

Posibles efectos de Hidroituango en EPM y Concreto

La hidroeléctrica con mayor capacidad en el país

En las últimas semanas se han registrado una serie de inconvenientes que han retrasado la entrada del proyecto hidroeléctrico Ituango, liderado por EPM, el cual se encuentra ubicado en el noroccidente del departamento de Antioquia y será la principal central hidroeléctrica de Colombia y una de las mayores de América Latina con una capacidad instalada de 2.400 MW, de los cuales 300 MW se tenían planeados fueran ofrecidos desde finales de 2018, contando también con 13.930 GWh de energía media anual. De igual manera, contará con una presa de 225 metros de altura y 20 millones de m3 de volumen. De esta manera, tomando como referencia su energía media anual y el comportamiento mensual de la demanda real del SIN entre mayo del 2017 y abril 2018, **Hidroituango podría abastecer cerca del 17% de la demanda de energía en Colombia.**

Pese a su capacidad, vale la pena mencionar que aunque sería la más grande de Colombia (**tabla 1**), estaría por detrás de otras centrales hidroeléctricas de la región con una alta capacidad de generación, entre las que se encuentran Itaipú entre Paraguay y Brasil con 14.000 MW, Guri en Venezuela con 10.235 MW y Tucuruí en Brasil con 8.370 MW.

1. Principales Hidroeléctricas en Colombia (CdB)

Hidroeléctrica	Capacidad (MW)	Ubicación	Empresa
Ituango	2.400	Antioquia	EPM
San Carlos	1.240	Antioquia	ISAGEN
Guavio	1.200	Cundinamarca	EMGESA (GEB)
Chivor	1.000	Boyacá	AES CHIVOR
Guatapé Playas	764	Antioquia	EPM
Porce III	600	Antioquia	EPM

Riesgos del proyecto Hidroituango identificados

Empresas Publicas de Medellín EPM

Desde el 2011 EPM ejecuta la construcción del proyecto hidroeléctrico Ituango, con una capacidad de 2.400 MW, cuya entrada en operación de la primera unidad de generación (300 MW) estaba prevista para el 30 de noviembre de 2018.

Al mes de abril registraba un avance del 85% en sus obras principales, sin embargo debido a una condición geológica de causas aún no determinadas, el túnel que servía para desviar las aguas del río Cauca, sufrió una obstrucción parcial que ocasionó aguas arriba su represamiento y aguas abajo la disminución del caudal del río.

Por su parte, se conoció que **Fitch Ratings mantiene en Observación Negativa las calificaciones de ‘AAA(col)’ de emisor a largo plazo y de las emisiones locales de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. Entre tanto, la calificación internacional fue disminuida de BBB+ a BBB, ambas con perspectiva negativa.**

Riesgos identificados por la calificadora Fitch Rating:

1. El anuncio de EPM sobre el no cumplimiento del proyecto Ituango con la fecha de operación comercial de Noviembre 2018 resultará en una métrica de apalancamiento elevada. Sumado a que los retrasos en la construcción del proyecto resultarán en una contracción del EBITDA, junto a incertidumbre sobre la severidad de los daños que se generaron, la posibilidad de que surjan retrasos adicionales, materialización de un evento catastrófico y pasivos contingentes derivados del proyecto.
2. La liquidez de la empresa se relaciona con su generación de caja y niveles de efectivo que alcanzaron COP1 billón al cierre de 2017. La deuda de corto plazo de EPM se ubicó en COP2.8 billones, monto cubierto con la caja disponible y el Flujo Generado en Operaciones de COP2.8 billones en la misma fecha.
1. La política de dividendos de la empresa es moderada. En promedio, EPM transfirió como dividendos 55% de su utilidad neta al municipio de Medellín, controlador de EPM. Por su parte, la estructura de capital de EPM se considera débil para su rango de calificación con un apalancamiento bruto cercano a 4x.
2. La compañía mantiene una póliza de seguros por USD2,500 millones para cubrir daños materiales con un deducible de USD1 millón. Este seguro cubre infraestructura y equipos. La póliza del seguro de EPM incluye USD 628 millones para cubrir el lucro cesante de la primera fase del proyecto (1200 MW) y USD 248 millones para cubrir la segunda fase (1200 MW) e incluye un deducible asociado de 90 días.

