

**INFORME DE REPRESENTACIÓN LEGAL DE TENEDORES DE TITULOS  
(01/01/2015 – 30/06/2015)**

**EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS \$950,000,000,000 CODENSA S.A. E.S.P.**

**JUNIO DE 2015**

<b>CLASE DE TÍTULO:</b>	Bonos Ordinarios.
<b>EMISOR:</b>	Codensa S.A. E.S.P.
<b>SERIES Y MONTO DE LA EMISIÓN:</b>	\$950.000.000.000
<b>VALOR NOMINAL:</b>	Series A, B, E y F: \$10.000.000 Serie C: 100.000 UVR Serie D: US\$5.000
<b>NÚMERO DE SERIES:</b>	Serie A: Bonos denominados en Pesos y con tasa variable DTF Serie B: Bonos en Pesos y con tasa variable IPC Serie C: Bonos denominados en UVR y con tasa fija Serie D: Bonos denominados en Dólares y con tasa fija Serie E: Bonos denominados en Pesos y con tasa fija Serie F: Bonos denominados en Pesos y con tasa variable IBR
<b>VALOR MÍNIMO DE INVERSIÓN:</b>	Un 1 Bono
<b>PLAZO DE VENCIMIENTO:</b>	Entre uno (1) y veinticinco (25) años a partir de la Fecha de Emisión
<b>ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN:</b>	Deceval S.A.
<b>AMORTIZACIÓN DE CAPITAL</b>	El capital representado en los Bonos Ordinarios será amortizado de manera única al vencimiento de los mismos.
<b>TASA MAXIMA DE INTERESES</b>	Los Bonos Serie A ofrecerán un rendimiento variable ligado a la DTF. Los Bonos Serie B ofrecerán un rendimiento variable ligado a la inflación. Los Bonos Serie C ofrecerán un rendimiento fijo en UVR Los Bonos Serie D ofrecerán un rendimiento fijo en Dólares. Los Bonos Serie E serán denominados en Pesos y ofrecerán un rendimiento fijo. Los Bonos Serie F ofrecerán un rendimiento variable ligado al IBR.
<b>REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES DE BONOS</b>	Helm Fiduciaria S.A.
<b>CALIFICACIÓN:</b>	Fitch Ratings ha afirmado en AAA(col) al Programa de Bonos Ordinarios por \$950.000 millones. La Perspectiva es Estable.

## ENTIDAD EMISORA

CODENSA S.A. ESP, es una compañía colombiana, dedicada a la distribución y comercialización de energía eléctrica. Fue creada en 1997 como resultado del proceso de capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá.

Llega a 103 municipios de Cundinamarca y cubre el 100% de la capital del país. Adicionalmente, genera cerca de 1000 empleos directos y más de 5000 empleos indirectos.

Codensa, pertenecen al GRUPO ENDESA, el cual cuenta con una capacidad instalada 39.642 megavatios y llega a más de con 24 millones de clientes. Desde el 2009, el GRUPO ENDESA forma parte del Grupo ENEL, primera compañía eléctrica italiana y la segunda utility de Europa por capacidad instalada. El Grupo ENEL tiene presencia en 40 países a nivel mundial, llega a más de 61 millones de clientes y cuenta con una capacidad instalada neta de 97.00 Megavatios.

CODENSA, dentro de sus indicadores de gestión se desatacan:

- Más de 120 Subestaciones que le permiten operar de manera sólida y confiable.
- 2.5 millones de clientes, convirtiéndola en la empresa número 1 del país en atención a clientes.
- Cuenta con más de 41.000 Kilómetros de redes de Media y Baja Tensión, extendidas a lo largo de Bogotá y la zona rural de Cundinamarca.
- Tiene una participación en el mercado del país superior al 22%.

CODENSA, impulsa y apoya la movilidad eléctrica en el país, a través del suministro de energía limpia e inteligente para bicicletas, motos, buses, vehículos de carga y sistemas de transporte público que entrarán al mercado para contribuir con la conservación del medio ambiente.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>Tomado de la Pagina Web del Emisor.

