

**Análisis Crediticio**

**EMGESA S. A. E.S.P.**

**Calificación**

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Revisión
Primera Emisión Bonos \$400.0000	AAA	AAA	20/05/2009
Tercera Emisión Bonos \$250.000	AAA	AAA	20/05/2009
Programa Bonos Ordinarios por \$1.9 billones	AAA	AAA	20/05/2009
Deuda Corporativa	AAA	n.a	20/05/2009

Rating Watch ..... Ninguno  
Perspectiva ..... Estable

**Analistas**

Bibiana Acuña Castillo  
+57 (1) 3269999 ext. 1130  
bacuna@dcrcolombia.com.co

Gláucia Calp  
(571) 32699999 ext 1110  
calp@dcrcolombia.com.co

**Perfil**

Emgesa S. A. E.S.P. es la empresa resultante del proceso de integración entre la Central Hidroeléctrica de Betania S.A. y Emgesa S.A. ESP que se formalizó en septiembre de 2007. La compañía tiene como principal actividad de negocio la generación y comercialización de energía eléctrica en Colombia. Actualmente, Emgesa se cataloga como el primer generador de energía del país.

**Factores Claves de Calificación**

- Solidez financiera y capacidad de generación de caja
- La calidad del activo operacional
- La estrategia comercial de la empresa
- El respaldo y la experiencia del Grupo Endesa
- El riesgo regulatorio

**Resumen de la Calificación**

El Comité Técnico de Calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del día de 20 de mayo de 2009, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la asignación de la calificación de la Deuda Corporativa de Emgesa S.A. E.S.P., asignó la calificación “AAA” (Triple A), según consta en el Acta No. 1139 de la misma fecha. Asimismo y con ocasión de la revisión periódica de las calificaciones de las Emisiones de Bonos efectuadas por Emgesa S.A. E.S.P. por montos de cuatrocientos mil millones de pesos (\$400.000.000.000), doscientos cincuenta mil millones de pesos (\$250.000.000.000) y del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios por setecientos mil millones de pesos, que se ampliará de \$700.000.000.000 a un billón novecientos mil millones (\$1.900.000.000.000), ratificó las calificaciones “AAA” (triple A) asignadas a las mismas, decisión consignada en el Acta No. 1140 de la misma fecha.

Al respecto, es necesario precisar que las obligaciones calificadas en esta categoría se consideran con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo se consideran prácticamente inexistentes, según escala de calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores.

**Fundamentos**

La calificación asignada a Emgesa refleja la sólida posición competitiva que ésta posee en el mercado colombiano y la diversificación de su portafolio de activos, su adecuado perfil financiero, la acertada estrategia comercial y de negocios, así como el alto grado de compromiso del Grupo Endesa con sus inversiones en Colombia, a través de la transferencia continua de “know how”, experiencia y buenas prácticas

La sólida posición competitiva de Emgesa en el país está soportada por su significativa participación en el mercado y por su balanceado portafolio de activos. Actualmente, Emgesa es la empresa de generación de energía más grande del país con una participación del 21% en la capacidad instalada nacional. Igualmente, la calidad de sus activos, la complementariedad de las cuencas hidrológicas y la diversificación en su mix de

generación (82% hidro-18% térmico) permite que la compañía sea más flexible y esté menos expuesta ante las variaciones en la hidrología del sistema.

La acertada estrategia comercial de Emgesa se ha visto reflejada en la estabilidad financiera del negocio. Aunque el negocio de generación de energía, a partir de plantas hidroeléctricas, es una actividad vulnerable a los cambios del entorno climatológico, la administración de Emgesa ha demostrado una gestión muy firme y conservadora del margen operacional del negocio, permitiendo generar flujos de caja razonablemente estables.

