

Emgesa S.A. E.S.P.

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, soportado 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 de que la empresa tendrá un apalancamiento bajo en el mediano plazo. Las calificaciones también incorporan la posición adecuada de liquidez de la empresa, así como la importancia estratégica de Emgesa para sus accionistas.

Fitch considera que Emgesa está bien preparada para enfrentar la coyuntura actual derivada de la pandemia provocada por el coronavirus, dada su estructura de capital conservadora y su posición de liquidez sólida, respaldada por la predictibilidad alta de su generación de caja operativa.

Factores Clave de Calificación

Perfil de Negocio Sólido: Las calificaciones de Emgesa se sustentan en su posición de negocio robusta dentro del mercado de generación eléctrica en Colombia. A cierre de 2019, la empresa seguía siendo la generadora más grande del país, en términos de capacidad instalada (3.506 megavatios [MW]) y volumen generado, concentrando alrededor de 20% de la capacidad de generación del país. La compañía se beneficia de tener un portafolio de activos de generación diversificado, dentro del cual tiene 12 plantas de generación hidroeléctrica y dos térmicas. La escala de operación, junto con la diversidad de la base de activos, da a la compañía una mayor flexibilidad operativa, en relación con compañías de generación más pequeñas y menos diversificadas, además una predictibilidad mayor de su generación operativa.

Estructura de Capital Conservadora: En el mediano plazo, Fitch espera que la compañía mantenga una generación positiva de flujo de fondos libre (FFL), impulsada principalmente por niveles de EBITDA en un rango entre COP2 billones y COP2,5 billones. La agencia anticipa que la generación de EBITDA de Emgesa podría estar impulsada por posibles incrementos de precios en el mercado *spot* en el corto y mediano plazo, el aumento en la demanda de energía y la estabilidad en la capacidad de generación durante 2020 y 2021. La generación de FFL de la empresa se beneficiará de los requerimientos limitados de inversiones de capital en el mediano plazo y su política de dividendos actual de alrededor de 70% de la utilidad neta.

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 prevalentes en el país, así como del precio de la energía y los combustibles. Asimismo, este sector todavía mantiene ventas inferiores en contratos con vida promedio, 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 409MW, lo que mitiga el riesgo hidrológico por la concentración en 88% en activos de generación hidroeléctrica.

Calificaciones

Tipo de Calif.	Calif.	Perspectiva	Última Acción de Calif.
Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmación el 7 abril de 2020
Corto Plazo	F1+(col)		Afirmación el 7 abril de 2020

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

Metodologías Aplicables

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Abril 2019\)](#)

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

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 2019\)](#)

Analistas

Lincoln Webber
+1 646 582 3523
lincoln.webber@fitchratings.com

José Luis Rivas
+57 1 484 6770
jose.luis.rivas@fitchratings.com

Exposición a Riesgos Hidrológicos: En opinión de Fitch, la estrategia comercial de Emgesa puede exponerla a la 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 empresa podría verse obligada a comprar energía en el mercado *spot*, en el cual los precios responden a las condiciones hidrológicas presentes. La política comercial que mantiene la compañía se enfoca en tener cerca de 80% a 85% de sus ventas mediante contratos, para capturar precios mayores en un ambiente de precios bajos en el mercado de bolsa. Emgesa se cubre contra estos riesgos a través de la diversificación geográfica de su parque generador, la operación de sus activos termoeléctricos y la compra de energía en contratos.

Enfoque de Perfil Crediticio Individual: Las calificaciones de Emgesa derivan de su perfil crediticio individual (PCI). Fitch ve a Emgesa como una inversión estratégica para su accionista controlador, Enel S.p.A. (Enel) [A-; Perspectiva Estable] a través de la filial Enel Américas S.A. (Enel Américas) [A-; Perspectiva Estable], considerando la importancia de las operaciones colombianas para Enel que, al cierre de 2019, representaron alrededor de 21% del EBITDA en la región. La ausencia de vínculos legales, vínculos operacionales entre débiles y moderados, así como la presencia de un accionista minoritario importante, debilitan el vínculo entre matriz y subsidiaria.

