

## Emgesa S.A. E.S.P.

Tipo de Calificación	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmada el 15 de abril de 2019
Corto Plazo	F1+(col)	Estable	Afirmada el 15 de abril de 2019

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones](#)

### Resumen de Información Financiera

	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019P	Dic 2020P
Ingresos Netos (COP millones)	3.425.090	3.718.537	4.119.910	4.358.631
Margen de EBITDAR Operativo (%)	60,1	56,3	51,7	54,6
Flujo de Fondos Libre (COP millones)	231.933	709.283	44.285	341.831
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo (x)	2,1	1,9	1,6	1,6
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados + Arrendamientos (x)	5,5	6,6	7,5	8,3

P – Proyección. x – Veces.  
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Fitch Ratings afirmó en 'AAA(col)' y 'F1+(col)' las calificaciones nacionales de largo y corto plazo de Emgesa S.A. E.S.P. (Emgesa), respectivamente. Asimismo, afirmó en 'AAA(col)' y 'F1+(col)' las calificaciones del programa de bonos y papeles comerciales por COP4,4 billones de Emgesa. La Perspectiva es Estable.

Las calificaciones de Emgesa reflejan su perfil de negocio sólido, que se respalda en su posición competitiva fuerte y diversificación de activos de generación en el mercado de generación eléctrica de Colombia. La compañía mantiene una generación robusta de flujo de caja operativo (FCO) que, aunado a las necesidades limitadas de inversiones de capital, fundamenta la expectativa de Fitch del mantenimiento de apalancamiento bajo en el mediano plazo. Las calificaciones también incorporan la posición adecuada de liquidez de la entidad, así como la importancia estratégica de Emgesa para sus accionistas.

### Factores Clave de las Calificaciones

**Perfil de Negocio Sólido:** Las calificaciones de Emgesa están respaldadas por su posición de negocio robusta dentro del mercado de generación eléctrica en Colombia. Al cierre de 2018, la empresa se convirtió en el generador más grande del país, en términos de capacidad instalada y concentró alrededor de 20% de la capacidad de generación del país. Durante 2018, Emgesa incrementó su capacidad instalada hasta a 3.501 megavatios (MW), desde 3.467 MW, luego de completar inversiones en sus activos existentes. Además, generó 14.043 gigavatios-hora (GWh) de energía eléctrica, una reducción de 5% con respecto al año anterior. Esto se debió a que la compañía administró sus embalses en anticipación a las condiciones de hidrología baja que se esperaban hacia finales de 2018 y comienzos de 2019.

**Estructura de Capital Conservadora:** Fitch espera que Emgesa mantenga una generación de flujo de fondos libre (FFL) positiva bajo condiciones normales de hidrología en el mediano plazo, impulsado principalmente por niveles de EBITDA en un rango entre COP2 billones a COP2,5 billones. La agencia anticipa que en los próximos años la generación operativa de Emgesa podría estar impulsada por incrementos posibles de precios en el mercado *spot*, comparado con los niveles registrados en 2017 y 2018, producto del aumento en la demanda de energía y la estabilidad en la capacidad de generación durante 2019 y 2020.

Además, bajo el escenario de proyección de Fitch, la generación de FFL de la empresa se beneficiará de los

requerimientos limitados de inversiones de capital y la reducción de su política de dividendos hasta alrededor de 70% de la utilidad neta, desde cerca de 100%. Esto debe reflejarse en una reducción mayor del apalancamiento de la compañía en los próximos años. Fitch anticipa que los niveles de apalancamiento tenderán hacia 1,5 veces (x) en el mediano plazo, desde 1,9x al cierre de 2018.

**Riesgo de Negocio Moderado:** El tamaño de la compañía dentro del sector generador de Colombia y la diversificación de su matriz de generación mitigan el riesgo de la operación en el segmento de generación eléctrica en Colombia, el cual depende de las condiciones hidrológicas prevalecientes en el país, así como del precio de la energía y los combustibles. Asimismo, este sector todavía mantiene ventas en contratos con vida promedio inferiores al compararlas con las de otros países en la región, lo cual expone a los generadores a cierto riesgo de recontractación. Emgesa combina diversificación geográfica de sus activos con una capacidad de respaldo termoeléctrico que alcanza 408 MW, lo que mitiga el riesgo hidrológico por la concentración en 88% en activos de generación hidroeléctrica.