El perfil financiero de Emgesa es considerado apropiado para la categoría de calificación asignada. La empresa registra unos márgenes de EBITDA sanos y acordes con el negocio y unos adecuados indicadores de cobertura de la deuda. Asimismo, presenta una posición de liquidez robusta. En línea con lo anterior y para hacer frente a una eventual contracción de los mercados crediticios, la Compañía, a finales del 2008 revisó su política de liquidez e incrementó sus niveles de caja de forma importante, para garantizar la atención oportuna de sus obligaciones durante el año 2009, iniciativa considerada prudente a juicio de Duff & Phelps de Colombia. A marzo de 2009, la relación Deuda Total Ajustada/ EBITDA Operativo de los últimos doce meses era de 1,92 veces y, al considerar la caja que mantenía la compañía a esta fecha, dicho indicador se reducía a 1,15 veces.

Actualmente, Emgesa posee un importante plan de expansión, que incluye la construcción y puesta en marcha de la Hidroeléctrica El Quimbo durante un periodo de construcción de cinco años y una inversión cercana a los US\$750 millones, con la cual la compañía aumentará su capacidad instalada en 396 MW adicionales. Si bien este proyecto fortalecerá la posición competitiva de Emgesa, se estima que el 80% de su financiación se hará con recursos contratados vía endeudamiento, lo que puede llevar a un debilitamiento de las medidas de protección a la deuda, a niveles que no deben superar las 2,2 veces en los próximos años, niveles compatibles con su rango de calificación.

Es de destacar que el alto grado de compromiso del Grupo Endesa en sus inversiones ha contribuido positivamente al desempeño operacional y financiero de Emgesa. El Grupo Endesa es considerado como el Grupo distribuidor, generador y comercializador de energía más grande de España y América Latina. Además, en Colombia, se ha caracterizado por tener un amplio conocimiento del sector eléctrico.

Históricamente, la preservación de niveles de apalancamiento conservadores y compatibles con el sostenimiento de su calidad crediticia ha sido una prioridad para la administración de Emgesa, que ha regido sus actuaciones en esta dirección. Lo anterior, aunado a las buenas perspectivas del sector en Colombia, soporta la perspectiva estable asignada a las calificaciones de las emisiones y Deuda Corporativa de Emgesa.

## ■ Estado de la Primera Emisión

<b>Tipo de Emisión</b>	Bonos ordinarios	
<b>Monto de la Emisión</b>	\$400.000 Millones	
<b>Plazo</b>	3, 5, 7 y 10 años	
<b>Rendimiento</b>	<b>Bonos Serie</b>	<b>Tasa</b>
	Serie A5	8,34 %
	Serie B5	DTF+2,4 %
	Serie B7	DTF+2,7%
	Serie B10	DTF+2,0 %
	Serie C10	U-IPC+10,25 %
	Serie C10	U - IPC+10,25%

Fuente: Emgesa S.A. ESP

La emisión de Bonos fue colocada en su totalidad en 1999. Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados para la financiación de capital de trabajo.

## ■ Estado de la Tercera Emisión

<b>Tipo de Emisión</b>	Bonos ordinarios
<b>Monto de la Emisión</b>	\$250.000 Millones
<b>Plazo</b>	10 años
<b>Primer Lote</b>	\$210.000 Millones
<b>Segundo Lote</b>	\$40.000 Millones
<b>Tasa de Interés</b>	IPC+5,04%
<b>Amortización</b>	única al vencimiento

Fuente: Emgesa S.A. ESP

Los lotes de la emisión de Bonos fueron colocados en febrero de 2005 y febrero de 2006. Los fondos provenientes de la emisión fueron utilizados para la financiación de capital de trabajo.

## ■ Estado del Programa de Emisión

El Programa de Emisión y Colocación cuenta con un cupo global inicial de hasta setecientos mil millones de pesos (\$700.000.000.000), el cual podrá ser ampliado previas autorizaciones correspondientes y podrá ofrecerse en uno o varios tramos. Emgesa efectuará la primera ampliación sobre el monto total por un valor de un billón novecientos mil millones de pesos (\$1.900.000.000.000). Los bonos se redimirán en plazos entre uno (1) y veinticinco (25) años a partir de la fecha de emisión de cada tramo. La amortización será única al vencimiento.

