

## Análisis Crediticio

# CODENSA S.A. E.S.P.

## Cuarta Revisión Anual

### Calificación

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Revisión
Emisión de Bonos Ordinarios \$500.000 millones	AAA	AAA	19/11/08
Emisión de Bonos Ordinarios (\$650.000 millones)	AAA	AAA	19/11/08
Emisión de Bonos Ordinarios \$350.000 millones	AAA	AAA	19/11/08
Papeles Comerciales (\$400.000 millones)	DP1+	DP1+	19/011/08

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 km<sup>2</sup> 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.

#### Factores Claves de Calificación

- Estabilidad y predecibilidad de los ingresos
- Capacidad de generación de caja
- Condición de monopolio natural en su área de influencia
- Respaldo del Grupo Endesa y el traslado de su Know How
- Incertidumbre regulatoria
- Crecimiento de Codensa Hogar, negocio de financiación no bancaria

### Resumen de la Calificación

El Comité Técnico de Calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del día 19 de noviembre de 2008, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de la calificación de la Deuda Corporativa de Codensa S.A. E.S.P., ratificó la calificación “AAA” (Triple A) asignada a esta, según consta en el Acta No. 873 de la misma fecha. Igualmente, el Comité Técnico de Calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del día de hoy, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión periódica de las calificaciones de las Emisiones de Bonos efectuadas por CODENSA S.A. E.S.P. por montos de quinientos mil millones de pesos (\$500.000.000.000), seiscientos cincuenta mil millones de pesos (\$650.000.000.000) y de trescientos cincuenta mil millones de pesos (\$350.000.000.000) ratificó las calificaciones “AAA” (Triple A) asignadas a las mismas, según consta en el Acta No. 874 de la misma fecha .

Al respecto, es necesario precisar que las emisiones calificadas en esta categoría se consideran emisiones con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes, según escala de calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores.

Igualmente, asignó la calificación “DP1+” a una Emisión de Papeles Comerciales por monto de cuatrocientos mil millones de pesos (\$400.000.000.000) a ser efectuada por CODENSA S.A. E.S.P., según consta en el Acta No. 875 de la misma fecha. Al respecto, es necesario precisar que las obligaciones calificadas en esta categoría cuentan con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, los factores de protección y el acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes, según escala de calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores

19 de noviembre de 2008

## ■ Fundamentos

Las calificaciones otorgadas tanto a Codensa como emisor como a sus emisiones de deuda reflejan la posición competitiva de Codensa, la naturaleza del negocio de distribución y comercialización de energía, la solidez financiera de la empresa, la trayectoria del grupo Endesa a nivel internacional y en Colombia al igual que su acertada administración orientada hacia la creación de valor y maximización del margen en sus operaciones. De igual manera, contempla la participación de Codensa en el negocio de financiación no bancaria, a través de Codensa Hogar, cuya proporción se ha estabilizado relativamente al negocio tradicional de la empresa, y se ha venido realizando bajo parámetros conservadores.

Codensa S.A. E.S.P. cuenta con una trayectoria de 10 años en la prestación del 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. La operación de Codensa S.A. E.S.P. en el mercado regulado, responsable por la gran mayoría de sus ingresos, tiene características de un monopolio natural, hecho que le confiere una importante fortaleza crediticia.

La dinámica presentada por el negocio de financiamiento de electrodomésticos ha sido positiva, en la medida que ha reforzado la relación con los clientes, la fidelización de los mismos lo que, a su vez, ha fortalecido la posición competitiva de la empresa. Dicho comportamiento ha ido acompañado de un incremento significativo de la cartera del negocio, cuya financiación hoy en día representa cerca del 50% de las obligaciones financieras de la compañía. No obstante lo anterior, la administración, consciente de la importancia de mitigar los riesgos inherentes en este tipo de negocio, ha tomando recientemente medidas para ajustar la estrategia de Codensa Hogar de forma a adecuarla a las condiciones actuales de mercado. Duff & Phelps considera de gran importancia el desarrollo de estas medidas de forma que se fijen los niveles máximos de exposición a este negocio y se mitigue el impacto de la coyuntura de mercado.

El direccionamiento estratégico de Codensa S.A. E.S.P., apoyado en una adecuada prestación del servicio de distribución y comercialización de energía eléctrica y en el fortalecimiento de sus servicios complementarios, aunado a una tendencia estable en los costos de compra de energía, redundando en una generación de EBITDA creciente y un margen de EBITDA del nivel del 39% en los últimos años. Por otro lado, Codensa ha venido financiando tanto las inversiones de capital y el negocio de financiación no bancaria mediante un aumento del endeudamiento, recursos que han sido provistos por el mercado de valores. Consecuente con lo anterior, las medidas de protección a la deuda reflejan la evolución del nivel endeudamiento. El indicador Deuda Financiera total frente a EBITDA pasó entre el cierre de 2006 y 2007 de 0,9 veces a 1,7 veces. A septiembre de 2008, dicho indicador es de 1,2 veces, valor ampliamente compatible con las calificaciones asignadas.

