

EMGESA S.A. E.S.P.

Emgesa
Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Calificación Largo Plazo	AAA(col)
Tercera Emisión Bonos Ordinarios COP250.000 millones	AAA(col)
Programa Emisión de Bonos por COP2,75 billones	AAA(col)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo	Estable
Emisión de Bonos	Estable
Programa de Bonos	Estable

Resumen Financiero

EMGESA S.A. E.S.P

COP millones	UDM	
	31 mar 2014	31 dic 2013
Ventas	2.364.923	2.397.428
EBITDA	1.483.499	1.480.319
Marg. EBITDA (%)	62,7	61,7
Flujo Generado por la Operación	1.006.787	1.045.714
Flujo de caja libre (FCF)	330.599	316.657
Efectivo	570.715	837.264
Deuda Total	3.183.656	3.290.769
Deuda ./EBITDA	2,1x	2,2x
Deuda Total Aj./FGO	3,16x	3,14x
EBITDA/Intereses	12,2x	12,5x

UDM: Últimos Doce Meses.
Fuente: EMGESA.

Informes Relacionados

Latin American Power (Mayo 11, 2012).

Colombian Electricity Sector: Market Dynamics and Risks (Febrero 10, 2012).

Analistas

Lucas Aristizabal
+1 312 368 3260
Lucas.aristizabal@fitchratings.com

Mario Irreño
+57 1 326 9999 Ext. 1002
Mario.irreno@fitchratings.com

Factores Clave de las Calificaciones

Sólida Posición Competitiva: Emgesa es una de las empresas de generación de energía más grandes de Colombia, con una participación de 19,5% en la capacidad instalada nacional y 20% en la generación total de energía del sistema. La calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas donde opera y la diversificación en su mezcla de generación (85% hídrico y 15% térmico) reducen su exposición a las variaciones en la hidrología del país.

Emgesa está adelantando un exigente programa de inversión de capital, representado principalmente por la construcción de la planta hidroeléctrica del Quimbo (400 MW), cuyo costo estimado es de USD1.093 millones. A marzo de 2014, el proyecto alcanzó una ejecución del 64,82% del total. Se espera que la planta inicie operaciones comerciales en 2015. Su fondeo proviene de una combinación de generación interna de efectivo y deuda financiera.

Terminación de Quimbo incrementará el Flujo de Caja: Se espera que la capacidad de generación de flujo de Emgesa crezca con la entrada en operación de la planta en Quimbo. Luego de la finalización del proyecto, la capacidad instalada de la compañía incrementará hasta los 3.314 MW. Con ello, se espera un EBITDA entre COP1,7 y COP1,8 billones, así como márgenes de EBITDA cercanos a 65%. En marzo de 2014 (Últimos Doce Meses), el EBITDA de la compañía se ubicó en COP1,48 billones para una margen de 62,7%.

Apalancamientos Moderados: Para los últimos 12 meses (UDM), terminados 31 de marzo de 2014, la compañía reportó una métrica de apalancamiento, medida como la relación deuda a EBITDA de 2,1 veces (x). Fitch Ratings espera que la razón de apalancamiento no supere las 3,0x antes de que el proyecto de Quimbo inicie su operación comercial en 2015, para disminuir rápidamente a menos de 2,5x en los siguientes tres años.

Compromiso del Grupo Endesa e Importancia Estratégica de la Compañía para el Grupo: En opinión de Fitch, la relación de Endesa 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 Endesa, ya que 40% del EBITDA del negocio de generación de Endesa en Latinoamérica, a marzo de 2014, fue generado por el emisor. Se espera que dicha participación sea mayor una vez iniciadas las operaciones de Quimbo.