<b>Tipo de Emisión</b>	Bonos ordinarios	
<b>Monto Colocado a la Fecha</b>	\$435.000 Millones	
<b>Plazo</b>	5, 10 y 15 años	
<b>Rendimiento</b>	<b>Bonos Serie</b>	<b>Tasa</b>
	Serie A5	DTF + 1.47%
	Serie B10	IPC + 5.15%
	Serie B10	IPC + 5.78%
	Serie B15	IPC + 6.09%
<b>Amortización</b>	Única al vencimiento	

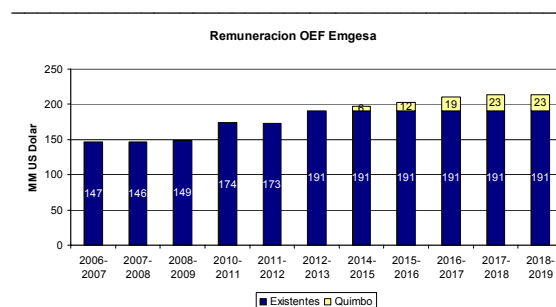
## ■ Desarrollos Recientes

El proceso de asignación de obligaciones de energía firme (OEF) para definir el ingreso proveniente del Cargo por Confiabilidad se llevó a cabo en dos oportunidades en el 2008. En la primera de éstas, a través de una subasta de reloj descendente, EMGESA obtuvo una asignación del 100% de la Energía Firme para el Cargo por Confiabilidad (ENFICC) de sus plantas existentes (Guavio, Pagua, Betania, Zipas, Cartagena) por un total de 13.664 GWh/año a un precio de US\$ 13,998 por MWh. En la segunda ocasión, se buscaba remunerar la OEF para los proyectos de Plantas de Generación con Períodos de Construcción Superiores al Período de Planeación a la primera subasta-GPPS (más de 4 años), en la que Emgesa obtuvo la asignación del proyecto Hidroeléctrica El Quimbo con 1.650 GWh/año de OEF desde el mes de diciembre de 2014 hasta el año 2034.

Actualmente, Emgesa registra ingresos por cargo por confiabilidad por USD \$ 149 millones, los cuales, se

espera, que asciendan a niveles del orden de los USD \$200 millones una vez entre en operación El Quimbo y, también, gracias al incremento en la disponibilidad de las plantas existentes.

De acuerdo con lo anterior, la compañía continuó desarrollando el plan de mejoramiento de disponibilidad de sus plantas de generación para asegurar la continuidad en la operación y abastecimiento para los años venideros y, así, garantizar el cumplimiento de OEF. Es así que a lo largo del 2008, la compañía adelantó mantenimientos preventivos y reparaciones generales en las centrales térmicas. En Termozipa, finalizó el overhaul de la Unidad 4 de y se puso en funcionamiento el rotor de turbina de la Unidad 3 que estaba en mantenimiento. En la central Cartagena, finalizó el overhaul de las unidades 1 y 2. Con relación a las Centrales Hidráulicas, se realizaron los mantenimientos programados, incluyendo mantenimientos mayores en las unidades 1, 2 y 3 de Betania y cambio de bobinado en la Unidad 2 de Muña III. La inversión realizada en la Compañía alcanzó los \$70.478 millones.



Fuente: Emgesa S.A. E.S.P

Entre los años 2007 y 2008, Emgesa presentó un incremento del 2,1% sobre su capacidad instalada, la cual ascendió a 2.859 MW al cierre del año y que, de esta total, el 82% provino de las plantas de generación hidráulica y el restante, de las térmicas.

Una vez entre en operación la Hidroeléctrica El Quimbo en el primer semestre del año 2014, es de esperarse que Emgesa incremente su capacidad instalada en 396 MW, con la cual la compañía garantizará la disponibilidad de una oferta eficiente de energía por un periodo de 20 años conforme a lo establecido para la remuneración del Cargo por Confiabilidad. Es así que Emgesa proyecta aumentar la generación de energía a más de 14.000 Gwh-año.

