Resumen Financiero

(Cifra en millones de Pesos a Septiembre 30, 2006)

	Sep-06	2005	2004	2003	2002	2001
Indicadores Financieros						
EBITDA/Intereses Pagados(X)	13,6	11,2	10,6	18,0	29,6	NA
(EBITDA-Inv. en Act. Fijo)/Intereses Pagados(X)	13,6	11,2	10,6	14,2	29,6	NA
Deuda Financiera Total/EBITDA (X)	0,7	0,8	0,9	1,0	0,7	0,0
Deuda Financiera Neta/EBITDA (X)	0,1	0,6	-0,6	0,1	0,2	-0,8
Deuda Financiera Total/Capitalización (%)	13,7%	13,9%	11,9%	10,1%	5,8%	0,0%
Resultados						
Ventas Netas	1.476.998	1.781.330	1.720.403	1.412.943	1.151.304	1.114.870
%Cambio	12,3%	3,5%	21,8%	22,7%	3,3%	8,2%
EBITDA	616.124	675.548	613.726	418.111	326.929	317.219
Margen EBITDA (%)	41,7%	37,9%	35,7%	29,6%	28,4%	28,5%
Depreciación y Amortización	178.771	251.840	222.239	206.325	195.842	181.618
EBIT	437.353	423.708	391.487	211.786	131.087	135.601
Intereses Pagados	45.351	60.103	58.106	23.221	11.061	0
Costo de Financiamiento Estimado (%)*	11,1%	11,0%	12,0%	7,3%	10,2%	NA
Utilidad Neta	250.429	274.734	232.658	147.984	137.926	98.533
Retorno sobre Patrimonio Promedio(%)	9,8%	7,4%	6,0%	4,1%	3,7%	2,7%
Flujo de Caja						
Flujo de Caja Operativo	418.817	533.996	465.650	349.227	360.847	270.582
Variación del Capital de Trabajo	213.418	-101.469	190.577	-222.495	42.631	1.506
Flujo de Caja Operativo Neto	632.235	432.527	656.227	126.732	403.478	272.088
Inversión en Activos Fijos	-209	0	0	-88.236	0	348.823
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	89.404	106.468	75.586	75.524	107.155	68.157
Otras Inversiones, Neto	30.067	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	-295	-2.413	124.145	205.489	217.003	0
Variación Neta de Capital	70.342	-924.653	5	72	-550.853	287.438
Pago de Dividendos	247.260	-209.392	-133.185	-124.133	-88.679	-44.145
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	0	0	26.983
Variación Neta de Caja y Valores Liquidos	1.068.804	-597.462	722.778	195.448	88.104	959.344
Flujo de Caja Disponible**	783.982	513.977	746.197	84.159	358.499	667.548
Balance						
Caja e Inversiones Corrientes	463.905	124.807	935.207	363.602	142.732	268.937
Activos Totales	5.182.431	4.669.948	5.296.707	4.811.419	4.383.190	4.272.852
Deuda Corto Plazo	43.647	43.811	45.808	422.492	217.003	0
Deuda Largo Plazo	500.281	500.412	500.829	0	0	0
Obligaciones Financieras Fuera de Balance†	0	0	0	0	0	0
Deuda Financiera Total‡	543.928	544.223	546.637	422.492	217.003	0
Patrimonio (Incl. Participación Minoritaria)	3.440.031	3.366.520	4.056.233	3.755.947	3.551.381	3.834.147
Capitalización	3.983.959	3.910.743	4.602.870	4.178.439	3.768.384	3.834.147
Liquidez						
Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	8,0%	8,1%	8,4%	100,0%	100,0%	NA
Caja e Inversiones Corrientes/Deuda Corto Plazo(X)	10,6	2,8	20,4	0,9	0,7	NA
EBITDA/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros)(X)	7,9	6,5	5,9	0,9	1,4	NA

Otros Indices

Costo de Ventas/Inventarios (Industria Comercio) o Producción Toneladas (Industria Minera) u otros índices específicos a la industria
Cuentas por Cobrar*365 / Costo de Ventas (Industria Comercio) o Precio Tonelada (Industria Minera) u otros índices específicos a la industria
Cuentas por Cobrar*365/ Costo de Ventas(Industria Comercio) u otros índices específicos a la industria.

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (a Diciembre 31, 2006)

Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vencimientos	50.000		200.000			250.000

*Costo de Financiamiento Estimado = Intereses Pagados / Deuda Financiera Total Promedio. **Flujo de Caja Libre=EBITDA-Intereses Pagados-Variación en Inv. en Activos Fijos. †Incluye arrendamientos operacionales multiplicado por ocho, y otros tipos de obligaciones con características de deuda financiera.

‡Deuda Financiera Total incluye Obligaciones Financieras Fuera de Balance. Capitalización = Deuda Financiera Total + Patrimonio (Incl. Participación Minoritaria). EBITDA=Resultado de Operación + Depreciación y Amortización

Una calificación de Duff and Phelps de Colombia S.A. es una opinión y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información.