Proceso de Arbitraje Monitoreado: Fitch continuará monitoreando el proceso de arbitraje iniciado por GEB contra Enel Américas, relacionado con distribución de utilidades de Emgesa y transacciones con partes relacionadas. Fitch considera que aún existe visibilidad limitada sobre los impactos potenciales de la resolución de estos procesos de arbitraje en las métricas crediticias prospectivas de Emgesa. En términos generales, la agencia opina que el perfil crediticio sólido de Emgesa puede afrontar un escenario razonable adverso para la empresa.

Resumen de Información Financiera

	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020P	Dic 2021P
Ingresos Netos (COP millones)	3.718.537	4.091.567	4.298.099	4.699.257
Margen de EBITDAR Operativo (%)	56,3	57,0	51,8	54,5
Flujo de Fondos Libre (COP millones)	709.283	335.852	-81.437	600.304
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo (x)	1,9	1,3	1,6	1,1
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos (x)	6,6	8,8	8,4	9,9

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

Derivación de la Calificación respecto a 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., 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 espera que, en los próximos años, los niveles de apalancamiento de Emgesa se ubiquen por debajo de 1,5x por la reducción en las necesidades de inversión. Este nivel es conservador para su categoría de calificación. Comparativamente, la agencia 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, pero dada la incertidumbre referente al desarrollo del proyecto Ituango, las calificaciones de EPM están en Observación Negativa.

Sensibilidad de la Calificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

- 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 empresa;
- cambios regulatorios que presionen la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa;
- aumento sostenido en el apalancamiento por encima de 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. A diciembre de 2019, mantenía alrededor de COP284.000 millones en efectivo disponibles y alrededor de COP246.000 millones en deuda de corto plazo, de lo cual, COP241.000 millones corresponden a bonos locales que serán redimidos en mayo de 2020 y que la empresa cancelará a través de generación interna de fondos. Fitch mantiene la expectativa de que la empresa generará FFL positivo en el mediano plazo, el cual contribuirá al pago de los vencimientos de deuda previstos en los próximos años.

Al 31 de diciembre de 2019, Emgesa reportó alrededor de COP2,9 billones en deuda financiera, mostrando una reducción con respecto a COP3,7 billones al cierre de 2018. 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 por COP2,2 billones (alrededor de 75% de la deuda total), COP736.750 millones de una emisión de deuda internacional indexada a moneda local con vencimiento en enero de 2021 (alrededor de 25% de la deuda total) y el saldo corresponde a 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.

A diciembre de 2019, 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 frente a su capacidad de generación operativa. La compañía explora diferentes alternativas para la refinanciación del vencimiento del bono internacional por COP736.770 millones en enero de 2021. Recientemente, contrató una línea de crédito comprometida por USD65 millones durante 12 meses, con la intención de reforzar su posición de liquidez.

Escenario de Liquidez y Vencimiento de Deuda sin Refinanciamiento

Resumen de Liquidez

	Original 31/12/2018	Original 31/12/2019
(COP millones)		
Efectivo Disponible y Equivalentes	642.058	287.545
Inversiones de Corto Plazo	69.400	-
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	1.814	1.946
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	709.644	285.599
Líneas de Crédito Comprometidas	200.000	0
Liquidez Total	909.644	285.599
EBITDA de los Últimos 12 meses	2.092.507	2.333.953
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	709.283	335.852

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Emgesa

Vencimientos de Deuda Programados

(COP millones)	31 dic 2019
2020	244.756
2021	829.794
2022	602.679
2023	290.839
2024	242.639
Después	725.530
Total	2.936.247

