

## Fitch Afirma en 'AAA(col)' las Calificaciones de Emgesa

---

**Fitch Ratings - Bogotá - (Mayo 4, 2016):** Fitch Ratings afirmó en 'AAA(col)' y 'F1+(col)' las Calificaciones Nacionales de Largo Plazo y Corto Plazo de Emgesa S.A. ESP, respectivamente. Asimismo, afirmó en 'AAA(col)' las calificaciones del Programa de Bonos por COP3,715 billones de Emgesa. La Perspectiva es Estable.

Las calificaciones de Emgesa reflejan su perfil de negocio sólido, respaldado en la diversificación de sus activos de generación, posición competitiva fuerte y política comercial conservadora. La compañía mantiene una generación sólida de flujo de caja operativo. Esta fundamenta la expectativa de Fitch que mantendrá un apalancamiento moderado en el mediano plazo. Las calificaciones también incorporan la posición de liquidez adecuada de la empresa, así como la importancia estratégica de Emgesa para el grupo Enel.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

#### Perfil de Negocio Sólido:

Las calificaciones de Emgesa están respaldadas por la posición de negocio como el segundo generador de electricidad más importante de Colombia. Al cierre de 2015, la compañía registró 3.459MW de capacidad instalada, luego de incorporar 400MW de la planta hidroeléctrica El Quimbo. Durante el año la empresa registró 13,741 Gwh de energía generada lo que representó 20,6% de la generación del país.

La calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas donde opera, el costo marginal bajo de la generación hídrica y la diversificación de su matriz de generación (87% hidro-13% térmica), hacen que la compañía esté 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 predictibilidad alta de sus ingresos. La empresa presenta una generación de flujo de caja estable, aun cuando opera en el negocio de generación eléctrica que es competitivo y vulnerable a cambios en la hidrología y a los precios de la energía y combustible. La estrategia comercial de Emgesa ha consistido en realizar cerca de 70% de las ventas de energía a través de contratos, por períodos de 1 a 3 años.

Durante 2015, el margen EBITDA de Emgesa estuvo presionado por la ocurrencia del Fenómeno El Niño, que tuvo como consecuencia una reducción en el volumen de lluvias en Colombia, aunado al registro por parte de Emgesa del pago del impuesto a la riqueza como gasto operativo. La situación hidrológica condujo a la empresa a incrementar su generación termoeléctrica, así como a aumentar las compras de energía en el mercado de bolsa. Por lo anterior en 2015 el margen EBITDA de la empresa se ubicó en 52,8%, su menor nivel en los últimos 5 años. Las calificaciones incorporan la expectativa de que la empresa mantendrá una generación sólida de flujo de caja operativo y que recuperará sus márgenes hacia alrededor de 60%.

La agencia no descarta que se produzcan algunos cambios estructurales en el marco regulatorio aplicable al segmento de generación de energía en el mediano plazo, dado que el Fenómeno El Niño reveló algunas debilidades de la regulación actual. La calificadora evaluará los cambios eventuales en la regulación vigente y las implicaciones sobre la generación de flujo de caja estimado para Emgesa.

#### Apalancamiento Moderado:

Fitch espera que Emgesa mantenga un apalancamiento moderado apoyado en su generación de flujo de caja operativo fuerte y en la reducción de las necesidades de inversiones de capital, lo cual debe reflejarse en una generación de flujo de caja libre de neutral a positiva en el mediano plazo. Luego de incorporar la operación de la planta El Quimbo en diciembre de 2015, la empresa fortaleció su capacidad de generación de flujo de caja. Se espera que ese activo contribuya con la generación de 2.200 Gwh anuales en promedio desde 2016.

Al cierre de 2015, el apalancamiento de Emgesa cerró por debajo de las expectativas de Fitch. Se benefició por el incremento de la generación energía y el aumento significativo de los precios en el mercado de bolsa. Emgesa registró deuda financiera por COP4,1 billones que incluyen intereses de

corto plazo lo que representa un apalancamiento moderado de 2,4 veces (x). Fitch proyecta un incremento ligero del apalancamiento de Emgesa durante 2016, dadas las inversiones proyectadas por la empresa en el mantenimiento de sus activos existentes. En ausencia de la ejecución de proyectos de gran cuantía en el mediano plazo, el apalancamiento de Emgesa debe tender hacia un rango de 2x a 2,5x en el mediano plazo.

