

Emgesa S.A. E.S.P.

Tipo de Calificación	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmación el 25 de abril de 2018
Corto Plazo	F1+(col)		Afirmación el 25 de abril de 2018

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

Resumen de Información Financiera

	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018P	Dic 2019P
Ingresos Netos (COP millones)	3.514.070	3.425.090	3.803.141	3.948.299
Margen de EBITDAR Operativo (%)	53,6	60,1	53,3	53,3
Flujo de Caja Libre (COP millones)	64.402	231.933	146.296	230.325
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo (x)	2,3	2,1	1,8	1,7
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados + Arrendamientos (x)	4,2	5,5	6,0	6,9

P – proyección. x – veces.
Fuente: Fitch

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 COP3,715 billones de Emgesa. La Perspectiva de la calificación nacional de largo plazo es Estable.

Las calificaciones de Emgesa reflejan el 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 de una reducción mayor del apalancamiento 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.

Factores Clave de las Calificaciones

Perfil Sólido de Negocio: Las calificaciones de Emgesa están respaldadas por su posición de negocio como el segundo generador de electricidad en Colombia en términos de capacidad instalada. Al cierre de 2017, la compañía registró 3.467 megavatios de capacidad instalada y concentró cerca de 21% de la capacidad total instalada en el país. Durante ese mismo año, Emgesa generó 14.765 gigavatios-hora de energía eléctrica, mostrando una reducción leve con respecto a 2016. Esto se debió principalmente a su decisión de reducir su generación con activos termoeléctricos y compensar las ventas de energía con compras mayores en el mercado *spot*, capturando márgenes mayores por el diferencial de precios entre contratos y bolsa que se registró durante 2017. Aún con los niveles mayores de compra de energía, la generación de electricidad de Emgesa representó 22,1% de la generación total en el Sistema Interconectado nacional (SIN).

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. Este riesgo depende de las condiciones hidrológicas prevaletientes 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 444

megavatios, lo que mitiga el riesgo hidrológico por la concentración en 87% en activos de generación hidroeléctrica.

Resultados Operativos Robustos: La estrategia comercial de Emgesa se refleja consistentemente en una generación robusta de EBITDA. Históricamente, la empresa había dirigido alrededor de 70% a 75% de sus ventas en contratos. Durante 2017, ajustó su política comercial al incrementar hasta a 86% sus ventas en contratos en su mezcla de ventas, para capturar precios mayores en un ambiente de precios bajos en el mercado de bolsa. Este ajuste en la política comercial podría exponerla a volatilidad en los resultados en una condición hidrológica eventual adversa no anticipada. Emgesa se cubre contra estos riesgos a través de la diversificación geográfica de sus activos de generación, así como por tener 444MW en activos termoeléctricos. Esta diversificación le ha permitido a Emgesa mantener una generación de electricidad estable en medio de temporadas de muy baja hidrología. Durante 2016, excluyendo la planta de El Quimbo, la generación eléctrica de Emgesa solo se redujo en 0,2%, en medio del Fenómeno de El Niño ocurrido ese año.

Estructura Conservadora de Capital: Fitch espera que Emgesa mantenga una generación de flujo de fondos libre positiva bajo condiciones normales de hidrología, impulsado principalmente por niveles de EBITDA de alrededor de COP2 billones. La generación de caja de la empresa se beneficia 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 alrededor de 100%. Esto debe reflejarse en una reducción mayor del apalancamiento de la empresa en los próximos años. Fitch anticipa que el apalancamiento se situará entre 1,5 veces (x) y 2x durante el horizonte de la calificación, ligeramente por debajo del registrado al cierre de 2017 de alrededor de 2x.

Importancia Estratégica para Accionistas: Enel S.p.A. [BBB+/Estable] a través de la filial Enel Américas S.A. (ex Enersis Américas) [BBB+/Estable] es el accionista controlante de Emgesa. En conjunto, tienen una participación económica de 48,5% en la empresa y 56,4% de los derechos de voto. Emgesa es un activo importante para Enel y representó alrededor de 26% del EBITDA en el negocio de generación eléctrica en Latinoamérica durante 2017. Grupo Energía Bogotá [BBB+/Estable] mantiene una participación significativa en la empresa con 51,5% de los derechos económicos y 43,6% de los derechos de voto.

Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

Derivación de las calificaciones frente a los Pares	
Comparación con pares	Emgesa está bien posicionada respecto a pares nacionales que participan en el segmento de generación eléctrica en Colombia. La empresa es la segunda generadora en términos de capacidad instalada, situándose entre Empresas Públicas de Medellín S.A E.S.P. (EPM) e Isagen S.A. E.S.P. (Isagen), ambas con calificación nacional de largo plazo de 'AAA(col)'. La capacidad instalada de EPM es similar a la de Emgesa, pero esta empresa agregará 2.400 megavatios de capacidad en los próximos años, cuando entre en operación su proyecto Ituango. Con una expectativa de apalancamiento de entre 1,5x y 2x, la estructura de capital de Emgesa es más fuerte que la de estos pares.
Vínculo Matriz/Subsidiaria	Hay un vínculo estratégico fuerte entre Emgesa y su accionista principal.
Techo País	No aplica
Entorno Operativo	No aplica
Otros Factores	No aplican
Fuente: Fitch	

Sensibilidad de las Calificaciones

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

- una reducción significativa 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;
- un aumento sostenido en el apalancamiento sobre 3,5x;

- una estrategia de crecimiento más agresiva que implique incrementos importantes de inversiones de capital, adquisiciones y apalancamiento.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Fuerte: Emgesa mantiene niveles fuertes de liquidez, apoyados por niveles de efectivo saludables, un FCO predecible y un perfil de vencimientos de deuda manejable. Al cierre de 2017, la empresa mantenía alrededor de COP609.000 millones en efectivo e inversiones de corto plazo disponibles y alrededor de COP361.000 millones en deuda de corto plazo. Fitch mantiene la expectativa de que la empresa generará flujo de caja libre positivo en el mediano plazo, mismo que contribuirá al pago de los vencimientos de deuda previstos en los próximos años.

Al cierre de 2017, la empresa reportó alrededor de COP4 billones en deuda financiera, compuesta por créditos bancarios (8,4%), el programa de bonos local (73,5%) y COP736.760 millones de un bono internacional indexado a moneda local, que expira en 2021. La totalidad de la deuda financiera de la empresa se expresa en pesos colombianos. La agencia considera que el riesgo de refinanciamiento de Emgesa es bajo, dado el apalancamiento moderado, un perfil de deuda manejable y acceso amplio a fuentes de liquidez. Al cierre de 2017, Emgesa reportó líneas de crédito no comprometidas por COP3,7 billones, en conjunto con su empresa vinculada Codensa S.A. E.S.P. [AAA(col)/Estable], además de tener acceso a los mercados de capitales locales e internacionales. Lo anterior refuerza su posición de liquidez. La empresa tiene un perfil de amortización de deuda manejable frente a su capacidad de generación operativa.

Vencimientos de Deuda y Liquidez Proyectados al Año Fiscal 2017

Resumen de Liquidez	Original	Original
	31 dic 2016	31 dic 2017
(COP millones)		
Efectivo Disponible y Equivalentes	620.638	564.000
Inversiones de Corto Plazo	–	47.000
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	–1.910	–1.678
Efectivo y Equivalentes definidos por Fitch	618.728	609.322
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
Liquidez Total	618.728	609.322
Más: Flujo de Fondos Libre Proyectado por Fitch a 2018 (después de Dividendos)	–	146.296
Liquidez Proyectada 2018	–	755.618
Puntaje de Liquidez	–	2,8
EBITDA de los últimos 12 meses	1.882.637	2.058.193
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	64.402	231.933
Fuente: Fitch y reportes de la compañía.		

Vencimientos de Deuda Programados	Original
	31 dic 2017
(COP millones)	
Diciembre 31, 2018	361.194
Diciembre 31, 2019	639.479
Diciembre 31, 2020	281.880
Diciembre 31, 2021	867.007
Diciembre 31, 2022	640.667
Después de 2022	1.298.257
Deuda Total	4.088.482
Fuente: Fitch y reportes de la compañía.	

Supuestos Clave

Los supuestos claves de Fitch considerados en el caso base de la calificación del emisor son:

- los precios de la energía reflejan condiciones hidrológicas normales en el mediano plazo;
- la planta hidroeléctrica El Quimbo continúa operando sin restricciones regulatorias de manera sostenida;
- Emgesa mantiene requerimientos limitados de inversiones de capital y una política de dividendos más conservadora;
- apalancamiento en un rango entre 1,5x y 2x en el mediano plazo.

