

---

**Fitch Afirma en AAA(col) Las Calificaciones de Emgesa S.A .E.S.P**

Martes, 13 de Mayo de 2014, 2:00 PM

---

Fitch Ratings – Bogotá – 12 de Mayo de 2014: Fitch afirmó en AAA(col) la Calificación Nacional de Largo Plazo de Emgesa S.A. ESP. Asimismo, afirmó en AAA(col) las calificaciones de la Tercera Emisión de Bonos por COP \$250.000 millones y del Programa de Bonos por COP \$2,75 billones de Emgesa S.A. ESP. La Perspectiva es Estable.

El programa de COP \$2,75 billones cubre las siguientes emisiones vigentes:

Primer Tramo del Programa de Emisión de Bonos COP \$170.000 millones  
Segundo Tramo del Programa de Emisión de Bonos COP \$265.000 millones  
Tercer Tramo del Programa de Emisión de Bonos por COP \$400.000 millones  
Cuarto Tramo del Programa de Emisión de Bonos por COP \$500.000 millones  
Quinto Tramo del Programa de Emisión de Bonos por COP \$565.000 millones

**FACTORES CLAVE DE CALIFICACION**

Las calificaciones reflejan el sólido desempeño financiero de la compañía, sólida generación de flujo de efectivo y la expectativa de un apalancamiento financiero moderado durante la construcción del proyecto Quimbo. También se incorporó la mejora en la generación de flujo de caja operativo luego de la entrada en operación del proyecto en 2015, la diversificación de sus activos de generación, la estrategia de crecimiento y la sólida posición competitiva.

**Sólida Posición Competitiva.**

Las calificaciones de Emgesa están soportadas en la fuerte posición de negocio en Colombia, catalogada como una de las empresas de generación más grandes del país con base en la capacidad instalada y generación eléctrica. Al 31 de marzo, 2014, la compañía contaba con el 19,1% de la capacidad total de generación instalada en Colombia, y representaron el 20,3% de la generación total de energía del sistema. La calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas donde opera y la diversificación en su mix de generación, soportado en una generación hídrica de bajo costo marginal de energía (85.1% hidro-14,9% térmico), hacen que la compañía esté menos expuesta a riesgos de variación hidrológica.

**Fuertes Resultados Operativos**

La estrategia comercial de Emgesa ha contribuido a fortalecer su posición competitiva y ha permitido la estabilidad y previsibilidad y bajo riesgo en los ingresos. La estrategia comercial de Emgesa ha tenido como objetivo realizar cerca del 70% de las ventas de energía a través de contratos por periodos de uno a tres años. Durante 2013, la compañía vendió el 72% de sus ventas de energía en contratos a medio plazo. Aunque la generación de energía es una actividad más vulnerable a los cambios en la hidrología y en los precios de tanto la energía como de los combustibles, la administración de Emgesa ha demostrado una gestión conservadora y profesional, que ha redundado en flujos de caja razonablemente estables en el tiempo. Los márgenes de EBITDA han sido fuertes durante los últimos cinco años, variando entre 58,8% y 62,7%, periodo en el cual el país ha experimentado condiciones hidrológicas severas.

**Apalancamiento Financiero Moderado**

Emgesa se encuentra en medio de la construcción del proyecto hidroeléctrico del Quimbo (400 Megavatios). Debido al alto gasto de capital previsto en la partidas sociales y ambientales, el presupuesto de construcción se ajustó al alza en aproximadamente 30%, aumentando a USD1.093 millones de USD 837 millones originales. Las necesidades adicionales de inversión se financiarán con deuda financiera adicional. El apalancamiento máximo esperado se incrementará a 3,0x de 2,5x previsto inicialmente, métricas aún en niveles cómodos para su categoría de calificación.

Para los últimos 12 meses (LTM) terminados 31 de marzo de 2014, la compañía reportó una métrica de apalancamiento de 2,1 veces. Se espera que Quimbo comience su operación comercial in 2015. La financiación del proyecto se está realizando con un mix de deuda y flujo de caja operativo. Con la entrada en operación comercial de Quimbo, se espera que el apalancamiento disminuya a 2,0 veces en 2016.

**Robusta Posición de Liquidez**

Emgesa tiene una cómoda posición de liquidez. A marzo de 2014, Emgesa registró un stock de caja y valores líquidos de COP\$570.712 millones, cupos de financiación disponibles por COP\$1,5 billones y un flujo de caja operativo (FCO) de \$1,84 millones, que le permiten cubrir sin inconveniente los \$383.556 millones de vencimientos de deuda corrientes e intereses asociados a la deuda.