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 mantendrá en 14.500GWh durante el período 2020 a 2023;
- la política comercial de Emgesa conserva sus ventas en contratos entre 80% y 85% del volumen de sus ventas totales;
- inversiones de capital se enfocan 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 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022
RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS						
Ingresos Brutos	3.425.090	3.718.537	4.091.567	4.298.099	4.699.257	4.410.709
Crecimiento de Ingresos (%)	-2,5	8,6	10,0	5,0	9,3	-6,1
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	2.058.193	2.092.507	2.333.953	2.226.471	2.560.739	2.336.950
Margen de EBITDA Operativo (%)	60,1	56,3	57,0	51,8	54,5	53,0
EBITDAR Operativo	2.058.193	2.092.507	2.333.953	2.226.471	2.560.739	2.336.950
Margen de EBITDAR Operativo (%)	60,1	56,3	57,0	51,8	54,5	53,0
EBIT Operativo	1.847.746	1.876.046	2.091.722	1.978.154	2.312.639	2.085.813
Margen de EBIT Operativo (%)	53,9	50,5	51,1	46,0	49,2	47,3
Intereses Financieros Brutos	-347.936	-310.772	-272.072	-266.625	-259.133	-214.751
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/Pérdidas de Compañías Asociadas)	1.453.358	1.568.214	1.823.539	1.725.096	2.067.072	1.884.629
RESUMEN DE BALANCE GENERAL						
Efectivo Disponible y Equivalentes	609.322	709.644	285.599	900.506	624.470	651.823
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.220.729	3.924.137	2.927.586	3.623.930	2.747.590	2.547.590
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.220.729	3.924.137	2.927.586	3.623.930	2.747.590	2.547.590
Deuda Neta	3.611.407	3.214.493	2.641.987	2.723.424	2.123.120	1.895.767
RESUMEN DE FLUJO DE CAJA						
EBITDA Operativo	2.058.193	2.092.507	2.333.953	2.226.471	2.560.739	2.336.950
Intereses Pagados en Efectivo	-375.206	-314.964	-265.948	-266.625	-259.133	-214.751
Impuestos Pagados en Efectivo	-416.402	-471.236	-484.766	-552.031	-640.792	-565.389
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	62.045	163.477	-340.936	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	1.349.410	1.488.988	1.257.534	1.407.816	1.660.813	1.556.811
Margen de FGO (%)	39,4	40,0	30,7	32,8	35,3	35,3
Variación del Capital de Trabajo	-198.533	80.110	126.123	-159.551	-12.129	8.724
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	1.150.877	1.569.098	1.383.657	1.248.264	1.648.685	1.565.535
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-321.505	-260.109	-351.234	0	0	0
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	9,4	7,0	8,6	0	0	0
Dividendos Comunes	-597.439	-599.706	-696.571	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	231.933	709.283	335.852	-81.437	600.304	227.353
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-47.830	-106.708	56.535	0	0	0
Variación Neta de Deuda	-240.667	-524.517	-746.900	696.344	-876.340	-200.000
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-56.564	78.058	-354.513	614.907	-276.036	27.353
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-918.944	-859.815	-1.047.805	-1.329.701	-1.048.381	-1.338.182
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	231.933	709.283	335.852	-81.437	600.304	227.353
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	6,8	19,1	8,2	-1,9	12,8	5,2
RAZONES DE COBERTURA (VECES)						
FGO a Intereses Financieros Brutos	4,5	5,7	5,7	6,3	7,4	8,2
FGO a Cargos Fijos	4,5	5,7	5,7	6,3	7,4	8,2
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	5,5	6,6	8,8	8,4	9,9	10,9
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	5,5	6,6	8,8	8,4	9,9	10,9
RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	2,1	1,9	1,3	1,6	1,1	1,1
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	1,8	1,5	1,1	1,2	0,8	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,1	1,9	1,3	1,6	1,1	1,1
Deuda Ajustada respecto al FGO	2,5	2,2	1,9	2,2	1,4	1,4
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	2,1	1,8	1,8	1,6	1,1	1,1