Riesgos del proyecto Hidroituango identificados

Concreto

Concreto tiene una participación del 35% dentro del Consorcio CCC Ituango, el cual es responsable de la construcción de la presa central y obras asociadas del proyecto Hidroituango.

Al analizar las cifras de los últimos años de Concreto, dentro de los ingresos de actividades ordinarias del 2016 y 2017, los ingresos reconocidos durante el periodo por Hidroituango representaron el 17% y 21% respectivamente de los ingresos totales, siendo el principal contrato de la constructora en el rubro de construcción. Por su parte, en cuanto al Backlog, el presupuestado en el 2018 para el proyecto es de COP 160 mil MM, de los cuales al cierre de abril faltaba por ejecutar cerca de un 35% (COP 55,5 mil MM). Al respecto, la compañía ha mencionado que el incidente podría eventualmente generar un aplazamiento del Backlog en el 2019. Es importante mencionar que Concreto ha mencionado que:

1. Dado el tipo de contrato con EPM, el contrato de construcción del proyecto Hidroituango es por precios unitarios reajustables y que las cantidades de obra ejecutadas serán pagadas al precio unitario pactado en el contrato. Con lo cual existe un posible riesgo de precios, el cual estaría relacionado con la negociación con sus proveedores.
2. Los riesgos de cantidades y diseño están a cargo del contratante (EPM).
3. Aún no es claro el alcance total de la póliza de seguros que tiene el proyecto Hidroituango y como puede repercutir en el Consorcio Constructor.

En resumen, existen diferentes **riesgos asociados** a los hechos acontecidos en el proyecto Hidroituango, que han generado ruido sobre la acción de Concreto, reflejándose en las desvalorizaciones recientes de la especie. De esta manera, el precio de la acción podría continuar en niveles relativamente bajos, dada la incertidumbre frente a las responsabilidades sobre las causas que ocasionaron el colapso del túnel y que sólo podrán conocerse una vez concluidas las investigaciones técnicas.

Para mayor información sugerimos consultar nuestro informe ***El Oráculo de Hidroituango | Posibles efectos en compañías de la BVC*** haciendo clic [AQUÍ](#)

Información Relevante EPM

Entre mayo a la fecha

Desde comienzo de Mayo de 2018, tanto EPM como Concreto han publicado la siguiente información relevante en la Superintendencia Financiera relacionada con Hidroituango,

- **08/05/2018:** EPM, los contratistas y el board de expertos, están evaluando el impacto de la afectación del túnel de desviación del río Cauca sobre el proyecto hidroeléctrico Ituango. Se estima que la primera unidad no entrará en operación el 30-11-2018.
- **11/05/2018:** Fitch Ratings mantiene calificaciones de EPM, AAA y BBB+, a nivel local e internacional, y las coloca en observación negativa desde una perspectiva estable.
- **15/05/2018:** Fitch da alcance al radicado 164051 publicado el 11 de mayo aclarando que el título del documento es : Fitch Coloca Calificaciones de EPM en Observación Negativa.
- **17/05/2018:** Comunicado. Recuento general de la contingencia del proyecto hidroeléctrico Ituango.
- **24/05/2018:** La agencia calificador de riesgos Moody's Investors Service revisó la calificación de EPM y la ubicó en Baa3. Se mantiene el Grado de Inversión a nivel internacional.
- **29/05/2018:** La Junta Directiva de EPM autorizó a la administración para analizar y evaluar eventuales enajenaciones, en empresas controladas y no controladas, en Colombia y en el exterior, hasta por un valor de tres billones de pesos.
- **30/05/2018:** EPM amplía información relevante publicada el día anterior.
- **30/05/2018:** El 29 de mayo de 2018, EPM terminó de pagar al Municipio de Medellín, los excedentes ordinarios por valor total de \$656,457,000,000.00.
- **31/05/2018:** Comunicado de EPM con relación a la autorización de la Junta Directiva para estudiar y evaluar eventuales enajenaciones de participaciones en empresas controladas y no controladas.

Para más información consultar la siguiente página <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/informacion-relevante-61446>

Información Relevante Conconcreto

Entre mayo a la fecha

- **17/05/2018:** Constructora Conconcreto S.A. hace referencia a información que ha circulado en medios de comunicación.
- **21/05/2018:** Constructora Conconcreto S.A. se permite informar acerca de la variación en el precio de la acción.

