

24 de agosto de 2018

## S&P Global Ratings confirma calificaciones de riesgo crediticio y de emisión de 'BBB' de Emgesa S.A. E.S.P.; la perspectiva es estable

### Contactos analíticos:

Marcelo Schwarz, CFA, São Paulo, 55 (11) 3039-9782, marcelo.schwarz@spglobal.com

Vinicius Ferreira, São Paulo, 55 (11) 3039-9763, vinicius.ferreira@spglobal.com

---

### Resumen

- La empresa generadora de energía con sede en Colombia, Emgesa, se beneficia de ser una subsidiaria clave de Enel Américas, lo cual nos permite calificarla por arriba de la calificación soberana de Colombia.
- Esperamos que Emgesa mantenga indicadores crediticios conservadores durante los próximos años, con base en nuestras expectativas de que la compañía continuará presentando un fuerte desempeño operativo, el cual debería ser suficiente para cubrir los gastos de capital (capex) y a la vez mantener pagos de dividendos significativos.
- Confirmamos nuestra calificación de riesgo crediticio y de emisión de 'BBB' de Emgesa. También mantenemos sin cambio su perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés) de 'bbb'.
- La perspectiva estable de Emgesa refleja nuestras expectativas de que seguirá siendo una subsidiaria fundamental de Enel Américas y que la calidad crediticia de esta última no empeorará en los próximos dos años, mientras que Emgesa continúa reportando deuda a EBITDA por debajo de 2.0 veces (x) y fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda por arriba de 30% en los próximos dos años.

### Acción de Calificación

**São Paulo, 24 de agosto de 2018** – S&P Global Ratings confirmó sus calificaciones de riesgo crediticio y de emisión de largo plazo de 'BBB' de [Emgesa S.A. E.S.P.](#) La perspectiva es estable. El SACP de la compañía de 'bbb' también se mantiene sin cambios.

## Fundamento

La confirmación de nuestras calificaciones de 'BBB' refleja nuestra opinión de que Emgesa es una subsidiaria fundamental de [Enel Américas S.A.](#) (Enel Américas: BBB/Estable/--). En nuestra opinión, la compañía es integral para la identidad del grupo y su estrategia y, por lo tanto, debería recibir respaldo de la matriz bajo cualquier circunstancia previsible. Por esta razón, equiparamos nuestras calificaciones de Emgesa con las de Enel Américas, lo que nos permite calificarla por arriba de la calificación soberana de [Colombia](#) (moneda extranjera BBB-/Estable/A-3; moneda local BBB/Estable/A-2). Además, esperamos que Emgesa mantenga niveles indicadores crediticios confortables, con deuda a EBITDA por debajo de 2.0x y FFO a deuda por arriba de 30% en los próximos años. Las calificaciones de emisión de Emgesa son las mismas que las del riesgo crediticio, dado que la misma no es garantizada.

Emgesa opera en un entorno regulatorio estable. Emgesa se beneficia de su posición como la mayor generadora de electricidad en Colombia por capacidad instalada, y le provee energía a cerca de 20% del sistema interconectado nacional con 3,467 megavatios (MW), de los cuales 89% son de base hídrica. La compañía tiene una base diversificada de activos; tiene 13 plantas eléctricas, 11 de las cuales son hidroeléctricas y dos, térmicas (petróleo, gas y carbón). Su capacidad hidroeléctrica es eficiente, con niveles promedio de disponibilidad por arriba de 90% en los últimos tres años.

En adelante, esperamos que Emgesa mantenga su estrategia comercial de vender la mayoría de su capacidad mediante contratos a mediano plazo con distribuidores y grandes consumidores. Proyectamos que continuará manteniendo sus ventas de mercado spot y capacidad térmica como cobertura contra el riesgo hidrológico, como lo hizo durante el patrón climático de El Niño que empezó en 2015 y finalizó a mediados de 2016. Esta estrategia le permite a la compañía afrontar las débiles condiciones hidrológicas a la vez que mantiene una generación relativamente estable de flujo de efectivo.

Nuestro escenario base para 2018 y 2019 supone los siguientes factores:

- Crecimiento del producto interno bruto de Colombia (PIB) de 2.5% en 2018 y 2.6% en 2019 (lo que incrementa la demanda de energía), y el índice de precios al consumidor (IPC) de 3.7% y 3.5% en los mismos años (lo que influyen en los costos y en los precios contratados de la energía).
- Condiciones hidrológicas normales, sin sequía durante los próximos años, lo que lleva a menores precios de la energía de los que habíamos estimado.
- Capex en torno a \$400,000 millones de pesos colombianos (COP) en los próximos dos años, principalmente para mantener las plantas de Emgesa y para algunos proyectos.
- Un pago de dividendos de 70% sobre el ingreso neto.

Con base en estos supuestos, esperamos los siguientes indicadores crediticios para 2018 y 2019:

- Deuda neta a EBITDA por debajo de 2.0x.
- FFO a deuda neta por arriba de 30%.
- Flujo de efectivo operativo libre (FOCF, por sus siglas en inglés) a deuda por arriba de 15%.