Sensibilidad de las Calificaciones

Una acción negativa sobre la calificación podría resultar de una combinación de los siguientes factores: una fuerte disminución de los precios de la electricidad, junto con una baja demanda de electricidad; un aumento sostenido en el apalancamiento deuda / EBITDA por encima de 4,0x como resultado de las inversiones en el proyecto Quimbo; y/o un cambio en la estrategia de la empresa, que se traduzcan en métricas más agresivas en términos de apalancamiento y cobertura de intereses.

Hechos Recientes

Ampliación del Programa de Emisión y Colocación: En marzo de 2014, Emgesa amplió su Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios por COP850.000 millones. Con este aumento, el cupo total ascenderá a COP2,75 billones. El cupo incremental será destinado a apalancar su plan de expansión, principalmente el proyecto de Quimbo y capital de trabajo.

Rehabilitación de Centrales Eléctricas Cadena Salaco: La ejecución del proyecto de rehabilitación de seis unidades de generación de energía, ubicadas en la cadena Salaco, avanza con éxito. A marzo de 2014, el grado de ejecución físico fue de 77,2%, para lo cual se invirtieron más de USD28 millones. El costo estimado del proyecto es de USD43,7 millones, lo que será financiado con generación interna de efectivo.

Extensión de la Concesión para la Generación de Energía: Mediante la Resolución 285 del 20 de junio de 2013, la corporación autónoma regional del Guavio realizó la prórroga de 15 años de la concesión de aguas para la generación de la energía a la Central de Guavio, que provee más del 42% de la energía para Emgesa. La extensión en la concesión garantizará la generación de ingresos para la compañía para los próximos 10 años, aspecto que proporciona estabilidad y previsibilidad en sus ingresos.

Perfil Financiero

Emgesa se caracteriza por ser una empresa con una robusta posición de liquidez, bajos niveles de apalancamiento y fuertes métricas de protección crediticia. Fitch incorporó en su calificación la ampliación en su Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios de COP1,9 billones a COP2,75 billones, debido a que la compañía muestra capacidad para absorber este nuevo endeudamiento, manteniendo niveles saludables de apalancamiento y adecuadas métricas crediticias.

Liquidez y Estructura de Deuda

Robusta Posición de Liquidez: Históricamente, Emgesa ha mostrado una fuerte posición de liquidez, soportada en el efectivo en caja, amplio acceso a mercado de capitales y financiamiento bancario para financiar sus requerimientos de inversión de capital. Adicionalmente, su perfil de vencimientos de deuda se ha caracterizado por ser manejable y de largo plazo.

A marzo de 2014, la compañía tenía efectivo y valores negociables por COP570.715 millones y una generación de flujos de efectivo UDM de alrededor de COP1 billón. La deuda a corto plazo se sitúa en COP383.556 millones (incluyendo intereses), alcanzando una relación de efectivo a amortización de 1,5x, que se considera fuerte con respecto de sus pares. En el futuro se espera que las coberturas se mantengan alrededor de las 4x.

Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Agosto 29, 2013).

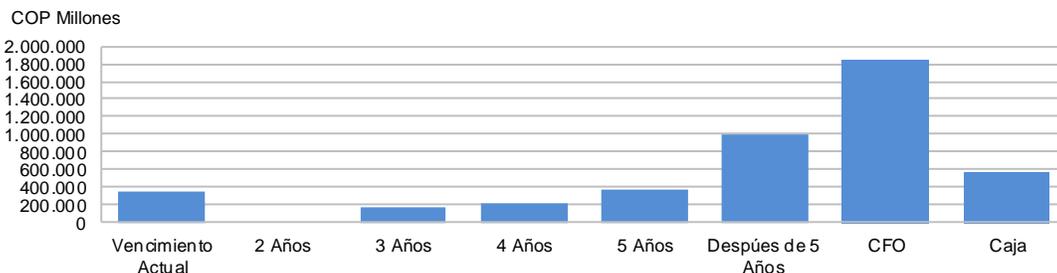
Metodología Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Septiembre 02, 2013).