## DATOS RELEVANTES

**CALIFICACIÓN:** El día 28 de julio de 2015, Fitch Ratings afirmó la calificación nacional de largo plazo de Codensa S.A. E.S.P en 'AAA(col)' y asignó la calificación nacional de corto plazo en 'F1+(col)'; la perspectiva es estable.

**Adicionalmente, Fitch afirmó al Programa de Bonos Ordinarios por COP 950.000 millones la calificación 'AAA(col)'.**

## FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

**Riesgo de Negocio Bajo:** La naturaleza regulada de los ingresos de Codensa se refleja en una alta predictibilidad de su generación de flujo de caja. La mayor fuente de ingresos de la empresa deriva de su operación en el mercado regulado de energía eléctrica, el cual se comporta como un monopolio natural, con tarifas establecidas y con baja exposición a riesgo de demanda. Codensa es la mayor distribuidora y comercializadora de energía eléctrica de Colombia.

Durante 2014, la empresa atendió cerca del 23% de la demanda nacional de energía y registró 2,77 millones de clientes al cierre del año.

Fitch espera que Codensa continúe registrando un crecimiento moderado de sus ingresos, consistente con la madurez que ha alcanzado en su área de influencia y con la alta concentración de clientes residenciales, que tienden a mantener un consumo relativamente estable en el tiempo.

**Métricas Crediticias Sólidas:** Codensa presenta niveles conservadores de apalancamiento y amplia cobertura de intereses, beneficiados por la sólida capacidad de generación de flujo de caja operativo. Durante 2014, Codensa registró EBITDA por COP 1,13 billones, representando un margen de 32,9%, lo que compara favorablemente dentro de los pares de la industria. Por su parte, la deuda financiera cerró en COP 1,18 billones, lo que resulta en un nivel de apalancamiento de 1,1x. Durante los últimos cinco años, el apalancamiento de Codensa se ha mantenido estable en un

rango entre 1,0x y 1,2x, evidenciando el sólido perfil crediticio de la empresa.

Las calificaciones de Codensa incorporan la expectativa que la empresa mantendrá un sólido perfil crediticio. Fitch espera que el apalancamiento de Codensa incremente ligeramente en el mediano plazo, por el exigente plan de inversiones previsto por la empresa dirigido, en mayor medida, a fortalecer su red y calidad de servicio. Así, a mediano plazo, el apalancamiento de Condensa debería situarse en un rango entre 1x y 1,5x, indicador sólido dentro de su categoría de calificación.

**Amplia Liquidez:** Codensa registra sólidos indicadores de liquidez, derivados del mantenimiento de altos niveles de efectivo, robusta generación de flujo de caja operativo y bajos niveles de apalancamiento. Al cierre de 2014, la empresa registraba COP 591.521 millones en efectivo, mientras que la deuda a corto plazo se ubicaba en COP 7.132 millones. Durante los años 2016 y 2018 las amortizaciones anuales se encuentran en un rango entre COP 145.000 y 391.500 millones, inferior al

flujo de caja operativo proyectado para Codensa.

**Importancia Estratégica para Accionistas:** Enel S.p.A, a través de sus filiales Enersis S.A. y Chilectra, participa con el 48,5% de la propiedad accionaria de Codensa y mantiene el control de la compañía con el 57,1% de las acciones con derecho a voto. En opinión de Fitch, la relación de Enel con Codensa es positiva dada la continua transferencia de conocimiento, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la empresa. Codensa es un activo importante para el grupo Enel, representando el 28% del EBITDA de los activos de distribución de la empresa en Latinoamérica.

La Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. (EEB), a pesar de no tener el control de Codensa, participa con el 51,5% de los derechos económicos y el 42,8% de los derechos de voto. EEB también posee participación mayoritaria no dominante en la empresa de generación de electricidad Emgesa S.A., así como posición controlante en la mayor empresa de transporte por ductos

de gas natural de Colombia, Transportadora de Gas Internacional.

