

BONOS ORDINARIOS EMGESA 2001 S.A. E.S.P.
Revisión Anual

BRC INVESTOR SERVICES S.A.	Bonos Ordinarios
EMGESA S. A. E.S.P.	AAA (Triple A)
Cifras con corte al 31/03/06 en Millones de Pesos Ingreso Operacional: \$253.652 – Ebitda: \$137.011 – Utilidad Neta: \$55.338 - Activos: \$5.819.381 Patrimonio: \$4.752.797- Roa: 0,95% - Roe: 1,16%	Historia de la calificación: Calificación Inicial: AAA (Triple A) Julio de 2001 Revisión Anual: AAA (Triple A) Abril de 2002 Revisión Anual: AAA (Triple A) Abril de 2003 Revisión Anual: AAA (Triple A) Abril de 2004 Revisión Anual: AAA (Triple A) Junio de 2005

La información contenida en este documento se basa en los informes auditados de Emgesa S. A. para los años 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005 y en el modelo de proyección financiera implementado por EMGESA.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	Bonos Ordinarios
Emisor:	EMGESA S.A. – E.S.P.
Monto Emitido	\$150.000 millones
Fecha de Emisión:	Julio de 2001
Saldo:	\$ 150.000 Millones
Interés:	Serie A: 1er. Tramo a 5 años - DTF+2,29% (TV) Serie B: 1er. Tramo a 5 años – IPC + 7,25 (AV)
Amortización:	Serie A: 1er. Tramo a 5 años – Julio de 2006 (\$15.000 Millones) Serie B: 1er. Tramo a 5 años – Julio de 2006 (\$135.000 Millones)
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.

1. Fundamentos de la Calificación

La Junta Directiva de BRC Investor Services S.A. mantiene la calificación de **AAA (Triple A)** en **Grado de Inversión** a la **Emisión de Bonos Ordinarios Emgesa S.A. – E.S.P. 2004**, en sesión llevada a cabo en junio de 2006. Dicha calificación corresponde a la categoría más alta dentro del grado de inversión e indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta.

Emgesa S.A. E.S.P. cuenta con una alta capacidad de generación de flujos de caja, producto de su fuerte posición competitiva en el sector eléctrico nacional y de los altos estándares técnicos y administrativos de su operación.

En cuanto a su posición competitiva, al cierre de 2005 Emgesa participaba con un 15,53% de la capacidad instalada del Sistema Interconectado Nacional (SIN),

ubicándose como el segundo agente generador más importante del país en términos de capacidad instalada, y el segundo en cuanto a generación efectiva.

Al cierre del primer trimestre de 2006, la capacidad instalada de la compañía ascendía a 2.275 MW, de los cuales el 81,98% se concentraba en infraestructura hidráulica y el 18,02% restante en plantas térmicas. Es importante resaltar que durante los primeros meses de 2006, Emgesa logró una mejora marginal en cuanto a su *mix* de generación, con la adquisición de la Central Cartagena (Termo – Cartagena), la cual aporta 187 MW a la capacidad instalada de la compañía. En este sentido, el grado de exposición de Emgesa ante hidrologías críticas se ve reducido mediante el fortalecimiento de sus dos cadenas paralelas de generación.

De otro lado, Emgesa presenta un comportamiento positivo en sus indicadores de eficiencia de producción, tales como el índice de disponibilidad y el total de disparos por causas

internas, los cuales se ubicaron en 95% y 20 disparos respectivamente. Este positivo comportamiento obedece al permanente monitoreo y ejecución de planes de mantenimiento sobre la infraestructura operativa. El apoyo técnico y permanente control administrativo ejercido por su principal accionista, ENDESA S.A. (Endesa España), ha permitido tal mejoría, logrando llevar los indicadores de Emgesa a estándares internacionales.

Así, la fortaleza de su posición competitiva, aunada al mejoramiento de sus indicadores de eficiencia de producción, han resultado para Emgesa en una importante capacidad histórica de generación de ingresos y márgenes de rentabilidad, los cuales se suponen estables para vigencias futuras. Al 31 de marzo de 2006, la firma presentaba un margen EBITDA del 54,02% y un margen neto del 21,82%, guardando coherencia con su comportamiento histórico.