La compañía presenta una posición de liquidez robusta. Pese a lo anterior y para hacer frente a una eventual contracción de los mercados crediticios, la compañía, en el mes de octubre, revisó su política de liquidez e incrementó sus niveles de caja de forma importante, para garantizar la atención oportuna de sus obligaciones durante el próximo año, iniciativa considerada prudente a juicio de Duff & Phelps de Colombia.

En el marco de su estrategia financiera, Codensa tiene planeado efectuar una emisión de papeles comerciales por \$400.000 millones, que tiene como objetivo aumentar su flexibilidad financiera al tener a su disposición varios tipos de instrumentos de deuda. En esta misma dirección, está la recién autorizada facultad de celebrar operaciones de crédito intercompañía con Emgesa hasta un monto de US\$ 100 millones. Es de esperarse que el apalancamiento medido como la relación Deuda Financiera Total versus capitalización, que a septiembre de 2008 fue del 28,1%, continúe creciendo en el corto plazo, sin que se afecte el perfil crediticio de la compañía.

El respaldo que ejerce el Grupo Endesa como principal accionista de Codensa S.A. E.S.P se constituye en un factor importante para la calificación. El traslado de conocimientos de los accionistas a Codensa se ha visto reflejado en la permanente mejoría de los diferentes indicadores de gestión. Es así que, hoy en día, las pérdidas de energía se encuentran en un nivel inferior al mínimo exigido por la regulación. 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.

La perspectiva estable asignada a las calificaciones de Codensa refleja la solidez en los fundamentales del negocio, niveles de apalancamiento financiero conservadores, así como el adecuado control de riesgo del negocio de financiación no bancaria. No

obstante lo anterior, Duff & Phelps estará atenta a la evolución de dicho negocio, que, si bien ha tenido un desempeño histórico positivo, de no mantenerse a futuro, podría comprometer el perfil crediticio de la compañía.

### ■ Características de Papeles Comerciales

Codensa tiene planeado realizar una emisión Papeles Comerciales con el propósito de prepagar deuda financiera, financiar capital de trabajo, así como también financiar el desarrollo de planes de inversión y expansión entre los años 2008 a 2010. Las características de la Emisión son las siguientes:

<b>Tipo de Emisión</b>	Papeles Comerciales
<b>Monto de la Emisión</b>	\$400.000 Millones
<b>Numero de Títulos</b>	400.000 por \$1 millón c/u
<b>Plazo de Redención</b>	Superior a 15 días e inferiores a 1 año contados a partir de la fecha de suscripción
<b>Serie A</b>	Papeles denominados en COP, tasa fija
<b>Serie B</b>	Papeles denominados en COP, tasa variable DTF
<b>Serie C</b>	Papeles denominados en COP, tasa variable IBR

### ■ Estado de la Primera Emisión

<b>Tipo de Emisión</b>	Bonos ordinarios
<b>Monto de la Emisión</b>	\$500.000 Millones
<b>Serie a 5 años</b>	\$50.000 Millones
<b>Serie a 7 años</b>	\$200.000 Millones
<b>Serie a 10 años</b>	\$250.000 Millones
<b>Tasa de Interés</b>	IPC+4,9% IPC+6,14% IPC+6,34%
<b>Amortización</b>	única al vencimiento

Fuente: Codensa S.A. ESP

La emisión de Bonos fue colocada en su totalidad en el primer trimestre del año 2004. 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.

### ■ Estado de la Segunda Emisión

<b>Tipo de Emisión</b>	Bonos ordinarios	
<b>Monto de la Emisión</b>	\$650.000 Millones	
<b>Primer Lote</b>	<b>Tasa</b>	\$225.800 Millones
A3 vencimiento 2010	IPC+4,6%	\$78.800 Millones
A 10 vencimiento 2017	IPC+5,3%	\$147.000 Millones
<b>Segundo Lote</b>	<b>Tasa</b>	\$305.500 Millones
A 3 vencimiento 2010	IPC+4,8%	\$61.000 Millones
A 10 vencimiento 2017	IPC+5,6%	\$244.500 Millones
<b>Tercer Lote</b>	<b>Tasa</b>	\$118.700 Millones
B 3 vencimiento 2010	DTF+2,09%	\$84.980 Millones
B 5 vencimiento 2010	DTF+2,4%	\$33.720 Millones
<b>Amortización</b>	única	al vencimiento

Fuente: Codensa S.A. ESP

La emisión de bonos ordinarios por monto de \$650.000 millones sustituyó obligaciones financieras de corto plazo.

### ■ Características de la Tercera Emisión

Codensa tiene planeado realizar una nueva emisión de bonos ordinarios por monto de \$350.000 millones, con el propósito de sustituir obligaciones financieras de corto plazo y financiar capital de trabajo.

Dicha emisión se colocará en 3 series, las cuales se redimirán en plazos entre un (1) y veinte (20) 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. Cabe precisar que la Emisión se encuentra autorizada pero a la fecha no se ha publicado el primer aviso de oferta pública.

## ▪ Perfil

Codensa S.A. ESP, en adelante Codensa, fue constituida hace 10 años para agrupar los negocios de distribución y comercialización de energía eléctrica, como resultado del proceso de capitalización del que fue objeto la Empresa de Energía de Bogotá S.A ESP (EEB) en los años noventa. Asimismo, en este proceso, se definió que los negocios de transmisión y generación estarían en cabeza de la EEB y de Emgesa, respectivamente.