Perfil Vencimientos Deuda

A marzo de 2014	COP Milliones
Vencimiento Actual	342.220
2 Años	0
3 Años	170.000
4 Años	218.200
5 Años	362.030
Después de 5 Años	1008.000
CFO	1842.795
Caja	570.712

Fuente: EMGESA

Vencimientos de Deuda



Fuente: EMGESA

Acceso a Capitales: El amplio acceso al mercado de capitales y financiamiento bancario es una fortaleza para la calificación. Emgesa cuenta con una gama de instrumentos financieros disponibles como bonos y cupos no comprometidos y comprometidos con la banca local. Este aspecto le otorga flexibilidad financiera y capacidad de refinanciación.

Moderada Alza en el Apalancamiento: A marzo de 2014, la deuda financiera ascendió a COP3,14 billones, compuesta en un 90% por bonos locales e internacionales. El apalancamiento medido como la relación deuda a EBITDA fue de 2,1x, en línea con el escenario base proyectado por Fitch. En el mediano plazo, se espera que el apalancamiento de Emgesa aumente como consecuencia del avance en la construcción del proyecto de Quimbo y algunas necesidades emergentes de capital derivadas de sobrecostos por motivos socioambientales.

Para 2014, se estima que el apalancamiento no superará las 3x. En este período, el endeudamiento alcanzará su punto más alto, sin que existan ingresos adicionales asociados debido al período de construcción en Quimbo. Con la entrada de esta central y la operación del proyecto Salaco se espera un desapalancamiento rápido; la métrica de apalancamiento estimada para 2016 es de 2,5x.

Deuda Total y Métricas de Apalancamiento

COP millones	2010	2011	2012	2013	UDM Mar. 2014
Deuda Total	1.751.162	2.247.485	2.732.587	3.290.769	3.183.656
Deuda/EBITDA	1,6	1,8	2,0	2,2	2,1
Deuda Neta/EBITDA(R)	1,3	1,4	1,4	1,7	1,8

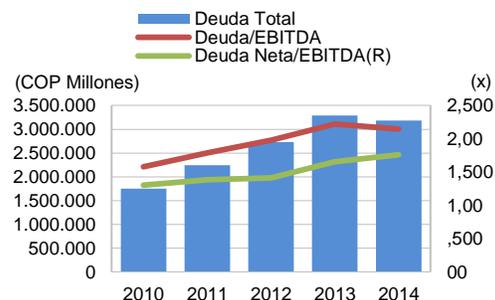
Fuente: EMGESA

Conservadora Estrategia Financiera: Emgesa ha mantenido una estrategia intensiva de capital para expandir su parque generador. A juicio de Fitch, la magnitud de los proyectos y el esquema de financiación han sido manejables. La estrategia financiera de Emgesa es conservadora. Históricamente, la compañía ha financiado sus inversiones de capital con una combinación de deuda y flujos propios, estrategia que se espera que mantenga en el futuro.

Análisis de Flujos de Caja

La terminación del proyecto de Quimbo y el fortalecimiento de la cadena Salaco son hitos que durante 2014 y 2015, respectivamente, fortalecerán la generación de efectivo. Con la finalización de ambos, la capacidad instalada incrementará hasta los 3.459 MW. Este aumento podría permitir el incremento de su EBITDA en un 35%, llevándolo hasta niveles entre COP1,8 y COP1,9 billones al año y márgenes EBITDA de 65%.

Deuda Total y Apalancamientos



Fuente: EMGESA

A finales de 2014, la planta hidroeléctrica El Quimbo deberá entregar 400 GWh/año para el Sistema Nacional de Transmisión correspondientes a obligaciones de energía en firme, lo que representa un pago de USD5,6 millones para 2014. Las obligaciones de energía en firme de El Quimbo incrementarán gradualmente a partir de 2014 hasta alcanzar los 1.650 GWh/año. Dado que las plantas no estarán disponibles hasta el primer semestre de 2015, Emgesa está obligada a respaldar el 100% de las obligaciones de energía en

firme que tiene asignadas al Quimbo con otros agentes y/o con plantas propias. Actualmente, 95% de éstas están respaldadas con las plantas propias de Emgesa y sólo el 5% restante ha tenido que ser respaldado a través de contratos con otros agentes.