**Estrategia Comercial Implicaría Riesgos Hidrológicos:** La estrategia comercial de Emgesa se ha reflejado consistentemente en una generación robusta de EBITDA. Históricamente, la empresa había dirigido alrededor de 70% a 75% de sus ventas a través contratos. Sin embargo, durante 2017 y 2018, Emgesa ajustó su política comercial al incrementar hasta cerca de 85% de sus ventas en contratos en su mezcla de ventas, para capturar precios mayores en un ambiente de precios bajos en el mercado de bolsa. Esta política comercial podría exponer teóricamente a Emgesa a volatilidad en los resultados en una eventual condición hidrológica adversa no anticipada o accidentes mayores en algunas de sus plantas más importantes, dado que la compañía podría verse obligada a comprar energía en el mercado *spot*, en el cual los precios responden súbitamente a las condiciones hidrológicas presentes o esperadas. Emgesa se cubre contra estos riesgos a través de la diversificación geográfica de sus activos de generación, así como por tener 408 MW en activos termoeléctricos y comprar energía en contratos. Esta diversificación le ha permitido a la compañía mantener una generación de electricidad estable en medio de temporadas de hidrología muy baja.

**Importancia Estratégica para Accionistas:** Enel S.p.A. ('A-', Perspectiva Estable) a través de la filial Enel Américas S.A. (ex Enersis Américas) ('BBB+', Perspectiva Estable) es el accionista controlante de Emgesa. En conjunto, tienen una participación económica de 48,5% en Emgesa y 56,4% de los derechos de voto. Emgesa es un activo importante para Enel y representó alrededor de 24% del EBITDA en el negocio de generación eléctrica en Latinoamérica durante 2018. Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. (GEB, BBB, con Perspectiva Estable) mantiene una participación significativa en Emgesa con 51,5% de los derechos económicos y 43,6% de los derechos de voto.

Durante 2017 y 2018, GEB inició un proceso de arbitraje en contra de Enel Américas y Emgesa, respectivamente, relacionado con la distribución de utilidades de Emgesa y transacciones con partes relacionadas. Actualmente, existe visibilidad limitada sobre los impactos potenciales de la resolución de estos procesos de arbitraje en las métricas crediticias de Emgesa prospectivas, pero en términos generales, Fitch considera que el perfil crediticio sólido de Emgesa puede afrontar un escenario razonable adverso para la empresa.

## Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

Derivación de las Calificaciones frente a los Pares	
Comparación con Pares	Emgesa está bien posicionada con respecto a pares con calificación nacional que participan en el segmento de generación eléctrica, como son Isagen S.A. E.S.P. (Isagen), Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM) y Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. (EPSA), todas calificadas en 'AAA(col)'. Emgesa tiene la mayor capacidad instalada y la estructura de capital más conservadora dentro de este grupo de pares. Fitch proyecta el apalancamiento de Isagen en alrededor de 3x, mientras que para EPSA espera que se reduzca a 2,5x en el mediano plazo. El perfil crediticio de EPM se beneficia de su diversificación, tanto por negocios como geográfica, lo cual contribuye a su generación de flujo de caja sólido y predecible. Sin embargo, las calificaciones de EPM están en Observación Negativa dada la incertidumbre referente a desarrollo del proyecto Hidroituango.
Vínculo Matriz Subsidiaria	Fitch considera que hay un vínculo estratégico entre Emgesa y su accionista controlador, Grupo Enel debido a la importancia de la compañía en los resultados agregados del grupo.
Techo País	No aplica.
Entorno Operativo	No aplica.
Otros Factores	No aplican.
Fuente: Fitch Ratings	

## Sensibilidad de las Calificaciones

### Factores que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción de calificación negativa:

- una reducción importante de los precios de la energía, acompañada de una caída de la demanda eléctrica que presione de forma significativa la generación de EBITDA de la entidad;
- cambios regulatorios que presionen la capacidad de generación de flujo de caja de la entidad;
- un aumento sostenido en el apalancamiento superior a 3,5x;
- estrategia de crecimiento más agresiva que implique incrementos importantes de inversiones de capital, adquisiciones y apalancamiento.