El nivel de calificación asignado, igualmente responde a la solidez de la estructura financiera de la compañía caracterizada por manejar niveles de endeudamiento controlados y suficiencia en su cobertura. En este sentido, a marzo de 2006 el indicador EBITDA / Gastos Financieros ascendió a 8,78 veces, luego de cerrar en 6,15 y 7,74 veces durante diciembre de 2004 y 2005 respectivamente. Este comportamiento obedece a la consistencia en el comportamiento del EBITDA frente a un decreciente nivel del gasto por intereses, el cual se espera aumente para vigencias futuras, en la medida que Emgesa eventualmente adquiera mayores niveles de endeudamiento financiero.

En consonancia con lo anterior, Emgesa también presenta niveles de apalancamiento estables a lo largo del tiempo. Para marzo de 2006 la relación Pasivo Total sobre Patrimonio se ubica en 22,44%, guardando consistencia con el promedio obtenido entre los años 2002 y 2005 de 22,78%. Vale la pena destacar que el proceso de reducción de capital por \$400.000 millones efectuado durante 2005, si bien mejoró la mezcla del costo de capital de la compañía, no afectó mayormente la estructura de balance de la misma, en la medida que dicha operación no implicó la contratación de pasivos adicionales para la financiación de la actividad de la compañía.

Luego de esta operación, la estructura accionaria de la compañía presentó importantes cambios, con la salida de la empresa Capital Energía S.A. (propiedad directa de Endesa España), y el proporcional crecimiento en la participación de Endesa Internacional S.A. y la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. Si bien tales movimientos accionarios representaron un cambio nominal en la propiedad de la compañía, la administración y direccionamiento de Emgesa continúa reposando en el Grupo Endesa.

Emgesa demuestra una importante estabilidad en la generación interna de recursos derivada de una adecuada gestión comercial y financiera. Ésta parte del estudio y

análisis de las condiciones de mercado y de variados escenarios de hidrología, para la determinación de los niveles ideales de contratación de energía, hecho que redundó en un menor grado de exposición a los movimientos de los precios de mercado y en consecuencia del margen variable.

La estabilidad histórica de los ingresos permite prever una tendencia similar de los ingresos futuros de la compañía, como resultado de la composición de la mezcla de ventas entre contratos a plazo y por mercado *spot*, los cuales a marzo de 2006 presentaban una composición de 62,95% y 37,05% respectivamente. En este sentido se espera que más de la mitad del ingreso futuro continúe estando definido mayoritariamente en una base real de precio y volumen. Por otro lado, la definición *a priori* de la mezcla entre ventas *spot* y por contratos de largo plazo, con base en el análisis del comportamiento climático, le permite a la compañía optimizar la gestión comercial y la rentabilidad de la operación.

La presencia de Codensa, distribuidora de energía, como uno de los principales clientes proporciona seguridad sobre el flujo de recaudo de ingresos en forma oportuna. Durante 2005 Codensa representó el 35% de la venta de energía por contratos de la compañía. Los otros clientes de la firma muestran un grado importante de atomización, de forma que ninguno de ellos absorbe más del 10% del total.

El emisor presenta un excelente desempeño operativo, reflejado en el control de sus gastos administrativos, los cuales han presentado un estable desempeño histórico a lo largo de la vida de la emisión. En consonancia con lo anterior, Emgesa ha logrado sólidos indicadores de retorno sobre el activo y el patrimonio a partir de la implementación de claras políticas administrativas y comerciales, las cuales le permitieron generar utilidades a Diciembre de 2005 por \$251.149 millones, 3,12%, superiores a las obtenidas en 2004.

Una de las principales amenazas que en general enfrenta el sector energético en Colombia es la inestabilidad del marco regulatorio bajo el cual operan los diferentes actores del sistema. Igualmente, la empresa también enfrenta riesgos de carácter jurídico derivado de demandas interpuestas ante la misma, las cuales podrían representar un costo no previsto. Sin embargo, estos riesgos han sido adecuadamente gestionados por la empresa y no se espera que afecten sus resultados en el mediano plazo.

