

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

**PROGRAMA DE BONOS POR \$3.065 BILLONES EMGESA S.A. ESP**

**JUNIO DE 2015**

<b>CLASE DE TÍTULO:</b>	Bonos Ordinarios
<b>EMISOR:</b>	Emgesa S.A. E.S.P.
<b>MONTO DE LA EMISIÓN:</b>	\$3.065 billones de pesos
<b>VALOR NOMINAL:</b>	Los Bonos se emitirán en denominaciones de diez millones (\$10.000.000) de Pesos cada uno para cada Serie denominada en Pesos, cien mil (100.000) UVR cada uno para las denominadas en UVR y cinco mil (US\$5.000) Dólares cada uno para los denominados en Dólares.
<b>NÚMERO DE SERIES:</b>	El Programa consta de cinco (5) Series, así: Serie A: Bonos Ordinarios denominados en Pesos y con tasa variable DTF. Serie B: Bonos Ordinarios denominados en Pesos y con tasa variable IPC. Serie C: Bonos Ordinarios denominados en UVR y con tasa fija. Serie D: Bonos Ordinarios denominados en Dólares y con tasa fija. Serie E: Bonos Ordinarios denominados en Pesos y con tasa fija.
<b>VALOR MÍNIMO DE INVERSIÓN:</b>	Equivalente al valor de un (1) Bono.
<b>PLAZO DE VENCIMIENTO:</b>	Los Bonos se redimirán en plazos entre uno (1) y veinticinco (25) años a partir de la Fecha de Emisión de cada Tramo.
<b>ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN:</b>	Deceval S.A.
<b>AMORTIZACIÓN DE CAPITAL</b>	Única al vencimiento.
<b>TASA MAXIMA DE INTERESES</b>	Los Bonos Serie A y Serie B devengarán intereses a las Tasas de Referencia DTF e IPC respectivamente. Los Bonos Serie C devengarán intereses a una tasa fija en UVR y serán pagaderos en moneda legal colombiana. Los Bonos Serie D devengarán intereses a una tasa fija en Dólares, y serán pagaderos en moneda legal colombiana. Los Bonos Serie E devengarán intereses a una tasa fija.
<b>REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES DE BONOS</b>	Helm Fiduciaria S.A.

## ENTIDAD EMISORA

EMGESA es una compañía colombiana, dedicada a la generación de energía eléctrica y comercialización en el Mercado No Regulado. Fue creada en 1997 como resultado del proceso de capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá.

Genera cerca de 500 empleos directos y más de 3100 empleos indirectos. Pertenecen al GRUPO ENDESA, el cual cuenta con una capacidad instalada 39.642 megavatios y llega a más de con 24 millones de clientes.

El GRUPO ENDESA, a su vez, es controlado por la primera compañía eléctrica italiana ENEL, la cual tiene presencia en 40 países a nivel mundial, llega a más de 61 millones de clientes y cuenta con una capacidad instalada de 97.00 Megavatios.

EMGESA S.A. E.S.P. cuenta con diez centrales de generación hidráulica y dos térmicas, ubicadas en el departamento de Cundinamarca y Bolívar.

Durante su trayectoria en el país, la Compañía ha registrado importantes logros en la parte comercial, ambiental,

social y operacional dentro de los cuales se destacan:

- Posición de liderazgo en el Mercado No Regulado del país con una participación del 16%.
- EMGESA cuenta con una capacidad instalada de 2.915 MW y la cuota de generación por potencia instalada es del 20%.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Tomado de la página web del Emisor.

## DATOS RELEVANTES

**CALIFICACIÓN:** El día 7 de mayo de 2015, Fitch afirmó en AAA(col) la Calificación Nacional de Largo Plazo de Emgesa S.A. ESP. **Asimismo, afirmó en AAA(col) las calificaciones del Programa de Bonos por COP 3,065 billones de Emgesa. La Perspectiva es Estable.**

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 CALIFICACIÓN

**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, 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 sus 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.

## SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

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.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Tomado del Informe de la calificadora de fecha 7 de mayo de 2015.

## 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 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 Emgesa S.A. E.S.P. asciende a \$7.978.667 Millones de Pesos.

**PASIVO:** Al finalizar el primer semestre de 2015 el total de pasivos de Emgesa S.A. E.S.P. asciende a \$4.876.966 Millones de Pesos.

**PATRIMONIO:** Al finalizar el primer semestre de 2015 el total del patrimonio de Emgesa S.A. E.S.P. asciende a \$3.101.701 Millones de Pesos.

**UTILIDAD:** Al finalizar el primer semestre de 2015 el total de la utilidad de Emgesa S.A. E.S.P. asciende a \$428.930 Millones de Pesos.<sup>3</sup>

## CONCLUSIONES

Helm Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de Tenedor de Bonos Ordinados emitidos por Emgesa 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.

---

<sup>3</sup> Tomado del Reporte Financiero del Emisor 15-2015.

## FUENTES

- Superintendencia Financiera de Colombia.
- Emgesa 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://www.emgesa.com.co/es/conocenos/Paginas/nuestra-historia.aspx>