## Liquidez y Estructura de la Deuda

**Liquidez Fuerte:** Fitch considera que la liquidez de Emgesa es fuerte, soportada en niveles de efectivo saludables, un FCO estable, requerimientos limitados de inversiones de capital y un perfil de vencimientos de deuda manejable. Al cierre de 2018, mantenía alrededor de COP640.000 millones en efectivo disponibles y alrededor de COP629.000 millones en deuda de corto plazo, de la cual COP395.000 millones correspondía a bonos locales que redimieron en febrero de 2019 y que la empresa canceló a través de generación interna de fondos. Fitch mantiene la expectativa de que la compañía generará flujo de caja libre positivo en el mediano plazo, el que contribuirá al pago de los vencimientos de deuda previstos en los próximos años.

Al cierre de 2018, Emgesa reportó alrededor de COP3,67 billones en deuda financiera, una reducción con respecto a los COP4 billones al cierre de 2017. Lo anterior debido a que la empresa utilizó su generación de flujo de caja positivo para redimir vencimientos de deuda. La deuda financiera de Emgesa está compuesta por emisiones de bonos locales (alrededor de 76% de la deuda total) una emisión de deuda internacional indexada a moneda local con vencimiento en enero 2021 (alrededor de 20% de la deuda total) y el saldo corresponde a créditos bancarios locales y arrendamientos financieros en moneda local. La totalidad de la deuda financiera se expresa en pesos colombianos. La agencia considera que el riesgo de refinanciamiento de Emgesa es bajo, dado el apalancamiento moderado y acceso amplio a fuentes de liquidez.

Al cierre de 2018, Emgesa reportó líneas de crédito no comprometidas por COP3,9 billones, conjuntamente con su empresa vinculada Codensa S.A. E.S.P. [AAA(col), Perspectiva Estable] y, además, tiene acceso a los mercados de

capitales locales e internacionales, lo cual refuerza su posición de liquidez. Emgesa tiene un perfil de amortización de deuda manejable comparado con su capacidad de generación operativa. Además, contrató una línea de crédito comprometida por COP200.000 millones con vencimiento en diciembre de 2019, con la intención de reforzar su posición de liquidez y mitigar riesgo de refinanciamiento.

## Vencimientos de Deuda y Liquidez Proyectados al Año Fiscal 2018

<b>Resumen de Liquidez</b>		
(COP millones)	<b>31 dic 2017</b>	<b>31 dic 2018</b>
Efectivo Disponible y Equivalentes	564.000	642.058
Inversiones de Corto Plazo	47.000	69.400
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	1.678	1.814
<b>Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch</b>	<b>609.322</b>	<b>709.644</b>
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
<b>Liquidez Total</b>	<b>609.322</b>	<b>709.644</b>
<b>EBITDA de los Últimos 12 meses</b>	<b>2.058.193</b>	<b>2.092.507</b>
<b>Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses</b>	<b>231.933</b>	<b>709.283</b>

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Emgesa.

<b>Vencimientos de Deuda Programados</b>	
(COP millones)	<b>31 dic 2018</b>
2019	629.038
2020	271.243
2021	856.340
2022	630.000
2023	320.130
Después	967.460
<b>Total de Vencimientos de Deuda</b>	<b>3.674.211</b>

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Emgesa.

## Supuestos Clave

### Supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor:

- la generación eléctrica de Emgesa se mantiene entre 14.500GWh y 15.000GWh durante el período 2019 a 2022;
- la política comercial de Emgesa mantiene sus ventas en contratos entre 70% y 85% de sus ventas totales;
- inversiones de capital (capex) se enfoca en activos existentes. No se contemplan incrementos significativos en capacidad instalada;
- razón de pago de dividendos se mantiene en 70%

