

## Fitch Afirma la Calificación de Emgesa S.A. E.S.P. en 'AAA(col)'

---

**Fitch Ratings - Bogotá - (Junio 25, 2015):** Fitch Ratings afirmó en AAA(col) la Calificación Nacional de Largo Plazo de Emgesa S.A. ESP y asignó la calificación nacional de corto plazo F1+(col). Asimismo, afirmó en AAA(col) la calificación del Programa de Bonos por COP 3,715 billones de Emgesa.

Esta acción de calificación considera la decisión aprobada por la Junta Directiva de Emgesa, el pasado 26 de Mayo, de aumentar el cupo global del programa de emisión y colocación de bonos de Emgesa en COP 650.000 millones hasta un cupo total de COP 3,71 billones, además de renovar el plazo de vigencia de la autorización de la oferta pública. Dichas acciones están sujetas a aprobación por parte de la Superintendencia Financiera. Fitch considera que la ampliación del cupo de esta emisión tiene un efecto neutral en el perfil crediticio de Emgesa.

Las calificaciones de Emgesa reflejan su sólido perfil de negocio, soportado en la diversificación de sus activos de generación y fuerte posición competitiva. La compañía mantiene una sólida generación de flujo de caja operativo, lo cual fundamenta la expectativa de Fitch que mantendrá un apalancamiento moderado en medio de su fuerte programa de inversiones de capital. Las calificaciones también incorporan el efecto positivo en la generación de caja una vez el proyecto El Quimbo entre en operaciones durante 2015, así como también la importancia estratégica de Emgesa para sus accionistas.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

#### Sólido Perfil de Negocio

Emgesa es uno de los generadores de electricidad más importantes de Colombia tanto por capacidad instalada como por energía generada. Al cierre de 2014, la empresa controlaba el 19,1% de la capacidad de generación del país y representó el 21,2% de la energía generada. La calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas donde opera, el bajo costo marginal de la generación hídrica y la diversificación de su matriz de generación (85,5% hidro-14,5% térmica), hacen que la compañía este menos expuesta a riesgos de variación hidrológica.

#### Resultados Operativos Robustos

La estrategia comercial de Emgesa ha contribuido a fortalecer su posición competitiva y ha permitido una alta predictibilidad de sus ingresos, acompañado de márgenes EBITDA altos y estables. 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. Los ingresos provenientes de los cargos por confiabilidad también contribuyen con la estabilidad de la generación de flujo de caja de la empresa.

Aunque la generación de energía es una actividad vulnerable a los cambios en la hidrología y a los precios de la energía y de los combustibles, la administración de Emgesa ha demostrado una gestión conservadora y profesional, que le ha permitido mantener los márgenes en un rango entre 59 y 66% en los últimos cinco años. Durante 2014, la empresa se benefició de unas condiciones de hidrología favorables en las áreas donde están localizados sus activos de generación, conjuntamente con una coyuntura de precios históricamente altos, con lo cual logró registrar un incremento de 9% en ingresos y cerrar con margen EBITDA de 65,6%. Las calificaciones incorporan la expectativa que la empresa mantendrá su márgenes alrededor de 60% en los próximos años.

#### Apalancamiento Continúa Moderado

Fitch espera que Emgesa mantenga un apalancamiento en niveles consistentes con sus calificaciones, incluso considerando la mayor presión en el flujo de caja libre que se espera durante 2015. La empresa anunció durante el mes de Abril que había incrementado el presupuesto para completar El Quimbo, su proyecto hidroeléctrico de 400Mw, debido a mayores costos socio-ambientales, obras civiles e ingeniería. El nuevo presupuesto para El Quimbo alcanza USD 1.231 millones, incluyendo contingencias, un incremento de 12,6% comparado con su última actualización, el cual deberá ser financiado en mayor medida con deuda financiera. Emgesa espera comenzar a operar este nuevo activo de generación durante el segundo semestre de 2015.

Al cierre de diciembre 2014, Emgesa registró deuda financiera por COP 3,74 billones, lo que representa un apalancamiento moderado de 2,2x. Fitch estima que el apalancamiento de Emgesa,

incluyendo las inversiones adicionales en El Quimbo se ubicarán alrededor de 3x al cierre de 2015. Posteriormente, con el inicio de las operaciones del proyecto, se espera que el apalancamiento se reduzca hasta un rango entre 2,5x y 3x desde 2016.