Debido a la politización del tema por la incidencia que tiene la fluctuación de los precios de energía sobre el costo de vida de la población, no se han presentado cambios en la normatividad que generen un impacto significativo en el desempeño de Emgesa.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Análisis DOFA

Fortalezas

- ✚ Fuerte estructura de capital y alta flexibilidad financiera.
- ✚ Alta capacidad de despacho de las unidades por su estado de conservación, su disponibilidad y complementariedad de hidrologías.
- ✚ Fuerte posición competitiva gracias a la ubicación estratégica de la mayoría de plantas.
- ✚ Respaldo administrativo y operativo de uno de los principales grupos energéticos a nivel mundial: Endesa España.
- ✚ Control del 19,5% de la generación del SIN.

Debilidades

- ✚ Concentración del 58,59% de la generación de energía de la compañía en una sola planta.
- ✚ Alta dependencia de factores hidrológicos producto de la concentración del 81,98% de la capacidad instalada en plantas hidroeléctricas.

Oportunidades

- ✚ Expansión regional, hacia otros países.
- ✚ Aumento de disponibilidad y remuneración de centrales.
- ✚ Crecimiento de demanda de energía en el largo plazo
- ✚ Aumento de los precios futuros (mediano plazo), por la escasez de inversión que incrementa la oferta.

Amenazas

- ✚ Cambios en el marco normativo del sector
- ✚ Volatilidad en la situación política y económica del país.
- ✚ Presiones en regulación ambiental
- ✚ Existencia de sobreoferta en el sector bajo condiciones hidrológicas normales.
- ✚ Sustitución de la energía eléctrica por otras fuentes de energía como el gas.

2. La Compañía

Luego del proceso de reducción de capital efectuado durante el año 2005, la composición accionaria de Emgesa presentó algunas modificaciones, dentro de las cuales sobresale la recepción de la participación que tenía la empresa Capital Energía S.A. (escindida) en Emgesa, por parte de Endesa Internacional y la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. En la medida que el 15,15% del total de la participación de la Empresa de Energía de Bogotá S.A. – E.S.P., está constituida mediante acciones preferenciales, (sin derecho a voto) y dado que el 99,9% de la propiedad accionaria de la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. corresponde a Endesa Chile, la administración y el direccionamiento estratégico de la compañía reposa en el Grupo Endesa, y no en su accionista mayoritario.

Accionistas	%
Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP.	51,51%
Endesa Internacional S.A.	25,03%
Central Hidroeléctrica de Betania S.A.	23,45%
Otros Accionistas	<1%
Total	100%

Tabla 1. Composición Accionaria Marzo de 2006
Fuente: Emgesa S.A. – E.S.P.

ENDESA S.A., constituida en 1944, es la quinta empresa española y cuarta eléctrica europea por capitalización bursátil. Cuenta con un total de 41,800 MW instalados y 161,000 GWh distribuidos; distribuye energía a clientes ubicados en 11 países y 3 continentes. Su volumen de ventas durante 2005 fue de €17.508 millones y utilidades por más de €3.182 millones. Cuenta con seis líneas de negocio: Generación, Distribución, Comercialización de energía eléctrica, Negocio internacional, Diversificación (que consiste en actividades de telecomunicaciones, gas, cogeneración, energías renovables, aguas y medio ambiente). Actualmente la empresa se encuentra en proceso de consolidación de su liderazgo eléctrico en España manteniendo sus posiciones en América Latina e incrementando de manera significativa su presencia en el mercado eléctrico europeo, haciendo que otros negocios como telecomunicaciones y nuevas tecnologías complementen y aporten valor a su negocio principal.

3. Perfil del Negocio

Emgesa S.A. – E.S.P. tiene como actividad principal la generación y comercialización de energía eléctrica en el país, para lo cual cuenta con nueve centrales de generación hidráulica y dos térmicas. Actualmente la compañía cuenta con una capacidad nominal de 2.102 MW, la cual representa un 15,5% de la capacidad instalada total dentro del Sistema Interconectado Nacional.