La estructura societaria actual de Codensa está compuesta de la siguiente forma:

Accionistas	Participación
Energía de Bogotá S.A. ESP	51,51%
Endesa Latinoamérica S.A.	26,66%
Enersis S.A.	12,46%
Chilectra S.A.	9,34%
Otros	0,02%

Fuente: Codensa S.A. ESP

A pesar que la EEB cuenta con la mayoría accionaria, sus acciones están compuestas tanto por acciones ordinarias (36,36%) como por acciones preferenciales (15,15%), estas últimas sin derecho a voto. De esta forma, el Endesa Latinoamérica es quien controla la operación de la compañía.

Es importante anotar que en el 2007 Endesa recibió, de forma conjunta, una oferta pública de adquisición de acciones por parte de Acciona S.A. y Enel Energy Europe. El proceso finalizó con la adquisición por parte de éstos del 92,06% de participación sobre Endesa. Es así que, hoy en día, Acciona y Enel, ejercen un control indirecto sobre Codensa.

Con el cambio de control accionario, cambia la forma en que está organizada la operación en Latinoamérica. Se crea una dirección general para la región y direcciones generales para cada uno de los

países en que el grupo tiene presencia. Como consecuencia de lo anterior, las compañías del grupo Endesa en Colombia, Emgesa y Codensa, solicitaron autorización para la suscripción de un contrato “overhead” entre estas, con el fin de regular los usos comunes de infraestructura y del recurso humano que serán compartidos para optimizar el desarrollo de sus negocios. El objetivo de este proceso es mantener funciones de apoyo a los negocios de Generación y Distribución integradas a nivel país y darán servicio a los responsables de país y de las empresas. Estas funciones tendrán un único responsable a nivel país y los responsables de cada función tendrán una relación funcional fuerte con sus homólogos a nivel latinoamericano. Duff & Phelps de Colombia S.A SCV ve este cambio de forma positiva ya que vuelve más eficiente la operación de las compañías del grupo en Colombia.

## Gobernabilidad Corporativa

Codensa cuenta con altos estándares de gobernabilidad corporativa, lo cual se evidencia por el continuo seguimiento de las normas del Código de Buen Gobierno Corporativo.

Es importante anotar que 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 en este nivel, 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.

## ▪ Estrategia

El direccionamiento estratégico de Codensa se encuentra enmarcado dentro de la estrategia corporativa desarrollada por Endesa a nivel internacional, la cual está orientada a potenciar el crecimiento de sus negocios de energía en Europa e Latinoamérica. Es así que el desarrollo del Plan de Inversiones de Endesa para los años 2008-2012 involucra recursos del orden de los €\$24.000 millones, de los cuales €\$6.500 millones han sido destinados a la operación en Latinoamérica. Cabe anotar que Endesa tiene especial interés en expandir

la operación en Colombia mediante la construcción de nuevos proyectos de generación tanto térmicos como hidráulicos y, también, mediante la posibilidad de adquirir participación accionaria en las electrificadoras estatales (Boyacá, Santander, Meta, Cundinamarca y Norte de Santander) en el marco del proceso de enajenación de acciones que ha venido adelantando el Gobierno Nacional sobre éstas.

Conforme a lo anterior, Codensa sustenta la estrategia de crecimiento y de inversión en cuatro pilares fundamentales, los cuales son: atender el incremento de demanda en Bogotá y su área de influencia; garantizar la confiabilidad, continuidad y calidad del suministro; atender los requerimientos legales y realizar acciones orientadas a la innovación y desarrollo.

Cabe precisar que, en la medida que Codensa Hogar, negocio de financiación no bancaria se convirtió en el segundo negocio de la compañía, la administración ha tomando recientemente medidas para ajustar la estrategia de Codensa Hogar de forma a adecuarla a las condiciones actuales de mercado.

## ■ Operaciones

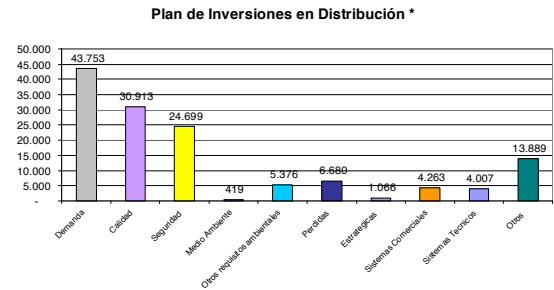
Codensa S.A. E.S.P. tiene como negocio principal la distribución y comercialización de energía. Adicionalmente, cuenta con otros negocios asociados, tales como la financiación de electrodomésticos, el diseño, la construcción y mantenimiento de proyectos eléctricos así como también de la iluminación pública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

### Negocio de Distribución y Comercialización

Actualmente, Codensa cuenta con 22.043 Km. de redes aéreas de baja tensión, cerca de 18.227 Km. de redes de media tensión y 1.152 Km. de alta tensión, así como también, 119 subestaciones, 200 transformadores de potencia y 62.615 transformadores de distribución.