**Exposición a Riesgo Regulatorio:** Las calificaciones consideran la revisión de la metodología de remuneración de los cargos de distribución y comercialización de energía eléctrica, que debería ser expedida en el corto plazo. Fitch estima que el riesgo regulatorio al que está expuesto Codensa es moderado, debido a que históricamente las autoridades regulatorias en Colombia han establecido un marco tarifario justo y balanceado para las compañías y los consumidores. Adicionalmente, la fortaleza financiera y operativa de Codensa le brinda capacidad para absorber ciertos escenarios regulatorios adversos.

Fitch evaluará el impacto de eventuales cambios en el marco regulatorio en la generación de flujo de caja de la empresa una vez éstos sean expedidos.

### SUPUESTOS CLAVES

Los supuestos claves de Fitch para la calificación del emisor incluyen:

- ✚ Codensa continúa mostrando incrementos moderados en sus ingresos, derivados de crecimientos en la demanda por el orden del 1,5% al 3%.
- ✚ Los márgenes de Codensa permanecen en niveles similares a los históricos, dado que la mayor eficiencia en las operaciones compensa en cierta medida el impacto de un nuevo marco tarifario, el cual reduciría los cargos a la comercialización y distribución.
- ✚ Codensa ejecuta un ambicioso plan de inversiones y mantiene su agresiva política de dividendos a mediano plazo.
- ✚ El apalancamiento de Codensa se mantiene en un rango entre 1x y 1,5x en el mediano plazo.

### SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Fitch considera poco probable que la calificación asignada sea reducida en el mediano plazo, debido al fuerte perfil

crediticio de Codensa. Sin embargo, una acción negativa sobre las calificaciones podría presentarse con la ocurrencia de uno o varios de los siguientes eventos:

- ✚ Un cambio significativo en la estructura de capital de la empresa que la lleve a presentar un relación de Deuda Financiera a EBITDA entre las 3,0x y 3,5x de manera sostenida.
- ✚ Una eventual incursión en negocios diferentes a su negocio principal que genere un cambio significativo en su perfil crediticio.
- ✚ Cambios regulatorios que afecten de forma importante la generación de caja de la compañía.<sup>2</sup>

## ENTORNO ECONOMICO

### Economía Internacional

**Estados Unidos** mejoró la revisión de su PIB para el 1T15, pasando desde un -0,7% de la observación anterior a alinearse con el consenso del mercado en -0,2%. Este dato confirma el hecho de que los aún bajos precios del petróleo continúan afectando negativamente la inversión en el sector de hidrocarburos, así como la fortaleza del dólar restringe la capacidad de este país de exportar su mercancía competitivamente. El resultado estuvo jalonado por mayores gastos en consumo personal y en vivienda. Por su parte, la revisión del consumo doméstico sorprendió al alza favorablemente, ubicándose en 2,1% t/t, desde el anterior 1,8% t/t y superando las expectativas de 1,9% t/t.

**La tasa de desempleo** disminuyó, pasando del 5,5% observado en mayo a 5,3% para junio. La creación de nuevos empleos de mayo se ubicó en 223 mil, equivalente a una caída de 57 mil con respecto al dato revisado a la baja de

---

<sup>2</sup> Tomado del Informe de la calificadora de fecha 28 de julio de 2015.

abril, donde se crearon 280 mil nuevos empleos. Cabe resaltar que la revisión del dato de mayo mostró una caída en la creación de empleo desde 280 mil hasta 254 mil.

### En el comunicado de la última reunión de la Reserva Federal –FED- de junio,

la Junta mantuvo su mandato de buscar un máximo empleo y una inflación estable. El Comité afirmó que para determinar cuánto tiempo más se deben mantener las tasas en sus mínimos se guiarán por el progreso alcanzado, con miras de lograr sus objetivos de máximo empleo y una inflación de 2%. También esperan que la inflación se mantenga cercana a sus niveles mínimos en el corto plazo, pero que comience a subir hacia su meta de 2% en el mediano plazo, mientras el mercado laboral continúe mejorando y el ruido generado por la caída en los precios del petróleo y en las importaciones desaparezca.