## Información Financiera

(COP millones)	Histórico			Proyección		
	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021
<b>Resumen de Estado de Resultados</b>						
Ingresos Brutos	3.514.070	3.425.090	3.718.537	4.119.910	4.358.631	4.325.539
Crecimiento de Ingresos (%)	7,5	(2,5)	8,6	10,8	5,8	-0,8
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	1.882.637	2.058.193	2.092.507	2.130.720	2.380.900	2.387.693
Margen de EBITDA Operativo (%)	53,6	60,1	56,3	51,7	54,6	55,2
EBITDAR Operativo	1.882.637	2.058.193	2.092.507	2.130.720	2.380.900	2.387.693
Margen de EBITDAR Operativo (%)	53,6	60,1	56,3	51,7	54,6	55,2
EBIT Operativo	1.690.694	1.847.746	1.876.046	1.908.652	2.154.564	2.160.075
Margen de EBIT Operativo (%)	48,1	53,9	50,5	46,3	49,4	49,9
Intereses Financieros Brutos	(467.842)	(347.936)	(310.772)	(285.162)	(288.380)	(266.553)
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/	1.236.062	1.453.358	1.568.214	1.631.467	1.874.161	1.901.499
<b>Resumen de Balance General</b>						
Efectivo Disponible y Equivalentes	618.728	609.322	709.644	414.891	1.105.479	623.086
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.326.058	4.220.729	3.924.137	3.470.784	3.819.541	2.963.201
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.326.058	4.220.729	3.924.137	3.470.784	3.819.541	2.963.201
Deuda Neta	3.707.330	3.611.407	3.214.493	3.055.893	2.714.062	2.340.114
<b>Resumen de Flujo de Caja</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>						
Intereses Pagados en Efectivo	(450.134)	(375.206)	(314.964)	(285.162)	(288.380)	(266.553)
Impuestos Pagados en Efectivo	(464.395)	(416.402)	(471.236)	(538.384)	(599.731)	(589.465)
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos						
Distribuciones a Participaciones Minoritarias	0	0	0	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	219.059	62.045	163.477	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	1.227.924	1.349.410	1.488.988	1.307.174	1.492.788	1.531.675
Margen de FGO (%)	34,9	39,4	40,0	31,7	34,2	35,4
Variación del Capital de Trabajo	(56.146)	(198.533)	80.110	(187.958)	(9.860)	1.367
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	1.171.778	1.150.877	1.569.098	1.119.216	1.482.928	1.533.042
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0			
Inversiones de Capital (Capex)	(312.210)	(321.505)	(260.109)			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	8,9	9,4	7,0			
Dividendos Comunes	(795.166)	(597.439)	(599.706)			
Flujo de Fondos Libre (FFL)	64.402	231.933	709.283			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	(79.584)	(47.830)	(106.708)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	336.427	(240.667)	(524.517)	(339.038)	348.757	(856.340)
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	321.245	(56.564)	78.058	(294.753)	690.588	(482.393)
<b>Cálculos para la Publicación de Proyecciones</b>						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros						
Conceptos antes del FFL	(1.107.376)	(918.944)	(859.815)	(1.074.931)	(1.141.097)	(1.159.095)
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	64.402	231.933	709.283	44.285	341.831	373.947
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	1,8	6,8	19,1	1,1	7,8	8,6
<b>Razones de Cobertura (veces)</b>						
FGO a Intereses Financieros Brutos	3,6	4,5	5,7	5,6	6,2	6,7
FGO a Cargos Fijos	3,6	4,5	5,7	5,6	6,2	6,7
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	4,2	5,5	6,6	7,5	8,3	9,0
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	4,2	5,5	6,6	7,5	8,3	9,0
<b>Razones de Apalancamiento (veces)</b>						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	2,3	2,1	1,9	1,6	1,6	1,2
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	2,0	1,8	1,5	1,4	1,1	1,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,3	2,1	1,9	1,6	1,6	1,2
Deuda Ajustada respecto al FGO	2,6	2,5	2,2	2,2	2,1	1,6
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	2,3	2,1	1,8	1,9	1,5	1,3