Para más información consultar la siguiente página <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/informacion-relevante-61446>

Comportamiento tasas bonos mercado local e internacional de EPM

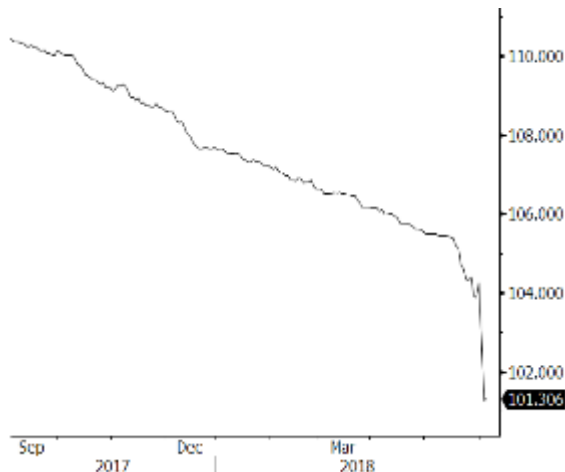
Paralelo frente al comportamiento de los TES de referencia

EPM cuenta con dos bonos en el mercado internacional, uno denominado en dólares con vencimiento en julio de 2019 por USD 500 millones, y un bono global con vencimiento en 2021 por COP1.2 billones. Luego de la contingencia en Hidroituango el precio de ambos títulos ha descendido, sin embargo, hay que tener en cuenta que la liquidez de este tipo de títulos en el mercado internacional no es muy elevada, y es posible que el spread entre compra y venta sean amplios. En el mercado local cuenta con 16 referencias, 2 de ellas en pesos y 14 en IPC, con vencimientos que van entre 6 meses y 16 años.

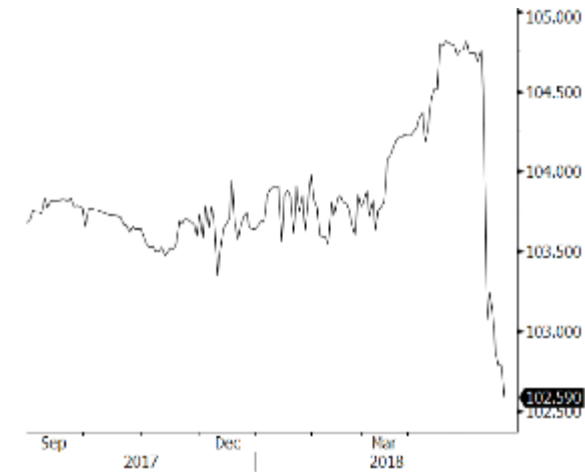
Bonos EPM local e internacional (CdB)

Bonos Mercado Local		
Nemo	Referencia	Colocación (MM)
BEPM1089A10	IPC a 0.5 años	141,450
BEPM108C10	FS a 0.5 años	58,000
BEPM05139A05	IPC a 0.5 años	41,880
BEPM208C10A	FS a 0.6 años	74,700
BEPM2089A10A	IPC a 0.6 años	138,600
BEPM07159A05	IPC a 1.8 años	120,000
BEPM06149A06	IPC a 2.2 años	125,000
BEPM01109A12	IPC a 4.5 años	119,900
BEPM05139A10	IPC a 5.5 años	96,210
BEPM1099A15	IPC a 5.9 años	151,600
BEPM06149A12	IPC a 8.2 años	125,000
BEPM07159A12	IPC a 8.8 años	120,000
BEPM01109A20	IPC a 12.5 años	267,400
BEPM05139A20	IPC a 15.5 años	229,190
BEPM06149A20	IPC a 16.2 años	250,000
BEPM07159A20	IPC a 16.8 años	260,000
Bonos Mercado Internacional		
USP9379RAA51	USD Julio2019	USD 500
USP9379RAB35	Global 2021	COP 1.200.000

Bonos USD julio 2019 EPM (CdB)



Bonos global febrero 2021 EPM (CdB)