La capacidad hidráulica instalada esta compuesta actualmente por nueve plantas agrupadas en: (i) seis plantas menores (115 MW) y (ii) la Cadena Nueva (600 MW) compuesta por las centrales de La Guaca y El Paraíso, y (iii) la Central del Guavio (1.150 MW); esta última la segunda central hidroeléctrica más grande del país.

Es importante resaltar que tanto La Cadena Antigua como la Cadena Nueva son alimentadas por el río Bogotá, el cual, si bien cuenta con una alta estabilidad en su caudal, corroe los equipos por su alto nivel de contaminación. En este sentido, los costos de mantenimiento que implica operar con dichas aguas, y el hecho de que estas cadenas no generan cargo por capacidad debido a su bajo índice de utilización, ocasionaron que se cerraran los 301 MW que representan la Cadena Antigua, como parte de un plan de optimización de activos.

De otro lado la capacidad térmica de Emgesa está determinada por la Central Térmica Martín del Corral (Termozipa, 223 MW) y la Central Cartagena (Termcartagena, 187 MW).

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Capacidad Efectiva de Generación de Emgesa S.A. E.S.P.	
Central	Potencia Efectiva MW
Guavio	1.150,0
La Guaca	324
El Paraiso	276,0
Menor Charquito	19
Menor San Antonio	19
Menor Limonar	18
Menor la Tinta	19
Menor Tequendama SUV	19
Menos la Junca	19
Subtotal Hidráulico	1.865
Termozipa 2	34
Termozipa 3	62
Termozipa 4	63
Termozipa 5	64
Central Cartagena	187
Subtotal Térmico	410
TOTAL	2.275

Tabla 2. Capacidad Efectiva de Generación de Emgesa S.A. E.S.P.
Fuente: Emgesa S.A. – E.S.P.

Si bien se observa un elevado grado de concentración dentro de la mezcla de las fuentes de generación por parte de la capacidad hidráulica, es importante mencionar que mediante la compra de Termocartagena durante el primer trimestre de 2006, Emgesa logra mitigar el grado de exposición del negocio ante hidrologías severas.

Durante 2005 Emgesa participó de la Generación Total del SIN en un 19,5%, equivalente a 9.767 GWh, siendo el segundo mayor generador de la industria. Dada la composición de su infraestructura operativa, la generación hidráulica tuvo una participación del 97,7%, dentro de la cual sobresale la Central del Guavio, la cual contribuyó con un 58,59%.

La empresa cuenta además con una serie de ventajas competitivas con respecto a otras generadoras: 1) La ubicación geográfica de sus centrales de generación cerca de Bogotá, ciudad que concentra aproximadamente el 25% de la demanda del país; 2) la Central de Guavio cuenta con el segundo embalse del país en capacidad de almacenamiento de energía, además de poseer un régimen hidrológico que no es afectado en la misma proporción en épocas de sequía que las otras centrales hidroeléctricas; 3) la Cadena del río Bogotá cuenta con un alto factor de optimización de aguas, además de poseer un afluente permanente proveniente de las aguas utilizadas por la ciudad; 4) cuenta con plantas térmicas a carbón ubicadas en Zipa y Cartagena, las cuales poseen un factor de disponibilidad del 100% y un alto rendimiento (*heat rate*), que junto al acceso a carbón de óptima calidad y bajo precio, se traduce en bajos costos de operación.

El sistema de generación de Emgesa es sólido y en la actualidad presenta altos niveles de disponibilidad debido al adecuado mantenimiento de su infraestructura operativa y a las inversiones que se han hecho en su modernización los últimos años, en coincidencia con niveles internacionales.