### *Respaldo de grupo*

Consideramos a Emgesa como una subsidiaria fundamental de Enel Américas, su accionista controlador. Esperamos que la matriz tenga la capacidad y disposición de proveer respaldo suficiente, incluso durante un potencial incumplimiento soberano. Esta opinión nos permite no limitar las calificaciones de Emgesa con las de Colombia, y también provee protección contra inconvenientes en caso de que la calidad

crediticia de Emgesa se empeore de manera individual. Enel Américas tiene 56.4% de las acciones con voto de Emgesa, mientras que [Grupo Energía de Bogotá S.A. E.S.P.](#) (GEB; BBB-/Estable/--) tiene 43.5% de la participación.

### *Liquidez*

Evaluamos la liquidez de Emgesa como adecuada. Esperamos que las fuentes de liquidez consolidadas excedan los usos en por lo menos 1.2x en los próximos dos años, lo que brinda protección contra eventos adversos. Asimismo, esperamos que las fuentes excedan los usos, incluso si el EBITDA cayera 15%. La compañía también puede retener efectivo discrecional mediante la reducción de sus grandes dividendos. En nuestra opinión, Emgesa tiene flexibilidad financiera adecuada con acceso comprobado a los mercados de capital y a los bancos. Además, Emgesa no está sujeta a restricciones financieras (*covenants*) en sus bonos vigentes siempre y cuando esté calificada en la categoría de grado de inversión.

Las principales fuentes de liquidez de Emgesa son:

- Balance de efectivo e inversión de corto plazo de COP350,000 millones al 31 de marzo de 2018.
- FFO en torno a COP1.1 billones.
- Una facilidad de US\$100 millones completamente disponibles con su compañía hermana Codensa S.A. E.S.P. (no calificada).

Principales usos de liquidez:

- Deuda de corto plazo de cerca de COP700,000 millones al 31 de marzo de 2018.
- Capex de mantenimiento en torno a COP200,000 millones.
- Pago flexible de dividendos.

### **Perspectiva**

La perspectiva estable de Emgesa refleja nuestra expectativa de que la compañía seguirá siendo una subsidiaria fundamental para Enel Américas y que su matriz la respaldará incluso en un escenario hipotético de estrés soberano.

### *Escenario negativo*

Podríamos bajar la calificación de Emgesa en los próximos 12 a 24 meses si bajáramos la de Enel Américas, o si llegáramos a considerar que esta última tiene menores incentivos para respaldar a la empresa.

Podríamos revisar a la baja el SACP de Emgesa si se deteriora su perfil de riesgo financiero, debido, por ejemplo, a una estrategia comercial más agresiva en medio de peores condiciones hidrológicas o a un plan de expansión más agresivo, que lleve a un índice de deuda a EBITDA de más de 3.0x y de FFO a deuda por debajo de 30% de manera consistente en 2017 y 2018.

### *Escenario positivo*

Una acción de calificación positiva sobre Enel Américas en los próximos 12 a 24 meses podría llevarnos a subir la calificación de Emgesa. Además, podríamos revisar su SACP al alza si vemos una mejora consistente en los índices financieros de Emgesa, lo cual podría ocurrir tras una combinación de menores pagos de dividendos con menores inversiones, lo que llevaría a un índice de deuda a EBITDA inferior a 1.5x y FFO a deuda por arriba de 45%.

## Síntesis de los factores de calificación

EMGESA S.A. E.S.P.	
Calificación crediticia de emisor	BBB/Estable/--
Riesgo del negocio	Satisfactorio
Riesgo país	Moderadamente alto
Riesgo de la industria	Moderadamente alto
Posición competitiva	Satisfactoria
Riesgo financiero	Intermedio
Flujo de efectivo/apalancamiento	Intermedio
Ancla	bbb
Modificadores	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Satisfactoria (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Neutral (sin impacto)
Perfil crediticio individual	bbb
Perfil crediticio de grupo	bbb
Estatus de la entidad dentro del grupo	Fundamental ( <i>core</i> )

## Criterios y Artículos Relacionados

### Criterios

- [Reflejando el riesgo de subordinación en las calificaciones de emisiones corporativas](#), 28 de marzo de 2018.
- *Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings*, 7 de abril de 2017.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Factores Crediticios Clave para la Industria No Regulada Del Gas y La Electricidad](#), 28 de marzo de 2014.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Calificaciones por arriba del soberano - Calificaciones de empresas y gobiernos: Metodología y Supuestos](#), 19 de noviembre de 2013
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.

- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Perfiles Crediticios Individuales: Un componente de las calificaciones](#), 1 de octubre de 2010.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.

#### *Artículos Relacionados*

- [S&P Global Ratings revisa perspectiva a estable de negativa de Emgesa S.A. E.S.P. por respaldo esperado de la matriz; confirma calificación de 'BBB'](#), 1 de septiembre de 2017.

*Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Para obtener mayor información vea nuestros Criterios de Calificación en [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx)*

Copyright © 2018 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoradora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

*S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingdirect.com](http://www.ratingdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).*