La empresa continúa realizando importantes obras de inversión y mantenimiento sobre su infraestructura eléctrica con el fin de optimizar la prestación del servicio. En lo corrido del 2008, Codensa ha adelantado inversiones en distribución de energía por más de \$135.000 millones, principalmente, en lo relacionado con los componentes de Demanda (32,4%) y Calidad (22,9%). Estos están orientados a dar cubrimiento el crecimiento vegetativo de la ciudad y a satisfacer la nueva demanda mediante la

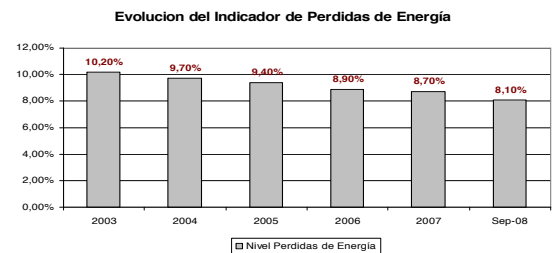
expansión de red, nuevas conexiones e incrementar la capacidad de las subestaciones.



Fuente: Codensa S.A. ESP \*información con corte agosto de 2008

De acuerdo al comportamiento observado en años anteriores, la compañía estima que para el cierre del 2008 se hayan ejecutado inversiones por \$250.047 millones dentro del Plan de Inversiones contemplado para el periodo 1998-2010.

Por otra parte, las acciones realizadas en el marco del Programa de Control de Perdidas han permitido que la compañía obtenga reducciones sostenidas sobre el indicador de pérdidas de energía en los últimos años, incluso, situándose en un nivel inferior al reconocido por regulación (14,75%). Es así que, entre el 2003 y 2007, dicho indicador pasó de ser 10,2% a 8,7%. Al tercer trimestre de 2008, el nivel de perdidas de energía fue de 8,10%.



Fuente: Codensa S.A. ESP

De igual forma, los indicadores de calidad del servicio, FES (frecuencia de interrupción) y DES (tiempo promedio de interrupción) muestran un comportamiento positivo en comparación a otras empresas del sector. No obstante, tales indicadores se incrementan en lo corrido del 2008, ya que este año ha sido intensivo en trabajos de mantenimiento de redes y recambio de transformadores con el fin de mejorar la calidad del sistema.



## Codensa Hogar

El negocio de Codensa Hogar depende directamente de área de comercialización de Codensa y se desarrolla mediante la formulación de un esquema de financiación a clientes de baja renta con riesgo controlado

La masificación del uso de la factura de energía como medio de comunicación y recaudo, junto con las facilidades ofrecidas a los clientes, en especial aquellos de menores ingresos, para que puedan acceder a recursos financieros y a la bancarización sustentan la positiva dinámica de crecimiento presentada por el negocio de Codensa Hogar en los últimos años. Es así que, al primer semestre de 2008, la compañía registra 603.875 tarjetas activas para el servicio de financiación.

Cabe anotar que Codensa Hogar también ofrece la línea de suscripción a diferentes diarios y revistas de circulación nacional, así como también la de seguros, la cual está conformada de la siguiente forma:

Seguros	Clientes
Asistencia domiciliaria	8.722
De Vida	7.583
Exequial	171.984
Garantía Extendida	12.203
Accidentes personales	31.043
Hogar Seguro	12.254

Fuente: Codensa S.A. ESP. \*Los clientes se toman por separado según cada producto.

En los últimos años, la cartera del negocio de Codensa hogar ha experimentado un crecimiento importante pero controlado. De igual manera, ha presentado un adecuado índice de calidad de cartera, medido como el porcentaje de cartera que presenta mora superior a 90 días. Entre el cierre de 2006 y 2007, la cartera pasó de ser \$475.473 millones a ser cerca del nivel de \$660.000 millones con un índice de calidad de la misma, en promedio, del 2,5%. La tendencia observada continúa presentándose a septiembre de 2008 y la cartera asciende a \$666.276 millones.

Hoy en día, la cartera de Codensa hogar, cuya financiación, representa cerca de la mitad de las obligaciones financieras de la compañía, es monitoreada mediante un grupo especializado en la gestión de cobranza y, también, mediante el seguimiento del modelo de administración de riesgo crediticio. Este último determina la pérdida esperada en la colocación de créditos y permite establecer

medidas en materia de riesgo y poder realizar tanto el análisis como la administración integral del mismo.

Duff & Phelps estará atenta a la evolución de dicho negocio, que, si bien ha tenido un desempeño histórico positivo, de seguir creciendo de forma importante, podría llegar a cambiar el perfil crediticio de la compañía.

## ■ Posición Competitiva

Codensa es la mayor distribuidora de energía eléctrica del país con un área de servicio de 14.087 km<sup>2</sup> para atender a la ciudad de Bogotá, 97 municipios en Cundinamarca, 8 en Boyacá y uno en Tolima. Actualmente, tiene una participación en el mercado regulado nacional del 22,5%.

La empresa se ha caracterizado por presentar un crecimiento sostenido en el número de clientes en los últimos años. La base clientes se incrementó a una tasa de crecimiento en promedio del 3,1% entre el 2004 y 2007, registrando 2.208.559 clientes al final de 2007. Actualmente, Codensa atiende a 2.260.029 clientes que se encuentran concentrados principalmente en el área metropolitana de Bogotá y la Sabana. Se destaca que la composición de los clientes está representada principalmente por el sector residencial (88,3%).