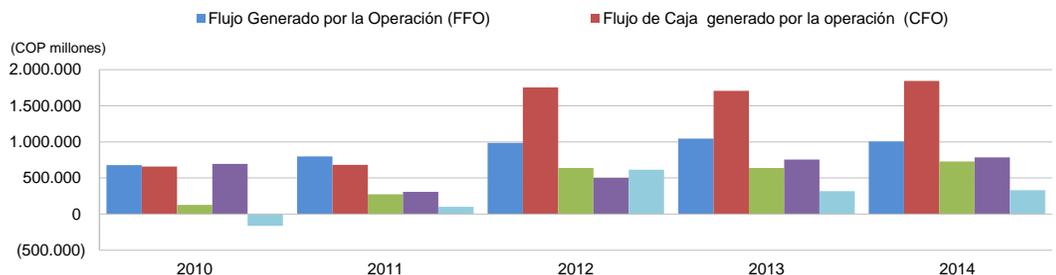
Fuerte Generación de Efectivo: Por su naturaleza, el flujo de caja de las generadoras de energía hidráulica está expuesto a variaciones en la hidrología y en los precios de la energía y combustibles. No obstante, los flujos de efectivo de Emgesa de los últimos 5 años, impactados por condiciones climáticas adversas, se han mostrado estables como resultado de la diversificación de sus fuentes de captación de agua y características de sus centrales, superando al de su grupo de pares. El EBITDA se ha mantenido alrededor de COP1,27 billones y los márgenes EBITDA han estado entre 58% y 65%, ubicados en la cota superior respecto a su grupo de pares.

Plan de Expansión: El plan de expansión de Emgesa incluye la construcción de la central hidroeléctrica de El Quimbo y la repotenciación del proyecto hidroeléctrico Salaco. La inversión presupuestada para El Quimbo pasó a USD1.093 millones de USD837 millones. A marzo de 2014, la obra estaba adelantada en un 64,82%, con una inversión acumulada de aproximadamente USD639,8 millones (58,5% del presupuesto). La construcción comenzó en octubre de 2010 y su finalización se estima para el primer semestre de 2015. El proyecto Salaco, mediante el cual se rehabilitarán seis unidades de generación, tiene un costo estimado de USD43,7 millones y se estima que esté terminado hacia los primeros meses de 2015.

Alta Capacidad para Absorber Sobrecostos: La ejecución del proyecto de Quimbo ha presentado sobrecostos de alrededor del 30% respecto de lo presupuestado, en términos de moneda corriente con referencia a 2010. El costo actual del proyecto es de USD1.093 millones. Los sobrecostos se explican principalmente por ajustes en el plan de gestión socioambiental, la presa y obras civiles e ingeniería. Se considera que el perfil financiero es lo suficientemente robusto para absorber los costos adicionales derivados del proyecto. El costo por MW se mantiene alrededor de USD2,7 millones, ubicándose en el rango promedio respecto de proyectos de generación hidráulicos desarrollados en Colombia.

Repartición de Dividendos del 100%: El direccionamiento de los accionistas de Emgesa incluye un compromiso para votar favorablemente para distribuir el máximo posible de dividendos cada año. Dado lo anterior, el ratio de distribución de dividendos ha sido históricamente el 100% de la utilidad líquida distribuable. Los dividendos decretados para 2013 ascendieron a COP870.141. El 62,5% de su pago se realizará en 2014 y el restante 37,5% en 2015. En el futuro, los escenarios estimados mantienen esta política de repartición.