También afirmaron que una vez decidan comenzar a remover su estímulo monetario, necesitarán un acercamiento balanceado y consistente con sus metas

de largo plazo. Actualmente, consideran que, aún después de que el empleo y la inflación estén cerca de sus niveles deseados, las condiciones económicas podrían, durante algún tiempo, requerir que la tasa de interés se mantenga debajo de los niveles considerados como normales.

**Los precios del petróleo** tuvieron una leve caída durante junio, ubicándose en promedio en USD \$63,75/barril. Este dato es inferior en USD \$1,86/barril frente al de mayo de USD \$65,61/barril. Además, el precio de este commodity continúa por debajo del precio promedio observado de todo 2014, USD \$99,45/barril.

**La Unión Europea** tuvo su atención concentrada durante junio en el desarrollo de las conversaciones entre Grecia y el Eurogrupo, dadas las amenazas de un impago del país heleno al FMI y sus otros acreedores. La situación se ha convertido en un duelo de posturas políticas encontradas, donde el primer ministro griego Tsipras no quiere ceder ante los pedidos realizados por la Troika, con miras a que Grecia

pueda obtener ayuda para cumplir con sus obligaciones. Es importante resaltar que Grecia ya entró en moratoria con el pago de EUR1.500 millones que debía realizarle al FMI a finales de junio. Por otro lado, el programa de expansión cuantitativa desarrollado por el BCE alcanzó un total de compras de EUR 58.069mn en junio, mientras que en mayo habían totalizado EUR 63.100mn. De esta manera, se siguen viendo los resultados exitosos en el desarrollo de dicho programa, mientras la fuente de volatilidad se concentra en Grecia.

### **Economía Local**

**La tasa de desempleo** total nacional en el trimestre móvil marzo – mayo fue de 9,1%, inferior a la observada un año atrás (9,2%). El total de personas ocupadas alcanzó los 21,9 millones, lo que equivale a 484 mil personas ocupadas más frente al año anterior. Los empleados particulares aumentaron anualmente en 4,6%, mientras que los empleados por cuenta propia crecieron un 2,3%. El desempleo continúa descendiendo, mostrando dinamismo en

el mercado laboral y soportando el consumo doméstico.

**La inflación de junio** presentó una variación mensual de 0,10%, 0,01% por encima de la observada en junio de 2014 (0,09%). La inflación 12 meses se situó en 4,42%, superior a la del año anterior (2,79%) y por encima de la cota superior del rango meta de 4,0% establecido por el Banco de la República.

**La inflación sin alimentos** o básica se mantuvo en 3,72% en su medida anual. Por su parte, la de transables aumentó 10 puntos básicos, desde 3,74% a 4,17%. A su vez, la inflación de no transables aumentó desde 3,83% a 3,98%.

**La tasa de cambio** siguió subiendo durante junio, cerrando sobre USDCOP \$ 2.585,11, equivalente a una subida de COP \$ 51,32 frente al cierre de mayo (USDCOP \$ 2.533,79). Este movimiento representa una depreciación mensual de 2,03% del peso frente al dólar, equivalente a un movimiento año corrido de 8,05%.



El Banco de la República mantuvo nuevamente **la tasa de interés de política monetaria** estable en 4,50% en su reunión de junio. El Emisor tuvo en cuenta el proceso de ajuste que experimenta la economía colombiana y que espera continúe, dada la moderación del crecimiento del gasto interno, los efectos de la depreciación real del peso y la caída de ciertos precios internacionales. En adición a lo anterior, la Junta está a la expectativa de que, a futuro, la inversión se modere, a pesar del comportamiento aún dinámico de las obras civiles. Además, esperan que la devaluación del peso traiga consigo efectos positivos sobre los sectores exportadores y que compiten con las importaciones. A su vez, la Junta afirma que La desaceleración de la inflación se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. La Junta reafirmó su compromiso de mantener la inflación y sus expectativas ancladas en la meta.