Cabe precisar que, a pesar del incremento en el número de clientes, el ritmo de crecimiento de la demanda de energía ha disminuido en los últimos 12 meses debido a la desaceleración que experimenta la economía colombiana desde comienzos del año. No obstante, Codensa ha podido compensar este efecto con el incremento sobre el valor de Kwh, producto del incremento en el Índice de Precios al Productor-IPP y el Índice de Precios al Consumidor-IPC a lo largo del año, que han impactado al alza el componente D y componente C de la tarifa, respectivamente.

## ■ Aspectos Regulatorios

En el año 2008, se dio inicio a un nuevo periodo tarifario en el sector eléctrico que tiene como vigencia un periodo de cinco años más hasta el año 2013. De acuerdo con esto, a finales del año 2007 se expidió la Resolución 119 de 2007 en la que se aprobó una nueva fórmula tarifaria general que deberán aplicar los comercializadores minoristas en el Sistema Interconectado Nacional, para calcular los costos

máximos de prestación del servicio de energía eléctrica y las tarifas aplicables a los usuarios finales regulados.

**Tarifa= CUv + Cuf**

$$CU_{vn,m,i,j} = Gm + Tm + Dn,m + Dv + Cv + PR_{n,m} + Rm$$

n	Nivel de tensión de conexión al usuario
m	Mes par el que se calcula el costo unitario del servicio
i	Comercializador minorista
j	Mercado de Comercialización
CUv	Componente variable del costo unitario de prestación del servicio
Cuf	Componente fijo del costo unitario de prestación del servicio
Gm	Costo de compra de Energía
Tm	Costo por el uso del STN
Dn,m	Costo por uso de sistema de distribución
Cvm	Margen de Comercialización que incluye los costos variables de la comercialización
PRn,m	Costo de compra, transporte y reducción de pérdidas de energía
Rm	Costo por restricciones

A diferencia de la fórmula tarifaria anterior, que era completamente variable, el costo de prestación del servicio está compuesto por un componente fijo y otro variable, situación que podría implicar un aumento en las tarifas de los usuarios finales, sobretodo para aquellos cuyo consumo es muy bajo.

Otro aspecto importante que involucró esta nueva fórmula tarifaria fue la modificación del traslado del costo de la compra de energía, ya que pasó de considerarse el promedio móvil de los últimos doce meses a tomar el reportado del mes anterior, siempre y cuando la energía se encuentre contratada. Esto es positivo para las comercializadoras y distribuidoras de energía, puesto que se acotó el riesgo de tener que asumir las variaciones de los precios de energía de los últimos doce meses. Lo anterior empezó a regir a partir del mes de febrero del año 2008, lo que se verá reflejado en los estados financieros de las compañías implicadas.

**Transmisión:**

En cuanto al componente de transmisión de energía (T<sub>m</sub>), a finales del año 2007, la CREG publicó para consulta la Resolución 110 concerniente a la metodología para la remuneración de la actividad de transmisión de energía para el STN. En dicha Resolución, la CREG propuso continuar con la metodología de ingreso regulado, pero con una nueva

valoración de las unidades constructivas, de los terrenos y de los costos AOM. Además, se definieron unas políticas más estrictas en cuanto a la calidad del servicio relacionado con la disponibilidad de sus activos. Con relación a las unidades constructivas, se espera un aumento en la vida útil (25- 40 años) y una disminución el valor reconocido, cuyo impacto repercutirá en una disminución de la tarifa. Con relación a los gastos de AOM, se aumentará el valor reconocido vía tarifa, el cual pasará de un 2,5% a un 3,3%.

Posteriormente, a través de la Resolución 083 de 2008, se aprobó la metodología para el cálculo de la tasa de retorno correspondiente a la remuneración de la actividad de transmisión de energía y se definió una tasa del 11,05%, aumentando dos puntos adicionales a los reconocidos en la metodología vigente (9%).

En conclusión, en el componente de transmisión si bien algunas variables contribuyen a una baja en la tarifa reconocida (unidades constructivas), otras variables tienen un impacto hacia el alza (WACC y AOM), lo que se espera que al final del día el cambio en la tarifa sea muy pequeño con relación a la metodología vigente.

**Comercialización:**

En la variable de comercialización (Cv), se incluyó un cambio muy importante que empezó a regir a principios del año 2007 y fue la exclusión de los consumos de los usuarios no regulados en la fórmula del cálculo del costo de comercialización. Esto implicó un aumento en la tarifa, situación que ya se ha ido evidenciando en los estados financieros del año 2008 de las comercializadoras de energía.

Igualmente, la nueva fórmula tarifaria considera la distribución de las pérdidas no técnicas (en un mercado definido) entre todos los comercializadores minoristas que participen en dicho mercado y no solo en el comercializador incumbente, como se hace actualmente. Esto se espera que entre en vigencia a partir del año 2009 y significará un alivio para las empresas comercializadoras y distribuidoras de energía que dominan un mercado, puesto que las pérdidas se repartirán a prorrata de las ventas de los comercializadores que atienden dicho mercado.