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions

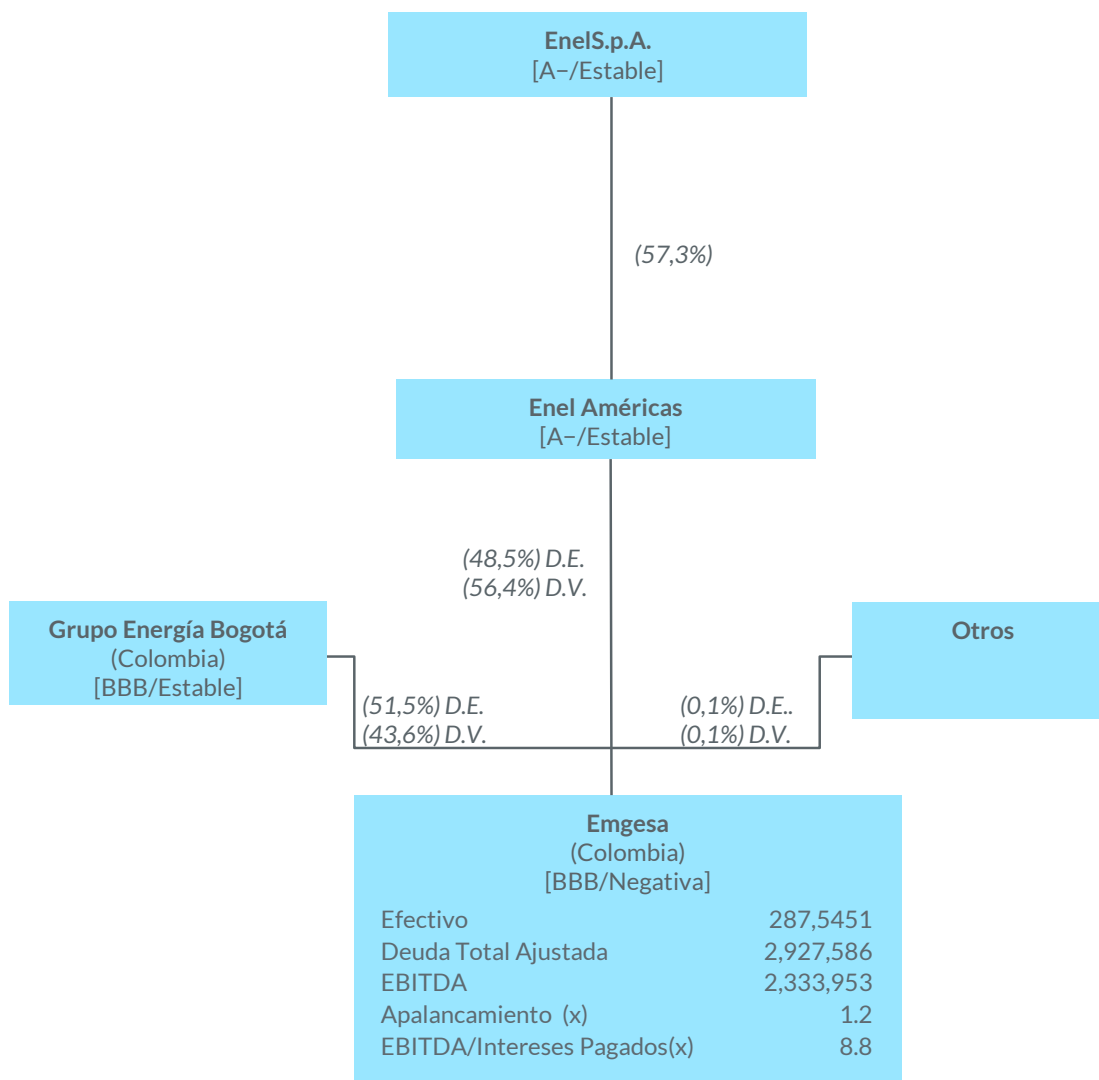
Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por Fitch Ratings. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch Ratings 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 Ratings 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 Ratings que emplea los supuestos propios de la calificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch Ratings 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 Ratings, 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 Ratings puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo. La información financiera original de períodos históricos es procesada por Fitch Solutions en nombre de Fitch Ratings. Los ajustes financieros clave y todas las proyecciones financieras atribuidas a Fitch Ratings son producidos por personal de la agencia de calificación.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

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

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2019)



D.E.: Derechos Económicos

D.V.: Derecho a Voto

Fuente: Emgesa.