Evolución del Flujo de Caja Libre



Fuente: EMGESA

Flujos de Caja Libre Negativo en 2014 y 2015: Los próximos 2 años tendrán altas erogaciones de efectivo, derivadas de las altas inversiones de capital por el plan de expansión y de su exigente política de dividendos. No se descarta que, durante los períodos comprendidos entre 2014 y 2015, el Flujo de Caja Libre alcance valores negativos, sin que esto represente un riesgo para las calificaciones. Durante 2013, Emgesa ejecutó Capex por COP669.493 millones, repartió dividendos por COP753.557 millones y tuvo un Flujo de Caja Libre de COP330.599 millones.

Historia de la Calificación

Calificación Nacional de Largo Plazo

Fecha	CNLP	Perspectiva
16-may-2013	AAA(col)	Estable
18-may-2012	AAA(col)	Estable
23-may-2011	AAA(col)	Estable
20-may-2010	AAA(col)	Estable
28-jul-2009	AAA(col)	Estable

CNLP: Calificación Nacional de Largo Plazo

Fuente: Fitch

Factores Críticos de Calificación

- Sólida Posición de Negocio
- Generación Estable y Predecible de Efectivo
- Apalancamiento Modesto y Robusta Liquidez
- Fuerte Plan de Inversiones
- Importancia Estratégica de Emgesa para el Grupo Endesa

Perfil de La Compañía

Competencia Central: Emgesa fue constituida en 1997 para administrar el negocio de generación y comercialización de energía, posterior al proceso de capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP (EEB). En dicho proceso también se definió que el negocio de transmisión estaría a cargo de EEB y, por otro lado, que los negocios de distribución y comercialización serían responsabilidad de Codensa S.A. E.S.P.

Análisis de Emisores Comparables

USD millones	EMGESA S.A	EPM	ISAGEN	ENERSIS
UDM a partir de	31 dic 2013	31 dic 2013	31 dic 2013	31 dic 2013
Calificación Internacional	BBB	BBB	BBB-	BBB+
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable

Estadísticas Financieras

Ventas Netas	1.190	7.009	1.049	13.728
Variación de Ventas	(1,4)	13,6	(25,2)	17,8
EBITDA	765	2.043	347	4.138
Margen de EBITDA (%)	0,6	0,3	0,4	0,3
Flujo de Fondos Libre (FFL)	342	(353)	(545)	1.014
Deuda Total Ajustada	1.543	4.226	1.177	7.635
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	444	820	101	1.819
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	546	1.505	188	3.088
Inversiones de Capital	(353)	(1.040)	(617)	(1.101)

Indicadores Crediticios

EBITDA/Intereses Financieros Brutos	10,9	7,0	14,9	4,4
(FFL+Caja)/Servicio de Deuda	6,6	1,6	6,8	1,6
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	2,0	2,1	3,5	1,8

Fuente: Fitch

A pesar de que EEB mantiene una participación mayoritaria en la compañía, 14,07% de sus acciones son de tipo preferencial sin derecho a voto, lo que determina que el Grupo Endesa sea el controlador. A su vez, Endesa es propiedad de la compañía eléctrica italiana Enel, que posee el 92% de sus acciones.

Fuerte Posición Competitiva: Emgesa es la segunda generadora de energía de Colombia, con 20.3% del total de la capacidad instalada del país a marzo de 2014. Cuenta con una capacidad bruta de generación de 2.975 MW, compuesta en un 85,1% por generación hidroeléctrica y 14,9% térmica. Emgesa tiene el segundo lugar en términos de generación eléctrica para el sistema nacional, con 2.991 GWh generados a marzo de 2014, los cuales representaron 19,1% de la total del país.

Estrategia Comercial y de Negocio: La estrategia comercial de la compañía ha contribuido a fortalecer su posición competitiva y ha favorecido la estabilidad financiera del negocio.