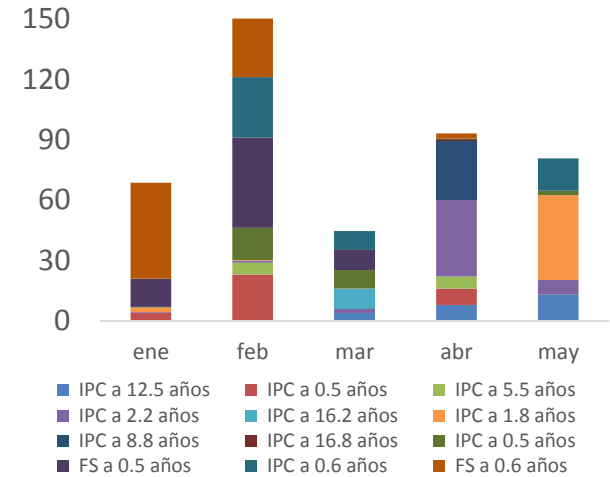
*Fuente: Bloomberg, Infovalmer, cálculos Casa de Bolsa SCB

Comportamiento tasas bonos mercado local e internacional de EPM

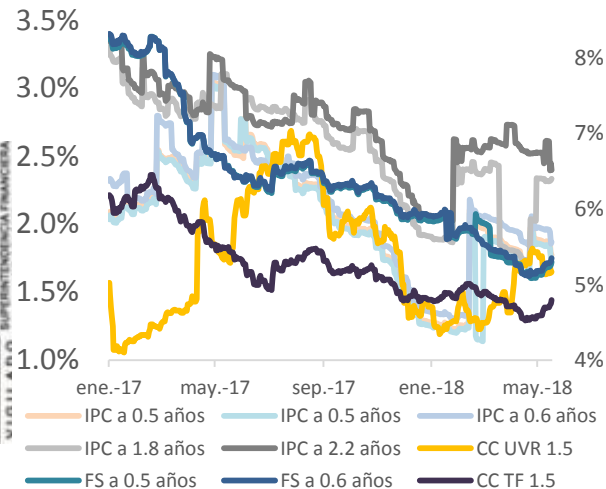
Paralelo frente al comportamiento de los TES de referencia

Entre abril y mayo los volúmenes de negociación se han ubicado dentro del promedio habitual, y aunque las tasas en su mayoría han subido (desvalorizado), lo han hecho en línea con los TES, y no es posible diferenciar en que medida se explique por la contingencia de Hidroituango.

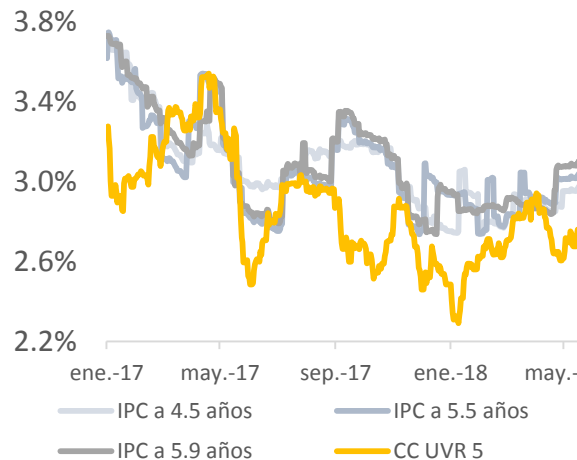
Volumen Negociación Bonos EPM Locales
Cifras en miles de millones



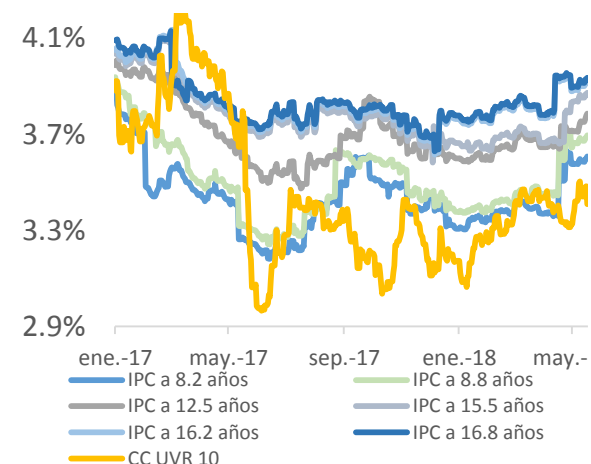
Bonos locales corto plazo EPM (CdB)



Bonos locales mediano plazo EPM (CdB)



Bonos locales largo plazo EPM (CdB)



*Fuente: Bloomberg, Infovalmer, cálculos Casa de Bolsa SCB

Comportamiento del precio de la acción de Conconcreto

Análisis de resultados financieros del 1T2018 (previo a la contingencia)

Respecto al precio de la acción de Conconcreto, ha caído 21% en lo que va corrido del año, en contraste con el avance de 2.6% que ha presentado el índice Colcap.