## Aspectos Regulatorios

Durante el 2008, la CREG continuó con la definición de normas relacionadas con el proceso de asignación de Energía Firme del Cargo por Confiabilidad. En este sentido, el ente regulador complementó las directrices para asegurar el cumplimiento de las OEF (disponibilidad de operación de las plantas de generación) a través de garantías bancarias con entidades financieras del exterior (Resolución CREG 037-08). Actualmente, Emgesa cuenta con garantías bancarias del orden de los USD \$80 millones para cubrir su OEF.

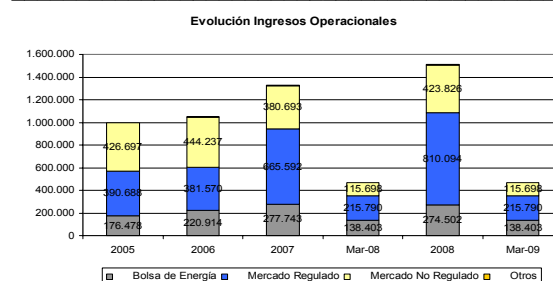
Al finalizar el 2008, la CREG dio alcance a la definición de mantenimiento programado de las plantas (Resolución CREG 159-08), precisando que los mantenimientos reportados con antelación inferior a una semana y las consignaciones de emergencia no son Mantenimiento Programado. En este contexto, el balance de horas de indisponibilidad de operación de las plantas de generación se incrementaría, y en el caso más crítico el generador no podría respaldarse con el mercado secundario, lo que comprometería el cumplimiento de OEF y su remuneración, cuyo efecto final haría que la garantía bancaria se hiciera exigible. Adicionalmente, la CREG (Resolución CREG 177-08) reguló las pruebas de disponibilidad de las plantas de generación que respaldan la OEF y estableció que el Centro Nacional de Despacho (CND) tiene la facultad de realizar dichas pruebas de manera aleatoria. Asimismo, la CREG estableció que las actividades de operación y mantenimiento de las plantas de generación deben realizarse de acuerdo a los procedimientos de gestión de calidad certificados ISO 9001 (Resolución 005 de 2009).

Por otro lado, existe una propuesta regulatoria relacionada con la creación del Mercado Organizado regulado (MOR) Resolución 023 de 2009, mediante el cual se modificará el esquema actual de contratación de energía con destino al mercado regulado. Este proyecto propone establecer contratos obligatorios para la subasta de la demanda del mercado regulado, bajo un mecanismo de “pague lo demandado”, con el fin de eliminar el riesgo de demanda para el comercializador. Adicionalmente, esta propuesta sería opcional para el mercado no regulado. De acuerdo al cronograma establecido, se tiene un periodo de transición en el cual, se realizarán subastas semestrales, iniciando en el segundo semestre de 2009, para comprar la energía de la demanda regulada faltante de contratar y de la

demanda no regulada interesada en comprar para los próximos cuatro años.

## Perfil Financiero

Emgesa continúa presentando una fuerte posición financiera soportada en una sólida base de generación de ingresos. La composición de los ingresos de la compañía no ha presentado variaciones significativas, siendo los ingresos por ventas en el mercado regulado y el no regulado los más representativos dentro del total de ingresos. La estrategia enfocada en realizar las ventas de energía principalmente mediante contratos de largo plazo, la adecuada gestión comercial en las transacciones en el mercado spot de energía, aunado a los ingresos provenientes por cargo de confiabilidad (\$294.054 millones-diciembre 2008), favorecieron para que los ingresos operacionales de la compañía presentaran un incremento del 13,9%, entre los años 2007 y 2008, los cuales ascendieron a \$1,5 billones. La tendencia de crecimiento de los ingresos continúa al primer trimestre de 2009, presentando un crecimiento del 34,2% con relación al mismo periodo de 2008, ascendiendo a \$470.678 millones, gracias a un importante incremento en el precio sobre las ventas en bolsa.