Históricamente, la estrategia comercial de Emgesa ha tenido como objetivo realizar cerca del 70% de las ventas de energía a través de contratos. Aunque la generación de energía es una actividad más vulnerable a los cambios en la hidrología y a los precios de la energía y combustibles, la administración de Emgesa ha demostrado una gestión conservadora y profesional que ha redundado en flujos de caja razonablemente estables en el tiempo.

Tendencia de Negocio

Dinámica de Ingresos

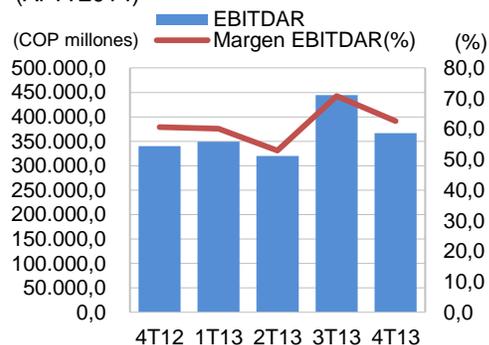
(Al 1T2014)



Fuente: EMGESA

Dinámica EBITDA

(Al 1T2014)

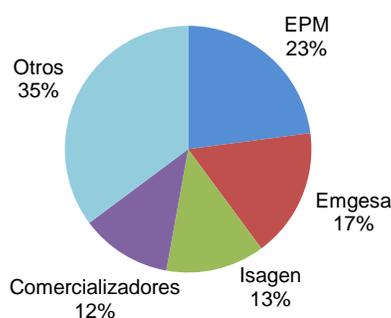


Fuente: EMGESA

Operaciones

Activos Diversificados: Emgesa cuenta con importantes activos generadores que presentan una relativa complementariedad hidrológica entre sí, ya que se encuentran localizados geográficamente en regiones con cuencas hidrológicas diferentes. Esta circunstancia le permite mitigar de cierta forma el riesgo hidrológico del negocio. Del total de su capacidad instalada, 85% proviene de plantas de generación hidráulica y 15% de térmicas.

Participación de Mercado Mayorista



Fuente: Fitch

Estadísticas Operativas

	2013	2012	2011	2010	2009
Capacidad de Generación MW	2925	2914	2914	2914	2914
% Hidro.	86,08%	84,8	84,8	84,8	84,8
% Combustible & Carbón	13,92%	15,20%	15,20%	15,20%	14,40%
Producción (Gwh)	12.747	13.294	12.092	11.305	12.660
% Hidro.	92,50%	95,50%	96,20%	91%	92%
% Termo.	7,50%	4,5%	3,8%	9,1%	7,7%
Ventas (Gwh)	16090	16.304	15.112	14.817	16.807
Clientes Regulados (%Ventas)	52,38%	53,25%	51,00%	56,30%	56,00%
Clientes No Regulados (% ventas)	20%	18,60%	19,00%	17,60%	15,00%
Ventas Bolsa (% Ventas)	28%	28,12%	30%	26,10%	28,80%

Fuente: EMGESA

Estrategia

Emgesa espera que su capacidad de generación de energía crezca alrededor de 1.500 MW para 2018. La principal fuente de crecimiento será proporcionada por el proyecto El Quimbo y el fortalecimiento de sus plantas menores integradas en la cadena Salaco. El desarrollo de una cartera de inversiones en proceso de evaluación podría ejecutarse en la medida que existan crecimientos relevantes en la demanda de energía del país.

Proyecto El Quimbo: Emgesa está desarrollando el proyecto hidroeléctrico El Quimbo, cuya capacidad instalada será de 400MW y aportará a la empresa una generación media de 2.216 GWh por año. A marzo de 2014, la inversión total en el proyecto se estima en USD1.093 millones, lo que es 30,6% superior a la estimada inicialmente. El incremento es consecuencia de un aumento en el presupuesto, principalmente en los planes de gestión socioambiental. Los sobrecostos se financian mediante deuda financiera. La inversión se realiza desde finales de 2010 y se tiene previsto que la central entre en operación en el primer semestre de 2015.