Al primer trimestre del año había evidenciado unos resultados que consideramos NEGATIVOS, en línea con lo esperado. La débil dinámica del sector constructor relacionada con el entorno retador a nivel nacional se reflejó en los débiles resultados de la compañía. Los ingresos (-29% A/A) se vieron afectados principalmente por el segmento de Construcción (-34% A/A), pese a un aumento del 9%A/A en el segmento de Inversión. De esta manera, la terminación de proyectos de infraestructura con una ejecución significativa en el 2017 y la no sustitución de los mismos afectaron los resultados del periodo. Sumado a lo anterior, los márgenes se vieron presionados a la baja por una menor contribución del FCP PACTIA dados los menores avalúos de los activos en operación. Reiteramos nuestra cautela por la concentración del 72% del Backlog en proyectos de infraestructura y los efectos que cualquier retraso en los proyectos APP puede tener en los ingresos. Recordamos nuestra expectativa conservadora sobre unos resultados en el 2018 presionados a la baja por un entorno retador de la economía colombiana, razón por la cual habíamos **reducido nuestro Precio Objetivo de COP 1.225 a COP 1.080, con recomendación de Neutral (previo a la contingencia en Hidroituango).** Para más información lo invitamos a ver nuestro informe [Entrega de Notas Conconcreto 1T18 | Sin repunte a la vista](#)

Comportamiento acción Conconcreto (CdB)



Resumen de resultados 1T2018 Conconcreto (CdB)

Conconcreto						
Cifras en COP millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T	
Ingresos de actividades ordinarias	226.107	318.395	392.486	-29%	-42%	
Costos de ventas	199.402	285.952	348.167	-30%	-43%	
Utilidad Bruta	26.705	32.443	44.319	-18%	-40%	
Utilidad Operativa	22.358	37.377	71.252	-40%	-69%	
Utilidad Neta	2.034	14.596	43.866	-86%	-95%	
EBITDA	33.372	52.093	82.305	-36%	-59%	
Margen Bruto	11,8%	10,2%	11,3%	162 pbs	52 pbs	
Margen Operacional	9,9%	11,7%	18,2%	-185 pbs	-827 pbs	
Margen Neto	0,9%	4,6%	11,2%	-368 pbs	-1028 pbs	
Margen EBITDA	14,8%	16,4%	21,0%	-160 pbs	-621 pbs	