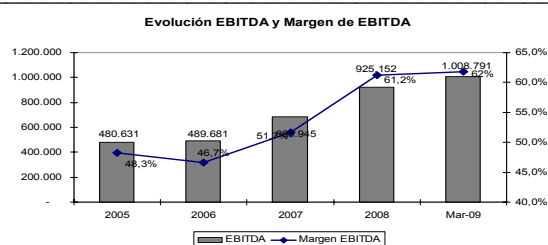


Fuente: Emgesa S.A. ESP

La generación de EBITDA es robusta y los márgenes de EBITDA son muy competitivos frente a los registrados por su grupo de pares. El comportamiento creciente de los ingresos, el énfasis de mantener una estructura de costos estable, así como las ventajas resultantes de la complementariedad de sus activos de generación que mitigan la susceptibilidad a cambios climatológicos y a las restricciones del sistema, favorecieron para que los resultados de EBITDA y margen de EBITDA presentaran resultados favorables entre el 2007 y 2008.

Al cierre de 2008, el EBITDA ascendió a \$925.152 millones y el Margen de EBITDA fue de 61,2%, presentando un incremento del 16,8% y de cerca de dos puntos porcentuales, respectivamente, con respecto a los registrados en el 2007. La generación de EBITDA a marzo de 2009, para los últimos doce meses, fue de \$1,01 billones y el Margen EBITDA fue de 61,9%.

La tendencia observada de los resultados financieros, aunada a las acertadas políticas comerciales, hace preveer que el Margen EBITDA se mantendrá en niveles similares para los próximos años.



Fuente: Emgesa S.A. ESP Calculos Duff & Phelps\* marzo 2009 LTM

De la misma manera que el comportamiento observado por el margen de EBITDA, los márgenes operativos y netos presentan un comportamiento positivo al cierre de 2008, siendo de 52,7% y 30,1%, respectivamente, gracias a la aplicación de políticas de control de costos y gastos. A pesar que la carga financiera se ha incrementado sostenidamente (\$ 41.986 millones mar-08; \$60.430 millones mar-09) debido a un mayor nivel de endeudamiento, al primer trimestre del 2009 se obtiene un indicador de EBITDA sobre intereses acorde con la calificación asignada. Es así que dicho indicador fue de 5,3 veces, nivel similar al registrado en el mismo periodo del año anterior.

Emgesa se caracteriza por generar suficientes recursos de liquidez, situación que le da la capacidad de cumplir adecuadamente con sus obligaciones operativas y financieras. Gracias a ello, durante el 2008, se giraron dividendos por \$476.477 millones correspondientes a la distribución de utilidades del ejercicio 2007 y al reparto de utilidades retenidas de ejercicios anteriores. Es importante destacar que este monto incluyó el reparto de \$111.701 millones que corresponden al último giro de los dividendos producto de la materialización de las sinergias obtenidas en la operación de fusión entre Emgesa y Betania culminada en el año 2007.

Cabe precisar que, para hacer frente a la coyuntura de mercado, en la que se puede presentar una eventual contracción de los mercados crediticios, la Compañía, a finales del 2008 revisó su política de liquidez e incrementó sus niveles de caja de forma importante, para garantizar la atención oportuna de sus obligaciones durante el año 2009. En este sentido, la liquidez registrada por Emgesa al cierre del 2008 se incrementó en más del 400% frente a la registrada en el 2007 (\$82.751 millones-dic-07; \$472.115 millones dic-08), y continua acumulando caja, que al primer trimestre ascendió a \$776.614 millones, que resultan suficientes para cubrir las amortizaciones a la deuda previstas para el presente año.

Adicionalmente, Emgesa cuenta con la posibilidad de realizar créditos ínter compañía por un monto igual o inferior a US\$ 100 millones con Codensa S.A. E.S.P.

Cabe anotar que la compañía tiene contemplado llevar a cabo una reducción de capital con recursos líquidos por un monto de \$450.000 millones. De acuerdo con las proyecciones, es de esperarse que los niveles de caja se mantengan en niveles superiores de \$200 mil millones para los años venideros.