Proyecto Salaco: Emgesa tiene el objetivo de repotenciar seis unidades de generación, con lo que espera aumentar su capacidad de generación a 221 MW desde 76,2 MW, lo que derivará en un incremento medio de energía generada de alrededor 482 GWh/año. El proyecto tendrá una duración de 2 años y un costo de aproximadamente USD43,7 millones. Su fecha de entrega está estimada para principios de 2015 y su avance a marzo de 2014 es del 77.2%

Características de las Emisiones de Valores

Tercera Emisión de Bonos

Durante 2005 y 2006, la empresa emitió recursos por COP250.000 millones, colocados a una tasa cupón de IPC+ 5,04% y con vencimientos en febrero de 2015. Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados para la sustitución de deuda financiera.

Programa de Emisión y Colocación de Bonos por hasta COP \$2,75 Billones

El Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios contó inicialmente con un cupo global de hasta COP700.000 millones, el cual se amplió en 2009 a COP1,9 billones. Con estos recursos, Emgesa financió las necesidades del proyecto El Quimbo para el período 2011-2013. Una vez agotado el cupo global del programa de bonos en septiembre de 2013, Emgesa tramitó su ampliación en COP850.000 millones adicionales para lograr un cupo global de hasta COP2.75 billones, con la expectativa de fondear la inversión restante de la Central Hidroeléctrica de El Quimbo.

Programa de Emisión de Bonos Nacionales, Internacionales y Deuda Bancaria

Descripción	Rendimiento	Vencimiento	Montos Contables
Bonos Tercera Emisión Primer Lote	Sub-serie A7: IPC+5,04%	23-feb-2015	210.000
Bonos Tercera Emisión Primer Lote	Sub-serie A7: IPC+5,04%	23-feb-2015	40.000
Bonos Cuarta Emisión (Primera Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B10: IPC+5,15%	20-feb-2017	170.000
Bonos Quinta Emisión (Segunda Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B10: IPC+5,78%	11-feb-2019	160.060
Bonos Quinta Emisión (Segunda Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B15: IPC+5,78%	11-feb-2019	55.500
Bonos Sexta Emisión (Tercera Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie E-5: IPC+9,27%	02-jul-2014	92.220
Bonos Quinta Emisión (Segunda Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B-9: IPC+5,90%	02-jul-2018	218.200
Bonos Quinta Emisión (Segunda Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B-12: IPC+6,10%	02-jul-2021	89.580
Bonos Séptima Emisión (Cuarta Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B-10: IPC+3,52%	31-dic-2022	300.000
Bonos Séptima Emisión (Cuarta Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B-15: IPC+3,64%	31-dic-2027	200.000
Bonos Octavo Emisión (Quinto Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B-6: IPC+4,25%	11-sep-2019	201.970
Bonos Octavo Emisión (Quinto Emisión Bajo el Programa)	Sub-serie B-12: IPC+5,00%	11-sep-2025	363.030
Total			2.100.560
Bonos Internacionales			
144 A/Reg S	8,75%	25-ene-2021	736.760
Total			736.760
Banco Local			
BBVA Colombia	IBR+3,55% M.V.	19-dic-2023	225.000
Corpbanca	IBR+3,7% T.A	19-dic-2023	80.000
Total Banco Local			305.000

Fuente: EMGESA

EMGESA S.A. E.S.P. Resumen Financiero

(COP millones)