**Distribución:**

Con relación al cargo de distribución, el 27 de agosto de 2008 la CREG expidió la Resolución 093 en la que

se definió la tasa de retorno que se aplicará en la remuneración de la actividad de distribución de energía eléctrica. Esto implicó una disminución en la tasa reconocida, puesto que pasó del 16% al 13,9% en los activos de media y baja tensión y el 13% para los activos de alta tensión.

Paralelamente, el mismo 27 de agosto se publicó el proyecto Resolución 094 con el fin de aprobar la metodología de los cargos por uso de los Sistemas de Transmisión Regional y Distribución Local para las compañías de distribución de energía. En dicha Resolución, se tiene en consideración una mayor exigencia en la calidad de la prestación del servicio y en las eficiencias de las compañías, puesto que se ha propuesto un reconocimiento adicional en el costo por mejora en los indicadores de calidad exigidos (DES y FES).

Igualmente, en dicha Resolución se dio un reconocimiento del 90% de las unidades constructivas existentes de acuerdo con la metodología de la tarifa vigente y el 10% restante junto con los nuevos proyectos de inversión serán reconocidos bajo los nuevos parámetros expuestos en la reciente metodología. Esto podría implicar una ligera disminución en la tarifa futura versus la vigente.

Con relación a las pérdidas de energía, los Operadores de Red (distribuidoras) continuarán siendo responsables de la gestión integral de las pérdidas de energía en el mercado de comercialización asociado, pero de ahora en adelante (2009) las inversiones que se realicen para la reducción de pérdidas no técnicas serán trasladadas a todos los usuarios regulados y no regulados vía tarifa. Además, se espera que con la nueva metodología se reconozca un nivel de pérdidas individual por empresa de acuerdo con el mercado que atiende.

Con el fin de incentivar los planes de expansión de las distribuidoras de energía, se estableció en la nueva metodología el reconocimiento de los proyectos de expansión en el nivel de tensión 4 a partir del momento en que entren en operación, sin tener que esperar a que inicie el próximo año de vigencia.

Otro aspecto importante a resaltar que cambiará con la nueva metodología es la existencia de una nueva reglamentación en los cambios de nivel de tensión, en la que se volvieron más estrictos los requisitos para que un Operador de Red le otorgue el cambio de nivel de tensión a un cliente. Esto se dio con el fin de proteger a los clientes pequeños, puesto que cada vez que un consumidor grande pasa a un nivel de tensión

más alto y deja de pagar el cargo de distribución, quien lo paga al final es el resto de la masa de los usuarios del Operador de Red. Este cambio regulatorio tendrá un impacto sobre los ingresos por conexión de las compañías de transmisión de energía que atendían directamente a grandes clientes sin tener que conectarse con el Operador de Red.

El Decreto 388 del 13 de febrero de 2007 estableció que la CREG debía conformar unas Áreas de Distribución (ADD) en las que debía definir para cada una de ellas unos cargos por uso únicos por nivel de tensión de suministro. Esto con el fin de homogenizar los cargos por uso de los usuarios finales. Para tal fin, en mayo de 2008, la CREG a través de la Resolución 058 definió cuatro áreas de distribución integradas: ADD Norte, ADD Oriente, ADD Centro y ADD Occidente. En esta Resolución se dio un periodo de transición para la unificación en las tarifas en cada una de las zonas y se hará de forma gradual. Actualmente, ya se está aplicando una tarifa única para los departamentos de Cundinamarca (Codensa y la Electrificadora de Cundinamarca), Valle (EPSA y Emcali) y Antioquia (EPM ESP).

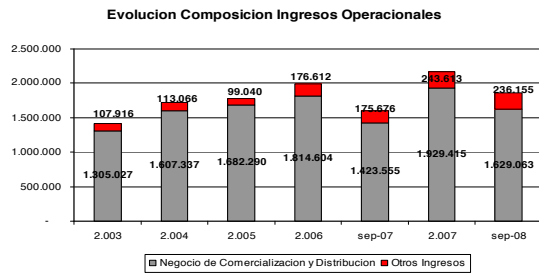
En conclusión, se cree que la nueva metodología que regirá para la próxima vigencia 2008 -2013 en la remuneración de los ingresos de distribución de energía no implicará en cambios significativos sobre la estabilidad financiera de las distribuidoras de energía. Sin embargo, Duff & Phelps analizará con detenimiento cada caso en particular y su respectivo impacto financiero.

## ■ Perfil Financiero

Codensa continua presentando un comportamiento favorable en el ritmo de crecimiento de sus resultados financieros, producto de las tasas de crecimiento sostenidas en sus ingresos y de las estrategias orientadas al control de costos y gastos operativos.

El crecimiento de los ingresos responde al incremento sostenido en el número de usuarios, al incremento de la tarifa como resultado de la tendencia al alza del IPP y del IPC, y a la tendencia positiva presentada por Codensa Hogar. Entre septiembre de 2007 y 2008, los ingresos operacionales presentan un incremento del 17%, ascendiendo a \$1.8 billones.