Las características propias del negocio de Emgesa hacen que esté en capacidad de soportar la presión sobre su caja sin afectar su perfil crediticio, ya que para el presente año se contempla que la caja de la compañía absorba una suma del orden de los \$770.000 millones, que incluyen amortización de deuda junto a la reducción de capital.

Emgesa presenta un nivel de endeudamiento moderado. La estrategia financiera de la compañía ha sido cubrir las necesidades de inversión con recursos propios y, en mayor proporción, con la utilización de recursos provenientes del mercado de capitales a partir de diferentes emisiones de bonos ordinarios. Adicionalmente, la compañía registra el endeudamiento proveniente de la deuda de Betania desde que se llevó a cabo la fusión con esa compañía. Es así que, entre el 2006 y 2008, la deuda financiera de Emgesa prácticamente se duplicó. Al primer trimestre de 2009, el nivel de endeudamiento aumenta 26% frente al registrado en el mismo periodo de 2008 (mar-08 \$1,5 billones; mar-09 \$1,9 billones), debido a la colocación del Segundo Tramo del Programa de Emisión y Colocación de Bonos de Emgesa y créditos bancarios a corto plazo, con el fin de financiar capital de trabajo.

Cabe anotar que al cierre de 2008, el 31,2% de la deuda se encontraba concentrada en el corto plazo y que esta relación es del 28% a marzo de 2009, nivel superior a la registrada en el mismo periodo de 2008 (5,8%). Lo anterior obedece a que, de acuerdo al cronograma de amortización establecido, se tiene programado el pago de cerca de \$320.000 millones durante el 2009, entre bonos y deuda con la banca. Asimismo, es importante anotar que la maduración final del nivel actual de endeudamiento se tiene prevista para el año 2024.

Así las cosas, Emgesa presenta una relación de apalancamiento respecto al EBITDA de 1,77 veces al cierre de 2008, inferior a la registrada en el mismo periodo del año anterior (1,9 veces, dic-07). Conforme al incremento de la deuda, a marzo de 2009, dicho indicador se incrementa a 1,92 veces,

nivel aún compatible con la calificación asignada. Sin embargo, la relación deuda neta/EBITDA es de 1,15 a marzo, reflejando los niveles importantes de caja con que cuenta la compañía como resultado de la pre-financiación realizada a finales de 2008 y en febrero de 2009. De igual forma, se requieren 2,4 años de flujo generado por operaciones para pagar la totalidad de la deuda de Emgesa. En el mediano plazo, estos indicadores deben continuar incrementándose a niveles que no deben superar las 2,2 veces, en la medida que se materializa la estrategia de financiación para la construcción del proyecto Hidroeléctrica El Quimbo, cuya inversión estimada es de aproximadamente US\$ 750 millones.

Resumen Financiero Emgesa S.A. E.S.P.

(Cifras en millones de pesos)