Proyecto Hidroituango – Grupo EPM

Ubicación principales obras civiles y contingencia

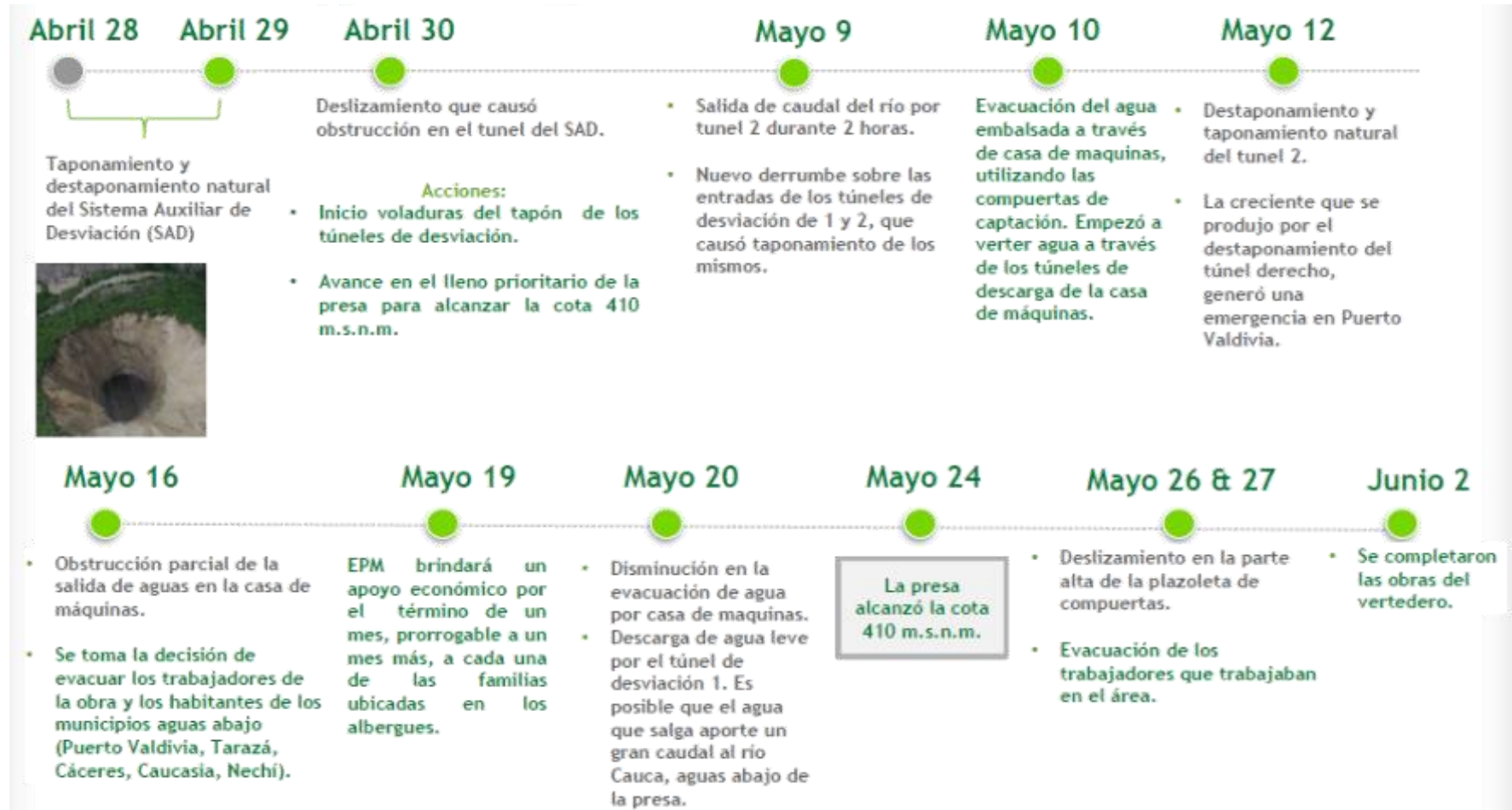
Ubicación principales obras civiles y contingencia (CdB)



Proyecto Hidroituango – Grupo EPM

Cronología de la contingencia

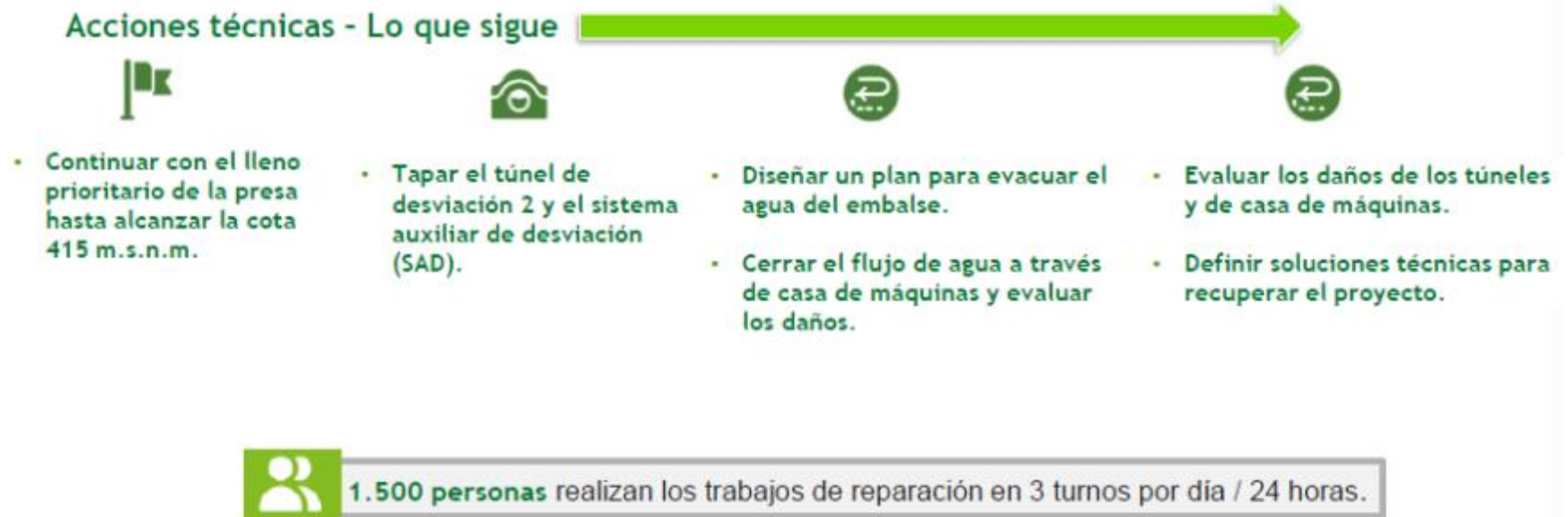
Cronología de la contingencia (CdB)