Rentabilidad	UDM 31 mar 2014	2013	2012	2011	2010
EBITDA	1.483.499	1.480.319	1.379.307	1.256.232	1.109.126
EBITDAR	1.483.499	1.480.319	1.379.307	1.256.232	1.109.126
Margen de EBITDA (%)	62,7	61,7	64,3	66,1	58,8
Margen de EBITDAR (%)	62,7	61,7	64,3	66,1	58,8
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	13,6	12,8	13,1	12,3	11,8
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	14,0	13,2	28,7	5,3	(8,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	17,0	15,1	14,0	12,6	10,3
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	9,3	9,8	8,8	6,4	5,9
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	12,2	12,5	10,9	8,5	8,0
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	12,2	12,5	10,9	8,5	8,0
EBITDA/Servicio de Deuda	2,9	4,1	5,9	2,2	2,2
EBITDAR/Servicio de Deuda	2,9	4,1	5,9	2,2	2,2
FGO/Cargos Fijos	9,3	9,8	8,8	6,4	5,9
FFL/Servicio de Deuda	0,9	1,2	3,2	0,4	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	2,0	3,5	6,6	1,3	0,6
FGO/Inversiones de Capital	2,5	2,7	2,8	2,5	5,2

Estructura de Capital y Endeudamiento (x)

Deuda Total Ajustada/FGO	2,8	2,8	2,5	2,4	2,1
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	2,1	2,2	2,0	1,8	1,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	1,8	1,7	1,4	1,4	1,3
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	2,1	2,2	2,0	1,8	1,6
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	1,8	1,7	1,4	1,4	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,2	3,9	5,1	7,4	7,7
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2

Balance

Total Activos	9.703.685	9.785.473	9.140.079	8.265.858	7.780.872
Caja e Inversiones Corrientes	570.712	837.264	785.375	511.654	306.803
Deuda Corto Plazo	383.556	240.669	105.827	425.725	361.153
Deuda Largo Plazo	2.800.100	3.050.100	2.626.760	1.821.760	1.390.009
Deuda Total	3.183.656	3.290.769	2.732.587	2.247.485	1.751.162
Total Patrimonio	5.135.298	5.806.219	5.721.350	5.443.061	5.132.679
Total Capital Ajustado	8.318.954	9.096.988	8.453.937	7.690.546	6.883.841

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.006.787	1.045.714	984.667	796.769	676.734
Variación del Capital de Trabajo	836.008	660.887	768.967	(115.081)	(18.924)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.842.795	1.706.601	1.753.634	681.688	657.810
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(728.667)	(636.387)	(636.378)	(274.744)	(126.626)
Dividendos	(783.529)	(753.557)	(501.845)	(305.613)	(696.083)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	330.599	316.657	615.411	101.331	(164.899)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	—	—	—	—	—
Otras Inversiones, Neto	(889.944)	(798.383)	(718.142)	(229.131)	—
Variación Neta de Deuda	510.826	558.182	420.934	361.419	267.695
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	(444.778)
Otros (Inversión y Financiación)	(24.568)	(24.568)	(44.481)	(28.768)	—
Variación de Caja	(73.087)	51.888	273.722	204.851	(341.982)

Estado de Resultados

Ventas Netas	2.364.923	2.397.428	2.144.329	1.899.158	1.886.779
Variación de Ventas (%)	(1,4)	11,8	12,9	0,7	(2,2)
EBIT	1.336.938	1.330.628	1.234.160	1.104.498	970.728
Intereses Financieros Brutos	121.569	118.772	126.198	147.465	138.263
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	871.741	870.141	783.529	667.756	571.976

Fuente: EMGESA

Relación con Medios:

Consuelo Pérez, Bogotá
Tel. + 571 326-9999 Ext. 1310
Email: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 22 de mayo de 2013.
Acta Número: 3106
Objeto del Comité: Revisión anual.

Definición de la Calificación Largo Plazo: Las emisiones calificadas en 'AAA(col)' representan 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.

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

Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:

- Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Agosto 29, 2013)
- Metodología Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Septiembre 02, 2013)

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.

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. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Glacia Calp, Jorge Yanes y Alberto Santos. *Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora www.fitchratings.com.co

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.

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. 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 INTERÉS, 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 © 2014 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 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.