	mar-09	dic-08	dic-07	dic-06	dic-05	dic-04	dic-03
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo LTM	1.008.791	925.152	792.277	587.160	578.339	591.333	487.613
EBITDAR Operativo LTM	1.008.791	925.152	792.277	587.160	578.339	591.333	487.613
Margen de EBITDA (%) LTM	61,9%	61,2%	59,7%	56%	58%	58%	54%
Margen de EBITDAR (%) LTM	61,9%	61,2%	60%	56%	58%	58%	54%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	11%	11%	11%	9%	9%	9%	9%
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	15%	8%	81%	22%	9%	-8%	34%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	9%	8%	8%	6%	5%	5%	
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6	5,8	5,6
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	5,0	5,3	5,0	8,2	7,9	7,2	6,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,0	5,3	5,0	8,2	7,9	7,2	6,2
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	1,4	1,4	2,7	2,2	2,1	1,5	1,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda LTM	1,4	1,4	2,7	2,2	2,1	1,5	1,6
FGO / Cargos Fijos LTM	4,2	4,7	4,9	7,2	6,6	5,8	5,6
FCL / Servicio de Deuda LTM	0,6	0,4	4,3	1,2	0,6	0,0	1,2
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	1,6	1,1	4,5	1,9	0,7	1,1	2,6
FCO / Inversiones de Capital LTM	9,6	8,8	(0,3)	5,5	16,1	8,5	31,9
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	2,40	2,00	2,05	1,47	1,49	1,65	1,60
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM	1,92	1,77	1,99	1,29	1,25	1,33	1,46
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Opera	1,15	1,26	1,88	0,96	1,20	0,64	0,63
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo LTM	1,92	1,77	1,99	1,29	1,25	1,33	1,46
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo LTM	1,15	1,26	1,88	0,96	1,20	0,64	0,63
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	11,1%	10,9%	13,5%	9,7%	9,7%	10,9%	
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,28	0,31	0,08	0,26	0,27	0,39	0,32
<b>Balance</b>							
Total Activos	8.367.019	8.048.675	7.656.375	6.025.409	5.684.213	5.791.239	5.657.727
Caja e Inversiones Corrientes	776.614	472.115	82.751	195.140	30.384	411.958	408.190
Deuda Corto Plazo	545.493	509.615	132.563	194.269	198.979	305.835	231.416
Deuda Largo Plazo	1.390.008	1.125.009	1.442.482	566.045	524.958	483.237	481.882
Deuda Total	1.935.501	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937	789.072	713.298
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.935.501	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937	789.072	713.298
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.935.501	1.634.624	1.575.045	760.314	723.937	789.072	713.298
Total Patrimonio	5.657.172	5.769.768	5.645.817	4.902.063	4.702.672	4.759.942	4.502.745
Total Capital Ajustado	7.592.673	7.404.393	7.220.862	5.662.377	5.426.609	5.549.014	5.216.043
<b>Flujo de Caja (LTM)</b>							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	613.365	643.896	608.989	446.777	412.913	397.032	366.154
Variación del Capital de Trabajo	153.935	22.838	(287.131)	(11.931)	(115.595)	(289.373)	67.979
Flujo de Caja Operativo (FCO)	767.300	666.734	321.858	434.846	297.318	107.659	434.134
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(80.288)	(75.398)	1.145.633	(79.516)	(18.475)	(12.712)	(13.614)
Dividendos	(442.253)	(476.477)	(388.248)	(119.985)	(188.425)	(174.571)	(115.079)
Flujo de Caja Libre (FCL)	244.759	114.859	1.079.242	235.346	90.418	(79.625)	305.441
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	(3.921.000)	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	-	-	2.078.784	-	-	-	-
Variación Neta de Deuda	498.910	274.505	794.601	(70.590)	(65.135)	83.393	99.463
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	(400.000)	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	-	(6.857)	-	-
Variación de Caja	743.669	389.364	31.627	164.756	(381.574)	3.768	404.904
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>							
Ventas Netas	1.630.536	1.510.712	1.326.561	1.049.512	995.412	1.014.072	903.249
Variación de Ventas (%)	18,4%	13,9%	26,4%	5,4%	-1,8%	12,3%	
EBIT Operativo	872.355	789.918	651.540	463.710	446.629	464.052	375.001
Intereses Financieros Brutos	192.918	174.473	158.087	71.998	73.192	81.955	78.935
Alquileres	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Neto	502.441	454.310	405.307	283.950	251.149	243.538	193.968
<b>Vencimientos de Deuda de Largo Plazo (A Diciembre, 31 de 2008)</b>		<b>2.009</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>
Total vencimientos deuda LP (en millones de pesos)	-	509.615	160.000	240.000	305.009	-	420.000

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos – Dividendos Preferentes. CFO Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months)

La calificación de riesgo crediticio de Duff & Phelps de 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) \*: Gustavo Aristizábal, Juan Camilo Cabrera, Carlos Ramirez

\*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: [www.dcrcolombia.com.co](http://www.dcrcolombia.com.co)

Emgesa S.A. E.S.P.