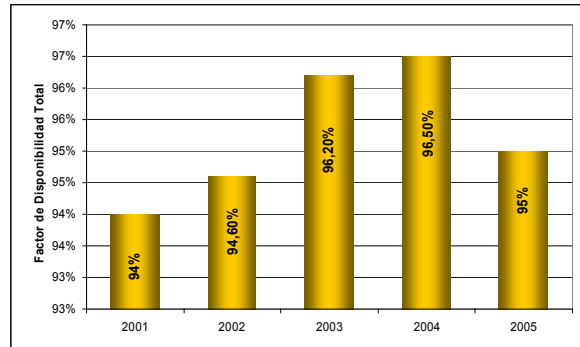


Gráfico 1. Evolución Factor de Disponibilidad
Fuente: Emgesa S.A. – E.S.P.

Una de las principales amenazas que en general enfrenta el sector energético en Colombia es la inestabilidad del marco regulatorio bajo el cual operan los diferentes actores del sistema. Igualmente, la empresa también enfrenta riesgos de carácter jurídico derivado de demandas interpuestas ante la misma, las cuales podrían representar un costo no previsto. Sin embargo, estos riesgos han sido adecuadamente gestionados por la empresa y no se espera que afecten sus resultados en el mediano plazo.

La compañía ha logrado continuar con su plan de eficiencia operativa y administrativa para alcanzar niveles de operación comparables con estándares internacionales, según lo establecido por el Grupo Endesa para todas sus compañías a nivel internacional.

4. Situación del Sector

La demanda neta de energía del sistema totalizó en Diciembre de 2005 48.829 GWh, tras experimentar un crecimiento del 3,85% respecto a diciembre de 2004. Esta tendencia guarda estrecha correlación con la recuperación económica nacional y el crecimiento del PIB durante los últimos años.

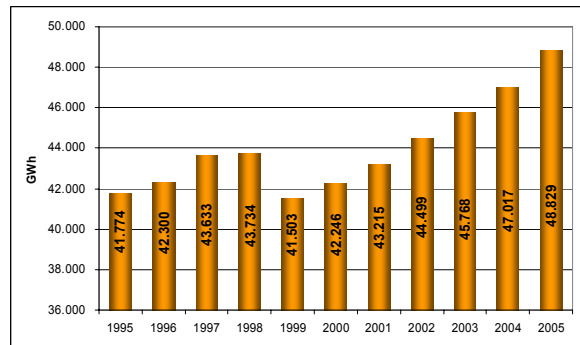


Gráfico 2. Evolución Factor de Disponibilidad
Fuente: XM – Informe del Mercado Mayorista Diciembre 2005.

Los precios de bolsa resultaron por encima de los esperados debido a un escenario de hidrología seca que marcó el año y que afectó especialmente algunas compañías con un menor nivel de generación y mayores

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

compras de energía. El precio promedio de bolsa para todo el año fue de \$74,7 KW/h, representando un incremento del 16% frente a 2004¹.

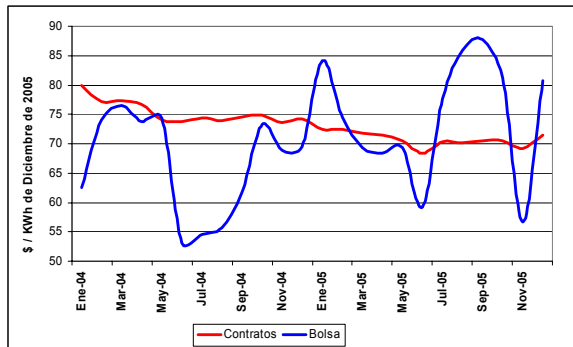


Gráfico 3. Precios Medios de Bolsa y Contratos
Fuente: XM – Informe del Mercado Mayorista Diciembre 2005.

Los principales problemas que actualmente generan vulnerabilidad al sector eléctrico son: la crisis financiera de las empresas distribuidoras, los permanentes cambios regulatorios y la falta de incentivos para la inversión privada. Otro de los mayores riesgos del sector lo constituyen los atentados perpetrados a la infraestructura operativa del Sistema de Transmisión Nacional (STN), elevando los costos de energía para los usuarios finales y la crisis por la que se encuentran atravesando las distribuidoras estatales reflejado en la cartera vencida que las mismas tienen con algunas empresas generadoras.