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions

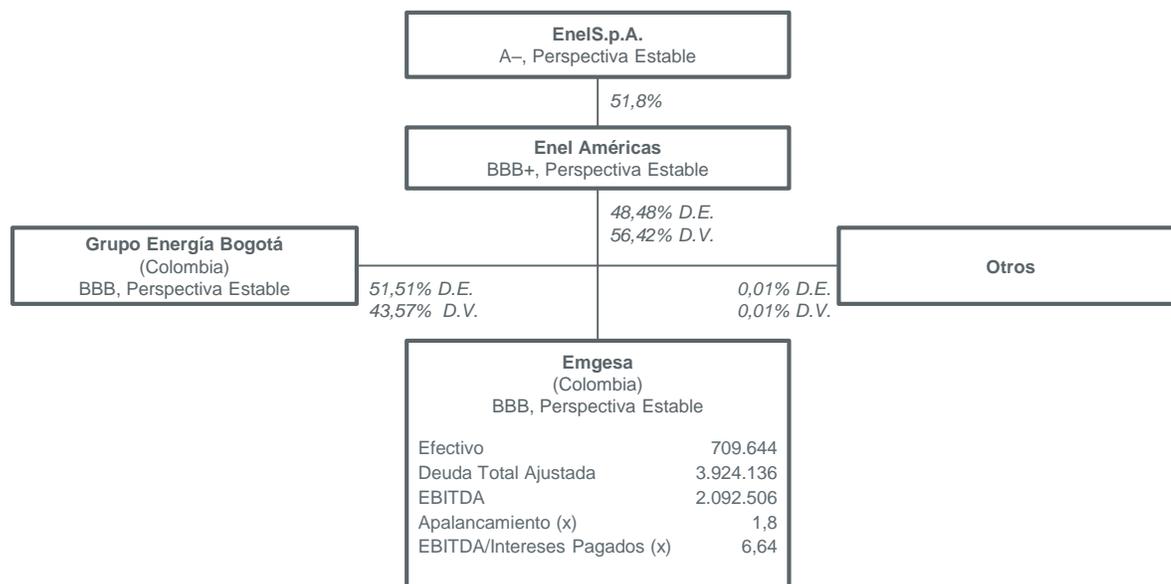
**Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas**

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por la agencia. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch utiliza para asignar una calificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de calificación de Fitch sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch que emplea los supuestos propios de la calificadoradora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

**Estructura Organizacional— Emgesa S.A. E.S.P.**

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2018)



D.E. – Derechos Económicos. D.V. – Derecho a Voto. x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Emgesa.

## Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Brutos (COP millones)	Margen EBITDAR Operativo (%)	Flujo de Fondos Libre (COP millones)	Deuda Total/ EBITDAR Operativo (veces)	EBITDAR Operativo/ Intereses + Rentas (veces)
Emgesa S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	3.718.537	56,3	709.283	1,9	6,6
	AAA(col)	2017	3.425.090	60,1	231.933	2,1	5,5
	AAA(col)	2016	3.514.070	53,6	64.402	2,3	4,2
Isagen S.A. ESP	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	2.650.474	56,3	215.443	3,0	1,5
	AAA(col)	2017	2.350.928	50,2	212.285	2,9	3,5
	AAA(col)	2016	2.747.422	32,5	75.524	4,1	2,1
Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM)	AAA(col)						
	AAA(col)	2017	14.948.701	31,0	(2.455.850)	3,7	4,2
	AAA(col)	2016	15.812.099	21,6	(1.847.350)	4,2	3,4
	AAA(col)	2015	13.896.763	25,7	(1.656.778)	4,0	4,6
Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. (EPSA)	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	1.765.362	38,2	(198.289)	1,7	9,6
	AAA(col)	2016	1.632.185	41,3	(94.915)	1,2	6,9
	AAA(col)	2015	1.643.255	39,1	(96.721)	1,3	9,2