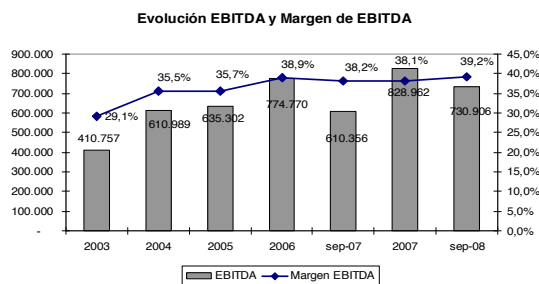




Fuente: Codensa S.A. ESP\*otros ingresos: Codensa Hogar

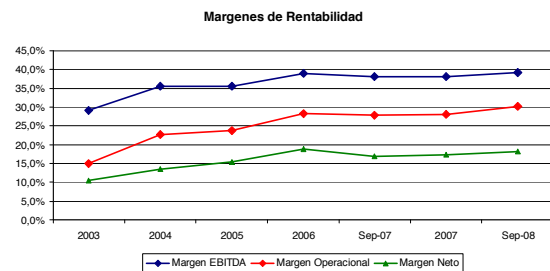
Después de que el Margen de EBITDA se vio levemente deteriorado (40,9% sept.-06 a 38,2% sept.-07) desde la inclusión de los gastos financieros relacionados con Codensa Hogar dentro de los gastos operacionales en proporción a la participación de la cartera en los activos totales, a septiembre de 2008 éste se recupera, incluso situándose en un nivel superior al registrado en periodos anteriores.

Es así que para este periodo la generación de EBITDA asciende a \$730.906 millones y el margen de EBITDA es de 39,2% gracias al comportamiento positivo de los ingresos y al énfasis de la administración de mantener como estrategia la compra del 90% de energía mediante contratos de largo plazo, para minimizar la exposición a la volatilidad de los precios de energía del mercado spot.



Fuente: Codensa S.A. ESP

La proporción del costo de compra de energía frente a los ingresos por venta de energía se ha mantenido relativamente estable (niveles de 51%) en los últimos años y, a pesar del incremento en los gastos financieros de la compañía, permite que los márgenes de rentabilidad de Condesa permanezcan estables y holgados al tercer trimestre de 2008. Cabe anotar que la carga financiera del periodo asciende a \$95.738 millones y el indicador EBITDA sobre intereses es de 7,6 veces, nivel similar al registrado en septiembre de 2007 (7,7 veces).



Fuente: Codensa S.A. ESP

Codensa cuenta con una fuerte generación de caja gracias al carácter líquido del recaudo de los negocios en que participa y a un eficiente manejo de su portafolio de inversiones, cuyas operaciones se rigen por la premisa de mantener la mayor seguridad del mismo. Es así que, actualmente, cerca del 80% del portafolio de inversiones esta compuesto por cuentas de ahorro.

Las fuentes alternas de liquidez de Codensa están representadas por los cupos que la compañía tiene disponibles con entidades financieras nacionales y extranjeras hasta por \$804.000 millones y mediante la posibilidad de realizar créditos inter compañía por un monto igual o inferior a los US\$ 100 millones.

Lo anterior se complementa con la importante utilización de recursos provenientes del mercado de valores en los últimos años por parte de Codensa. Actualmente, la compañía tiene vigente emisiones de bonos ordinarios por montos de \$500.000 millones y de \$650.000 millones, colocados en el año 2004 y en el 2007, respectivamente, además de una tercera emisión de bonos ordinarios por \$350.000 millones que aún no ha sido colocada por razones de coyuntura de mercado.

Obligaciones Financieras Codensa		
Clase	Monto*	Concentración
Bonos	1.147.273	98,8%
Bancos	14.104	1,09%
<b>Total</b>	<b>1.161.377</b>	<b>100%</b>

Fuente: Codensa S.A. ESP\* millones de pesos

Conforme a la estrategia financiera desarrollada por Codensa, el endeudamiento financiero se ha venido incrementando, alcanzado un nivel de \$1,4 billones al cierre de 2007. Sin embargo, entre 2007 y septiembre 2008, el nivel de endeudamiento disminuye 4,0% (\$1,16 billones), debido al pago oportuno de capital e intereses establecidos. Es así que la relación de

apalancamiento respecto al EBITDA pasó a 1,2 veces a septiembre de 2008, de 1,5 veces registrada en el mismo periodo del año anterior.

De igual forma, al tercer trimestre de 2008, se requieren 1,5 años de flujo generado por operaciones para pagar la totalidad de la deuda de Codensa y se obtiene un indicador de Deuda frente a Capitalización de 28,2%, el cual se encuentra en un nivel inferior al promedio presentado desde 2006 (28,7%). Cabe precisar que, dado que Codensa planea colocar una emisión de papeles comerciales por \$400.000 millones, es de esperarse que tales indicadores continúen modificándose en el corto plazo.

La tendencia presentada por el EBITDA, junto a los resultados obtenidos en el análisis de las proyecciones financieras suministradas por Codensa, hacen prever que la empresa está en capacidad de atender los compromisos adquiridos en el mercado de valores con un nivel de seguridad acorde a su calificación. Consiente con lo anterior, la relación de Deuda Financiera Total sobre EBITDA no superará las 1,7 veces en los próximos años.