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Netos (COP millones)	Margen de EBITDAR Operativo (%)	Flujo de Fondos Libre (COP millones)	Deuda Total Ajustada/ EBITDAR Operativo (x)	EBITDAR Operativo/ Intereses Pagados en Efectivos + Arrendamientos (x)
Emgesa S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2019	4.091.567	57,0	335.852	1,3	8,8
	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
Isagen S.A. E.S.P.	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.	AAA(col)						
	AAA(col)	2019	18.358.038	33,5	-1.507.641	3,4	3,8
	AAA(col)	2018	16.314.032	29,7	-2.062.602	4,5	3,6
	AAA(col)	2017	14.948.701	31,0	-2.455.850	3,7	4,2
Celsia Colombia S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2018	1.765.362	38,2	-198.289	1,7	9,6
	AAA(col)	2017	1.654.574	37,7	-257.737	1,5	7,7
	AAA(col)	2016	1.632.185	41,3	-94.915	1,2	6,9

x - Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions

Conciliación de Indicadores Financieros Clave

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Emgesa S.A. E.S.P.

(COP millones)	31 dic 2019
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados	
EBITDA Operativo	2,333,953
+ 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
= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)	2,333,953
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	0
= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)	2,333,953
Resumen de Deuda y Efectivo	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)	2,927,586
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)	2,927,586
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	285,599
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	0
= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)	285,599
Deuda Neta Ajustada (b)	2,641,987
Resumen del Flujo de Efectivo	
Dividendos Preferentes (Pagados) (f)	0
Intereses Recibidos	15,231
+ Intereses (Pagados) (d)	(265,948)
= Costo Financiero Neto (e)	(250,717)
Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)	1,257,534
+ Variación del Capital de Trabajo	126,123
= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)	1,383,657
Inversiones de Capital (m)	(351,234)
Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos	0.0
Apalancamiento Bruto (veces)	
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo ^a (a/j)	1.3
Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))	1.9
Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)	
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a (l/k)	1.9
Apalancamiento Neto (veces)	
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a (b/j)	0.4

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Emgesa S.A. E.S.P.

(COP millones)	31 dic 2019
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))	
Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)	
Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))	1.1
	1.8
Cobertura (veces)	
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos) ^a (j/-d+h)	1.8
EBITDA Operativo/Intereses Pagados ^a (k/(-d))	
FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	2.6
(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)	0.4
FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))	8.8
(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)	8.8

^a 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 2019	Suma de Valores Ajustados por Fitch	Valores Ajustados por Fitch
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados			
Ingresos Netos	4,091,567	0	4,091,567
EBITDAR Operativo	2,334,826	(873)	2,333,953
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	2,334,826	(873)	2,333,953
Arrendamiento Operativo	0	0	0
EBITDA Operativo	2,334,826	(873)	2,333,953
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	2,334,826	(873)	2,333,953
EBIT Operativo	2,092,595	(873)	2,091,722
Resumen de Deuda y Efectivo			
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3,017,876	(90,290)	2,927,586
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3,017,876	(90,290)	2,927,586
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	287,545	(1,946)	285,599
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles	0	1,946	1,946
Resumen del Flujo de Efectivo			
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0
Intereses Recibidos	20,533	(5,302)	15,231
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	(272,072)	6,124	(265,948)
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1,514,571	(257,037)	1,257,534
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	126,123	0	126,123
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1,640,694	(257,037)	1,383,657
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	(351,234)	0	(351,234)
Dividendos Comunes (Pagados)	(696,571)	0	(696,571)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	592,889	(257,037)	335,852
Apalancamiento Bruto (veces)			
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	1.3		1.3
Deuda Ajustada respecto al FGO	1.7		1.9

Resumen de Ajustes a la Información Financiera

Emgesa S.A. E.S.P.		
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	1.7	1.9
Apalancamiento Neto (veces)	1.3	1.3
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	1.2	1.1
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	1.5	1.8
Deuda Neta Ajustada/(FCO – Capex) (veces)	2.1	2.6
Cobertura (veces)		
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos)a	8.6	8.8
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	8.6	8.8
FGO a Cargos Fijos	6.5	5.7
FGO a Intereses Financieros Brutos	6.5	5.7

^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Compañía 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 está denominada 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 no se anticipa grandes planes de inversión en el corto plazo.

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 LÍDER 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 © 2020 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".