5. Análisis Financiero

Rentabilidad

A diciembre de 2005, Emgesa continuó mostrando estabilidad y solidez en sus márgenes de rentabilidad producto de la firmeza de sus ingresos operacionales, de la generación de eficiencias administrativas y de la reducción de sus gastos financieros frente a 2004. En este sentido, pese a que los ingresos operacionales de la compañía presentaron una disminución marginal del 1,84%, equivalente a \$18.660 millones, Emgesa logró una mejora en sus indicadores de retorno sobre activo y sobre patrimonio, como se puede apreciar en la Tabla 3.

El decrecimiento de los ingresos totales estuvo marcado por un menor volumen de ventas de energía por contratos, los cuales se vieron reducidos en un 9,3% durante el 2005. No obstante, tal tendencia se vio contrarrestada por el crecimiento de las ventas en el mercado *spot* las cuales crecieron en un 7,9%. Es importante destacar que el comportamiento creciente de los ingresos por bolsa obedece principalmente a un comportamiento atípico de la hidrología en el embalse del Guavio, caracterizado por presentar un déficit marginal en el nivel de embalse útil, hecho que repercutió en el nivel de precios de negociación.

¹ Memoria Anual 2005 – Emgesa S.A. –E.S.P. p. 18.

	2002	2003	2004	2005	Mar-06
Margen Bruto	82,06%	79,32%	86,63%	88,69%	86,30%
Margen Ebitda	52,35%	52,99%	57,83%	56,44%	54,02%
Margen Operacional	36,78%	41,49%	46,83%	44,79%	42,47%
Margen Neto	19,11%	21,47%	24,02%	25,23%	21,82%
Roa	2,64%	3,43%	4,21%	4,34%	0,95%
Roc	3,19%	4,31%	5,12%	5,34%	1,16%

Tabla 3. Indicadores de Rentabilidad
Fuente: Emgesa S.A. – E.S.P.

A diciembre de 2005 el ingreso operacional de la compañía estaba compuesto en un 62,8% por ventas de contratos, un 17,7% por ventas en el mercado *spot* y un 19,2% por el cargo por capacidad. Esta composición no presentó mayores alteraciones respecto a la registrada al cierre de 2004.

Es importante destacar que la metodología mediante la cual la Capacidad Remunerable Teórica (CRT) es calculada, será reevaluada durante el segundo semestre de 2006, hecho que podría llegar a incidir dentro de la composición de los ingresos operacionales de los agentes generadores. Pese a lo anterior, no se espera que las modificaciones que llegaren a tomar lugar dentro de la metodología, puedan afectar significativamente los ingresos operacionales de la compañía.

Al cierre del primer trimestre de 2006, el nivel de ingresos de la compañía continua siendo positivo, a pesar del impacto que ha tenido la profunda temporada de lluvias en el país, la cual repercute negativamente en los ingresos del mercado *spot*. A futuro no se prevén mayores cambios en la composición del ingreso ni en los niveles de recaudo. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la compañía, y el sector energético en general, está a la expectativa del cambio de metodología del cálculo del Cargo por Capacidad.

Desde su creación, la compañía ha adelantado acciones dirigidas a la creación de eficiencias operativas y administrativas según lo establecido por el Grupo Endesa para todas sus compañías. En este sentido Emgesa continúa mejorando los estándares de eficiencia, logrando identificar gastos que no se facturaban y optimizando la línea de generación de valor con los proveedores para lograr mantener controlados los gastos administrativos. Dentro de las gestiones más relevantes en materia administrativa, adelantadas durante 2005, sobresale la finalización del Proyecto de Control Interno, mediante el cual se logró revisar, corregir y optimizar todos los procesos y procedimientos de la compañía. En el mismo sentido, Emgesa obtuvo la certificación ISO 14001 (en materia de gestión ambiental) y OHSAS 18001 (en materia de salud y seguridad ocupacional).

La rentabilidad de la empresa está fundamentada, entre otros factores, en la adecuada gestión de la energía vendida en bolsa y la venta por medio de contratos, en procura de un mejor aprovechamiento de las condiciones del mercado. Así, Emgesa ha logrado optimizar la rentabilidad de clientes no regulados, seleccionando

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.