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

## Conciliación de Indicadores Financieros Clave

<b>Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Emgesa S.A. E.S.P.</b>	
(COP millones)	31 dic 2018
<b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>	
EBITDA Operativo	2.092.507
+ Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias	0
+ Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	0
+ Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas	0
<b>= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)</b>	<b>2.092.507</b>
<b>+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)</b>	<b>0</b>
<b>= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)</b>	<b>2.092.507</b>
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>	
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)</b>	<b>3.924.137</b>
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
<b>= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)</b>	<b>3.924.137</b>
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	640.244
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	69.400
<b>= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)</b>	<b>709.644</b>
<b>Deuda Neta Ajustada (b)</b>	<b>3.214.493</b>
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>	
<b>Dividendos Preferentes (Pagados) (f)</b>	<b>0</b>
Intereses Recibidos	19.205
<b>+ Intereses (Pagados) (d)</b>	<b>(314.964)</b>
<b>= Costo Financiero Neto (e)</b>	<b>(295.759)</b>
<b>Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)</b>	<b>1.488.988</b>
+ Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	80.110
<b>= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)</b>	<b>1.569.098</b>
<b>Inversiones de Capital (m)</b>	<b>(260.109)</b>
<b>Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos</b>	<b>5,0</b>
<b>Apalancamiento Bruto (veces)</b>	
<b>Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo<sup>a</sup> (a/j)</b>	<b>1,9</b>
<b>Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))</b>	<b>2,2</b>
<i>Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo<sup>a</sup> (l/k)</b>	<b>1,9</b>
<b>Apalancamiento Neto (veces)</b>	
<b>Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo<sup>a</sup> (b/j)</b>	<b>1,5</b>
<b>Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))</b>	<b>1,8</b>
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))</b>	<b>2,5</b>
<b>Cobertura (veces)</b>	
<b>EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)<sup>a</sup> (j/-d+h)</b>	<b>6,6</b>
<b>EBITDA Operativo/Intereses Pagados<sup>a</sup> (k/(-d))</b>	<b>6,6</b>
<b>FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))</b>	<b>5,7</b>
<i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<b>FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))</b>	<b>5,7</b>
<i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.	
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Emgesa.	

## Ajuste de Conciliación de Fitch

**Resumen de Ajustes a la Información Financiera  
Emgesa S.A. E.S.P.**

(COP millones)	Valores Reportados 31 dic 2018	Suma de Valores Ajustados por Fitch	Valores Ajustados por Fitch
<b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>			
Ingresos Netos	3.718.537	0	3.718.537
EBITDAR Operativo	2.092.507	0	2.092.507
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	2.092.507	0	2.092.507
Arrendamiento Operativo	0	0	0
EBITDA Operativo	2.092.507	0	2.092.507
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	2.092.507	0	2.092.507
EBIT Operativo	1.876.046	0	1.876.046
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>			
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.803.823	120.313	3.924.137
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.803.823	120.313	3.924.137
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	711.458	(1.814)	709.644
Efectivo y Equivalentes Restringidos	0	1.814	1.814
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>			
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0
Intereses Recibidos	24.664	(5.459)	19.205
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	(310.772)	(4.192)	(314.964)
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.581.394	(92.406)	1.488.988
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	283.463	(203.353)	80.110
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.864.857	(295.759)	1.569.098
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	(260.109)	0	(260.109)
Dividendos Comunes (Pagados)	(599.706)	0	(599.706)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.005.042	(295.759)	709.283
<b>Apalancamiento Bruto (veces)</b>			
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	1,8		1,9
Deuda Ajustada respecto al FGO	2,0		2,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>a</sup>	1,8		1,9
<b>Apalancamiento Neto (veces)</b>			
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	1,5		1,5
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	1,7		1,8
Deuda Neta Ajustada/(FCO – Capex) (veces)	1,9		2,5
<b>Cobertura (veces)</b>			
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Alquileres) <sup>a</sup>	6,7		6,6
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos <sup>a</sup>	6,7		6,6
FGO/Cargos Fijos	6,0		5,7
FGO/Intereses Financieros Brutos	6,0		5,7

<sup>a</sup> EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Emgesa.

## Sensibilidad a Variación en Tipo de Cambio (FX Screener)

Emgesa no tiene exposición material al tipo de cambio, dado que 100% de su deuda financiera se denomina en moneda local y la denominada en dólares estadounidenses está completamente cubierta. Una porción de los ingresos provenientes del cargo por confiabilidad está denominada en dólares estadounidenses y se cubre con los costos expresados en dicha moneda. El impacto de la volatilidad del tipo de cambio en el capex es muy limitado, puesto que la compañía terminó en 2015 uno de sus proyectos más grandes y Fitch no anticipa grandes planes de inversión en el corto plazo.

## Metodologías Relacionadas

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Septiembre 14, 2017\);](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Agosto 2, 2018\);](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 6, 2018\).](#)

## Analistas

Saverio Minervini

+1 212 908 0364

[saverio.minervini@fitchratings.com](mailto:saverio.minervini@fitchratings.com)

Jorge Luis Yanes Arráez

+57 1 4846770

[jorge.yanes@fitchratings.com](mailto:jorge.yanes@fitchratings.com)

**Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://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](http://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 INTERESES, 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 © 2019 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, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), 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 e informes 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 o un informe 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 y sus informes, 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 y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. 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 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.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001"