La perspectiva estable asignada a las calificaciones de Codensa refleja la solidez en los fundamentales del negocio, niveles de apalancamiento financiero conservadores, así como el adecuado control de riesgo del negocio de financiación no bancaria.

**Resumen Financiero – CODENSA S.A. ESP**  
**(Cifra en millones de Pesos)**

	sep-08	dic-07	dic-06	dic-05	dic-04	dic-03
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	730.906	828.962	785.045	635.302	610.989	410.757
EBITDAR Operativo	730.906	828.962	785.045	635.302	610.989	410.757
Margen de EBITDA (%)	39,2%	38,1%	39,4%	35,7%	35,5%	29,1%
Margen de EBITDAR (%)	39,2%	38,1%	39,4%	35,7%	35,5%	29,1%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	18,6%	13,2%	0,2	15,7%	12,6%	10,6%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	4,9%	-18,6%	9,2%	6,5%	26,0%	-5,2%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	15,2%	12,2%	11,5%	7,4%	6,0%	
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	6,8	6,1	12,5	10,2	10,0	19,0
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	7,6	8,5	13,7	10,6	10,5	17,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	7,6	8,5	13,7	10,6	10,5	17,7
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	5,3	2,2	3,0	6,1	5,9	0,9
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda LTM	5,3	2,2	3,0	6,1	5,9	0,9
FGO / Cargos Fijos LTM	6,8	6,1	12,5	10,2	10,0	19,0
FCL / Servicio de Deuda LTM	1,3	(0,8)	0,9	1,7	4,9	(0,1)
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	1,6	(0,0)	1,2	2,9	13,9	0,7
FCO / Inversiones de Capital LTM	2,6	0,9	3,6	4,1	8,7	1,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	1,51	2,41	0,98	0,88	0,94	0,96
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,22	1,72	0,90	0,86	0,89	1,03
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Opera	1,17	1,37	0,79	0,66	(0,64)	0,14
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo LTM	1,22	1,72	0,90	0,86	0,89	1,03
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo LTM	1,17	1,37	0,79	0,66	(0,64)	0,14
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	10%	9%	9%	11%	12%	
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,06	0,20	0,29	0,08	0,08	1,00
<b>Balance</b>						
Total Activos	5.210.583	5.380.797	5.037.044	4.669.948	5.296.707	4.811.419
Caja e Inversiones Corrientes	53.228	292.382	85.409	124.807	935.207	363.602
Deuda Corto Plazo	64.104	281.666	204.437	43.812	45.808	421.052
Deuda Largo Plazo	1.097.273	1.146.962	500.215	500.412	500.829	1.439
Deuda Total	1.161.377	1.428.628	704.652	544.224	546.637	422.492
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.161.377	1.428.628	704.652	544.224	546.637	422.492
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.161.377	1.428.628	704.652	544.224	546.637	422.492
Total Patrimonio	2.966.409	3.038.756	3.182.655	3.366.520	4.056.233	3.755.947
Total Capital Ajustado	4.127.787	4.467.384	3.887.306	3.910.743	4.602.870	4.178.438
<b>Flujo de Caja (LTM)</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	653.608	494.472	662.569	555.327	522.149	417.779
Variación del Capital de Trabajo	(34.149)	(331.121)	(69.275)	(122.800)	134.079	(291.047)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	619.459	163.350	593.294	432.527	656.227	126.732
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(234.726,9)	(191.718,5)	(162.790,8)	(106.468,4)	(75.586,2)	(75.524,1)
Dividendos	(266.046,5)	(376.116,6)	(247.260,0)	(209.392,0)	(133.185,3)	(124.133,1)
Flujo de Caja Libre (FCL)	118.686,0	(404.484,8)	183.243,4	116.666,2	447.455,9	(72.925,7)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-	88.235,5
Otras Inversiones, Neto	(14,5)	-	-	-	-	-
Variación Neta de Deuda	(47.905,8)	723.976,2	160.428,9	(2.412,8)	124.144,8	205.488,5
Variación Neta del Capital	-	-	(383.070,5)	(924.652,9)	5,6	71,9
Otros (Inversión y Financiación)	(112.519,0)	(112.519,0)	-	-	-	-
Variación de Caja	(41.753,2)	206.972,3	(39.398,2)	(810.399,5)	571.606,3	220.870,2
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>						
Ventas Netas	2.439.014,8	2.173.028,4	1.991.216,4	1.781.329,7	1.720.403,3	1.412.943,1
Variación de Ventas (%)	15,4%	9,1%	11,8%	3,5%	21,8%	
EBIT Operativo	727.664	607.672	564.986	422.158	391.487	211.786
Intereses Financieros Brutos	113.584	97.243	57.481	60.103	58.106	23.221
Alquileres	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	448.389	378.566	376.117	274.733	232.658	147.983

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación + Amortización + Resultado en Venta de Activos + Costos / Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos – Dividendos Preferentes. CFO Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months). n.a.= no aplica

**La calificación de riesgo crediticio de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. 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.**

**Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es) \*:** Gustavo Aristizabal Tobón., Glauca Calp, Carlos Ramírez, Milena Carrizosa y Juan Camilo Cabrera

**\*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: [www.dercolombia.com.co](http://www.dercolombia.com.co)**