Proyecto Hidroituango – Grupo EPM

Cronología de la contingencia

Cronología de la contingencia (CdB)



Proyecto Hidroituango – Grupo EPM

Pólizas de Seguros

- ✓ **Daño material a infraestructura y equipos:** USD 2,556 millones, con un deducible de USD 1 millón.
- ✓ **Lucro Cesante:** USD 628 millones o 12 meses: USD 380 millones para la primera fase del Proyecto (inicial 1,200 MW) y USD 248 millones para la segunda fase (final 1,200 MW), con un deducible de 90 días.
- ✓ **Terceros:** COP 50.000 millones (USD 18 millones equiv.), con un deducible de COP 150 millones (USD 53.451 equiv.).
- ✓ Estas pólizas se llevan a cabo con firmas reconocidas a nivel mundial en la industria de seguros.
- ✓ **Condiciones para reclamar las pólizas**
 - Información detallada y actualizada a las compañías de seguros durante la ejecución del proyecto.
 - Experto anual independiente de las compañías de seguros, revisión anual y visita al proyecto: recomendaciones recibidas e implementadas.
 - El Ajustador fue designado por consenso el 7 de mayo. Reunión celebrada de mercado de seguros e información compartida. Expertos en Geología, Programación y (DSU - Delay Start Up - por su sigla en inglés) serán contratados por Ajustador.
 - Recientes reclamos importantes resueltos sin intervención legal.

Proyecto Hidroituango – Grupo EPM

Impacto financiero (vista preliminar) y estrategias de mitigación

Energía por cargo de confiabilidad	Garantía: USD 41,5 MM	- En 2019 mitigado por la capacidad disponible en la central termoeléctrica La Sierra (450 Mw) - Subasta de reconfiguración de energía esperada en 2018 por el regulador (CREG)
Contratos de Largo Plazo	2019: Sin compromisos de Ituango 2020: 5000 Gwh 2021: 2100 Gwh	Estrategia commercial anticipando los procesos de compra de energía para 2020 y 2021, adicionalmente: disponibilidad de 450 Mw de la central termoeléctrica La Sierra.
Pagos relacionados con líneas de transmisión.	Desde 35 USD MM hasta USD 94 MM equivalentes	Sujeto al cumplimiento de la construcción de Líneas de Transmisión
Contingencias por daños en propiedades de terceros y otros efectos económicos	En evaluación	Plan de acción actual:
- Capex adicional relacionado con: - Reparación y ajustes en los sistemas de desviación y captación del río Cauca. - Eventual reparación en Casa de Máquinas y equipos.		- Continuar con el lleno prioritario de la presa. - Tapar el tunel derecho de desviación y el Sistema auxiliar de desviación (SAD). - Diseñar el plan para evacuar el agua del embalse. - Cerrar el flujo de agua a través de Casa de Máquinas y evaluar los daños.

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Estratega Renta Fija	Angela Pinzón	angela.pinzon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Lina Tatiana Cuéllar	lina.cuellar@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Practicante	Raúl Moreno	raul.moreno@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.