### **Posición de Liquidez Robusta:**

Emgesa mantiene una posición de liquidez sólida, sustentada en una generación operativa robusta, apalancamiento moderado y un perfil de vencimiento de deuda manejable. Al cierre de 2015, la empresa registró un saldo de efectivo de COP299 mil millones y COP1,1 billones de generación de flujo de caja operativo, mientras que la deuda de corto plazo se ubicó en COP486 mil millones. Las amortizaciones de deuda anuales de Emgesa en los próximos 5 años se ubican por debajo de COP403 mil millones. Esto se considera manejable para la compañía.

### **Importancia Estratégica para Accionistas:**

Enel S.p.A, [BBB+' Perspectiva Estable] a través de sus filiales Enersis Américas [BBB, Perspectiva Estable] y Endesa Américas, participa con 48,5% de la propiedad accionaria de Emgesa y mantiene el control de la compañía con 56,4% de las acciones con derecho a voto. En opinión de Fitch, la relación de Enel con Emgesa es positiva dada la transferencia continua de conocimiento, integración tecnológica y prácticas comerciales que aporta a la empresa. Emgesa es un activo importante para el grupo Enel ya que representa 28% del EBITDA de los activos de generación de la empresa en Latinoamérica.

La Empresa de Energía de Bogotá SA ESP. (EEB) [BBB Perspectiva Estable], a pesar de no tener el control de Emgesa, participa con 51,5% de los derechos económicos y 43,6% de los derechos de voto. EEB también posee participación mayoritaria no dominante en la empresa de distribución de electricidad Codensa.

### **SUPUESTOS CLAVE**

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

- reducción de precios de bolsa en 2016, derivado del fin del evento de baja hidrología, previsto para el segundo semestre del año.
- la planta hidroeléctrica El Quimbo continúa operando sin restricciones regulatorias de manera sostenida.
- la mezcla de ventas de Emgesa se mantiene en alrededor de 70% de ventas en contrato y el resto en el mercado de bolsa.
- el apalancamiento se sitúa en un rango entre 2x -3x en el mediano plazo.

### **SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES**

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

- una reducción significativa de los precios de la energía, acompañada de una caída de la demanda eléctrica;
- cambios regulatorios que presionen la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa;
- un aumento sostenido en el apalancamiento por encima de 3,5x;
- una suspensión regulatoria nueva en la operación de la planta El Quimbo, que presione significativamente la generación de flujo de caja operativo de la empresa.
- estrategia de crecimiento más agresiva que implique incrementos importantes de inversiones de capital, adquisiciones y apalancamiento.

### **Contactos Fitch Ratings:**

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

Jorge Yanes (Analista Secundario)  
Director  
+571 484 6770. Ext. 1170

Joseph Bormann, CFA (Presidente del Comité de Calificación)  
Managing Director  
+1 312 368 3349

Relación con los medios: Mónica Saavedra, Bogotá, Tel. + 57 1 484 6770 Ext. 1931,  
Email: monica.saavedra@fitchratings.com

Las calificaciones 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.

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

Fecha del Comité Técnico de Calificación: mayo 3, 2016.  
Acta Número: 4356  
Objeto del Comité: Revisión Periódica

**Definición de la Calificación:** La calificación 'AAA(col)' representa la máxima calificación asignada por Fitch 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.

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.

**Metodologías Aplicadas:**

- Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Diciembre 19, 2014).
- Metodología Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Diciembre 19, 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)\*: Joseph Bormann, Natalia O'Byrne, Julio Ugueto. 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 ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM.CO](http://WWW.FITCHRATINGS.COM.CO). 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 LÍDER 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 © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 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 lleva 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 afirmó 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 USD 1.000 a USD 750.000 (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 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 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.