#### Posición de Liquidez Robusta

Emgesa mantiene una sólida posición de liquidez, soportada en una robusta generación operativa, altos niveles de efectivo y un perfil de vencimiento de deuda manejable. Al cierre de 2014, la empresa cerró con un saldo de efectivo de COP 960.988 millones y generación de flujo de caja libre positivo, mientras que la deuda de corto plazo se ubicó en COP 356.451 millones. Excluyendo la deuda de corto plazo, el próximo pago de deuda de cuantía importante es en 2017 por COP 211.000 millones.

Fitch considera el riesgo de refinanciamiento de Emgesa como bajo, dado los moderados niveles de apalancamiento y el adecuado perfil de vencimiento de la deuda financiera, todo lo cual compensa las mayores presiones previstas en la generación de flujo de caja libre durante 2015. Adicionalmente, la empresa mantiene líneas de crédito disponibles por COP 1,7 billones y un acceso probado al mercado de capitales local e internacional, lo que refuerza sus fuentes de liquidez. La deuda financiera de COP 3,39 billones está compuesta principalmente por emisiones de bonos locales con vencimiento entre 2015 y 2030. El balance de la compañía no está expuesto a la volatilidad del tipo de cambio, dado que la totalidad de la deuda financiera está denominada en moneda local.

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, continua siendo manejable para la compañía.

#### Importancia Estratégica para Accionistas

Enel S.p.A, a través de sus filiales Enersis S.A. y Endesa Chile, participa con el 48,5% 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 Enel 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 Enel, representando el 38% del EBITDA de los activos de generación de la empresa en Latinoamérica.

La Empresa de Energía de Bogotá SA ESP. (EEB), a pesar de no tener el control de Emgesa, participa con el 51,5% de los derechos económicos y el 43,6% de los derechos de voto. EEB también posee participación mayoritaria no dominante en la empresa de distribución de electricidad Codensa, así como posición controlante en la mayor empresa de transporte por ductos de gas natural de Colombia, Transportadora de Gas Internacional.

#### SUPUESTOS CLAVES:

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

- Los ingresos 2015 incorporan el inicio de las operaciones de El Quimbo en el segundo semestre 2015. A mediano plazo, consideran una reducción de precios por los incrementos planteados en la capacidad instalada del sector y cierta presión en el crecimiento de la demanda.
- La mezcla de ventas de Emgesa se mantiene en 70% de ventas en contrato y el resto en el mercado de bolsa.
- El margen EBITDA se mantiene en torno a 60%.
- Las inversiones de capital consideran los costos adicionales del proyecto El Quimbo.

#### SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Entre los desarrollos futuros que pudiesen, individual o colectivamente, llevar a una acción negativa de calificación se incluyen:

- Un aumento sostenido en el apalancamiento por encima de 3,5x, como resultado de las inversiones en el proyecto El Quimbo.
- Estrategia de crecimiento más agresiva que implique incrementos importantes de inversiones de capital y apalancamiento.

## Contactos Fitch Ratings:

Analista Principal  
Lucas Aristizábal  
Director Senior  
+1-312-368 3260  
Fitch Ratings, Inc.  
70 West Madison St.  
Chicago, IL 60602

Analista Secundario  
Jorge Yanes  
Director  
+571 326 9999. Ext.1170

Presidente del Comité  
Natalia O'Byrne  
Director  
+571 326 9999. Ext.1100

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: 25 de Junio de 2015.  
Acta Número: 4036

Objeto del Comité: Revisión Extraordinaria

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

La calificación de corto plazo F1+(col) significa alta calidad crediticia. Indica la más sólida capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas. Bajo la escala de calificaciones domésticas de Fitch Colombia, esta categoría se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de todo otro riesgo en el país, y normalmente se asigna a los compromisos financieros emitidos o garantizados por el gobierno. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

Información adicional disponible en 'www.fitchratings.com' y 'www.fitchratings.com.co' y 'www.fitchratings.com'

Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:

- 'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras' (19 de Diciembre, 2014);
- 'Metodología Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria' (19 de Diciembre, 2014)

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)\*: Natalia O'Byrne, José Luis Rivas, Sergio Peña. 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).

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.

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

Derechos de autor © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones 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 debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, 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. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.