**Otras tasas de interés de referencia** tuvieron una tendencia más bajista durante junio: la DTF a 90 días retrocedió 12 puntos básicos para cerrar

el mes en 4,28% E.A. La IBR terminó junio sobre 4,36%, subiendo levemente desde el 4,35% observado en mayo.

**La curva de rendimientos de los TES tasa fija** continuó mostrando desvalorizaciones generalizadas en sus títulos durante junio, con un aumento intermensual de 45 puntos básicos en su empinamiento. Solo las referencias de la parte corta presentaron valorizaciones durante junio, con los oct/15 cayendo 5 puntos básicos y los jun/16 retrocediendo 12 puntos básicos. Por su parte, el título con vencimiento en 2024 cerró el mes en 7,22%, aumentando 33 puntos básicos en su rendimiento durante junio.

**El índice COLCAP** fue el segundo índice latinoamericano que más subió, ganando 1,89% m/m y cerrando el mes en 1.331,35 unidades. El índice estuvo jalonado principalmente por Preferencial Davivienda (6,45% m/m), Preferencial Bancolombia (7,72% m/m), Preferencial Grupo Sura (9,77% m/m) y Grupo Argos (4,55% m/m). En contraste, la acción que presentó la mayor caída fue Pacific Rubiales, retrocediendo -19,82% m/m y -34,90% a/c. Este comportamiento

observado en Pacific Rubiales está explicado por la incertidumbre existente con respecto a que la empresa pueda ser adquirida en su totalidad por inversionistas extranjeros.

El comportamiento del COLCAP durante junio se vio influenciado por el entorno internacional, dado el comportamiento alcista de la tasa de cambio y de los bonos del tesoro de Estados Unidos, en conjunto con la incertidumbre anteriormente comentada en el frente europeo y en contraste con un precio del petróleo volátil y con sesgo a la baja, que afecta a su vez el desempeño de los sectores de hidrocarburos y minería.

## SITUACIÓN FINANCIERA

**ACTIVO:** Al finalizar el primer semestre de 2015 el total de activos de Codensa S.A. E.S.P. asciende a \$4.230.973 Millones de Pesos.

**PASIVO:** Al finalizar el primer semestre de 2015 el total de pasivos de Codensa S.A. E.S.P. asciende a \$2.196.114 Millones de Pesos.

**PATRIMONIO:** Al finalizar el primer semestre de 2015 el total del patrimonio de Codensa S.A. E.S.P. asciende a \$2.034.860 Millones de Pesos.

**UTILIDAD:** Al finalizar el primer semestre de 2015 el total de la utilidad de Codensa S.A. E.S.P. asciende a \$234.577 Millones de Pesos.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Tomado del Reporte Financiero del Emisor 1S-2015.

## CONCLUSIONES

Helm Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de Tenedor de Bonos Ordinarios emitidos por Codensa S.A. E.S.P., considera que las cifras presentadas a corte junio de 2015 y la evolución de sus resultados semestrales, demuestran la solidez y respaldo necesario por parte del Emisor para continuar con el desarrollo y ejecución de su objeto social.

En la actualidad no prevemos ningún factor que comprometa de manera significativa ó relevante la solvencia del Emisor para cumplir con las obligaciones adquiridas de cara a la emisión de Bonos Ordinarios.

## FUENTES

- Superintendencia Financiera de Colombia.
- Codensa S.A. E.S.P.
- Fitch Ratings

**NOTA:** Para efectos de una mayor información sobre el objeto del presente informe consultar las siguientes direcciones en internet:

- <http://www.superfinanciera.gov.co/>
- <http://www.fitchratings.com.co/>
- <http://corporativo.codensa.com.co/>