A marzo de 2014, Emgesa cuenta con una deuda financiera de largo plazo de COP 3,2 bill, la cual se encuentra compuesta principalmente por bonos locales, con un perfil de vencimientos extendido en entre 2014 – 2027. La cobertura de interés, medida como la relación EBITDA a gastos de interés de flujo de caja, ha sido fuerte manteniendo una métrica de 6.3x.

Aunque el acuerdo marco de accionistas de la compañía establece un reparto mínimo de 50% de sus utilidades, su conservadora política de endeudamiento y la fuerte generación de caja ha permitido que históricamente Emgesa pague dividendos por el 100% de sus utilidades distribuibles, razón que si bien es considerada elevada, continúa siendo manejable para la compañía.

#### **Terminación de Quimbo Incrementará el Flujo de Caja**

La capacidad de generación de flujos de efectivo de Emgesa crecerá con la entrada en operación de Quimbo. La capacidad instalada de la compañía se incrementará hasta 3.442 MW y esto deberá dar a una generación de EBITDA de COP\$1,7 a COP\$1,9 billones anuales y márgenes de alrededor 65%. La generación de EBITDA a marzo último doce meses, fue de COP\$1,48 billones para una margen de EBITDA de 62,7%.

#### **Compromiso del Grupo Endesa e Importancia Estratégica de la Compañía para el Grupo**

Endesa S.A., a través de sus filiales Enersis S.A. y Endesa Chile, participa con el 48,48% de la propiedad accionaria de Emgesa y quien mantiene el control de la compañía con el 56,4% de las acciones con derecho a voto. En opinión de Fitch, la relación de Endesa con Emgesa es positiva dada la continua transferencia de conocimiento, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la empresa. Emgesa es un activo importante para el Grupo Endesa puesto que el 35% del EBITDA del negocio de generación de Endesa en Latinoamérica a diciembre de 2013 fue generado por la compañía y se espera que dicha participación sea mayor, una vez iniciadas las operaciones de Quimbo.

A pesar de no tener el control de Emgesa, Empresa de Energía de Bogotá SA ESP. también participa en la empresa, con el 51,51% de los derechos económicos y el 43,6% de los derechos de voto. EEB también posee participaciones mayoritarias no dominantes en las empresas de distribución de electricidad Codensa y la Empresa de Energía de Cundinamarca, y en la mayor empresa de transporte por ductos de gas natural de Colombia, Transportadora de Gas Internacional.

#### **SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACION**

Fitch considera poco probable una acción de calificación positiva en el corto plazo. Sin embargo, una mejora material en las métricas crediticias sostenibles en el tiempo y una política de dividendos más conservadora sería vista como algo positivo para el crédito.

Por otro lado, los principales factores que individual o colectivamente podría dar lugar a una acción de calificación negativa son: una fuerte disminución de los precios de la electricidad, junto con una baja generación y escasa demanda de electricidad; un aumento sostenido en el apalancamiento por encima de 4,0 x, como resultado de las inversiones en el proyecto Quimbo y / o un cambio en la estrategia de la empresa que se traduce en una más agresiva en términos de apalancamiento e inversiones de capital

#### **Contactos:**

Lucas Aristizabal  
Director  
+1-312-368-3260  
Fitch Ratings, Inc.  
70 W Madison Street  
Chicago, IL 60602

Analista Secundario  
Mario Irreño  
Director Asociado  
+ 57 1 326-9999 Ext.1002  
Calle 69A No. 9 -85, Bogotá, Colombia

Presidente del Comité  
Glaucia Calp  
Directora Senior  
+ 57 1 326-9999 Ext. 1110

**Relación con los medios:** María Consuelo Pérez, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1460, Email: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 12 de Mayo de 2014.

Acta Numero: 3545

Objeto del Comité: Revisión anual

Definición de la Calificación AAA (col) representan la máxima calificación asignada por Fitch Colombia S.A. en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otras emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

Información adicional disponible en '[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)' y '[www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co)'

Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:

-- 'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras' (29 de Agosto de 2013);

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Dentro del análisis realizado para la asignación de la presente calificación, Fitch Ratings considero los aspectos a que alude el artículo 4 del Decreto 610 de 2002, de conformidad con el artículo 6 del mismo Decreto.

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings 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. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)\*: Glauca Calp, Natalia O'Byrne y Andres Marquez. \*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados sólo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos,

# RAC

# FitchRatings

---

Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 10.000 y USD 1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes del mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.