Información Financiera

(COP millones)	Histórico			Proyección		
	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018P	Dic 2019P	Dic 2020P
RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS						
Ingresos Netos	3.268.223	3.514.070	3.425.090	3.803.141	3.948.299	3.628.268
Crecimiento de Ingresos (%)	25,0	7,5	-2,5	11,0	3,8	-8,1
EBITDA Operativo	1.725.208	1.882.637	2.058.193	2.025.764	2.106.181	1.952.407
Margen de EBITDA Operativo (%)	52,8	53,6	60,1	53,3	53,3	53,8
EBITDAR Operativo	1.725.208	1.882.637	2.058.193	2.025.764	2.106.181	1.952.407
Margen de EBITDAR Operativo (%)	52,8	53,6	60,1	53,3	53,3	53,8
EBIT Operativo	1.560.992	1.690.694	1.847.746	1.813.074	1.889.292	1.733.796
Margen de EBIT Operativo (%)	47,8	48,1	53,9	47,7	47,9	47,8
Intereses Financieros Brutos	-185.017	-467.842	-347.936	-335.213	-304.239	-290.873
Resultado antes de Impuestos	1.393.126	1.236.062	1.453.358	1.483.607	1.590.799	1.448.670
RESUMEN DE BALANCE GENERAL						
Efectivo Disponible	299.393	618.728	609.322	262.177	353.023	463.752
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.101.824	4.326.058	4.220.729	3.727.288	3.587.810	3.505.930
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.101.824	4.326.058	4.220.729	3.727.288	3.587.810	3.505.930
Deuda Neta	3.802.431	3.707.330	3.611.407	3.465.111	3.234.786	3.042.178
RESUMEN DE FLUJO DE CAJA						
EBITDA Operativo	1.725.208	1.882.637	2.058.193	2.025.764	2.106.181	1.952.407
Intereses Pagados en Efectivo	-319.089	-450.134	-375.206	-335.213	-304.239	-290.873
Impuestos Pagados en Efectivo	-483.353	-464.395	-416.402	-548.934	-540.872	-492.548
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	-111.656	219.059	62.045	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	832.378	1.227.924	1.349.410	1.141.616	1.261.070	1.168.987
Variación del Capital de Trabajo	-37.237	-56.146	-198.533	-19.496	-7.486	16.504
Flujo de Caja Operativo (FCO)	795.141	1.171.778	1.150.877	1.122.120	1.253.584	1.185.491
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0	-	-	-

Inversiones de Capital (Capex)	-683.290	-312.210	-321.505	-	-	-
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	20,9	8,9	9,4	-	-	-
Dividendos Comunes	-1.045.672	-795.166	-597.439	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	-933.821	64.402	231.933	-	-	-
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	-	-	-
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	4.886	-79.584	-47.830	0	0	0
Variación Neta de Deuda	347.404	336.427	-240.667	-493.440	-139.479	-81.880
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-581.531	321.245	-56.564	-347.144	90.846	110.729
DETALLE DE FLUJO DE CAJA						
Margen de FGO (%)	25,5	34,9	39,4	30,0	31,9	32,2
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre	-1.728.962	-1.107.376	-918.944	-975.824	-1.023.259	-992.883
Flujo de Fondos Libre después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	-933.821	64.402	231.933	146.296	230.325	192.608
Margen del Flujo de Fondos Libre (después de Adquisiciones Netas) (%)	-28,6	1,8	6,8	3,8	5,8	5,3
RAZONES DE COBERTURA (VECES)						
FGO/Intereses Financieros Brutos	3,5	3,6	4,5	4,4	5,1	5,0
FGO/Cargos Fijos	3,5	3,6	4,5	4,4	5,1	5,0
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos	5,4	4,2	5,5	6,0	6,9	6,7
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	5,4	4,2	5,5	6,0	6,9	6,7
RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	2,4	2,3	2,1	1,8	1,7	1,8
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	2,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,4	2,3	2,1	1,8	1,7	1,8
Deuda Ajustada respecto al FGO	3,6	2,6	2,5	2,5	2,3	2,4
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	3,4	2,3	2,1	2,3	2,1	2,1
Fuente: Reportes de la empresa Fitch.						

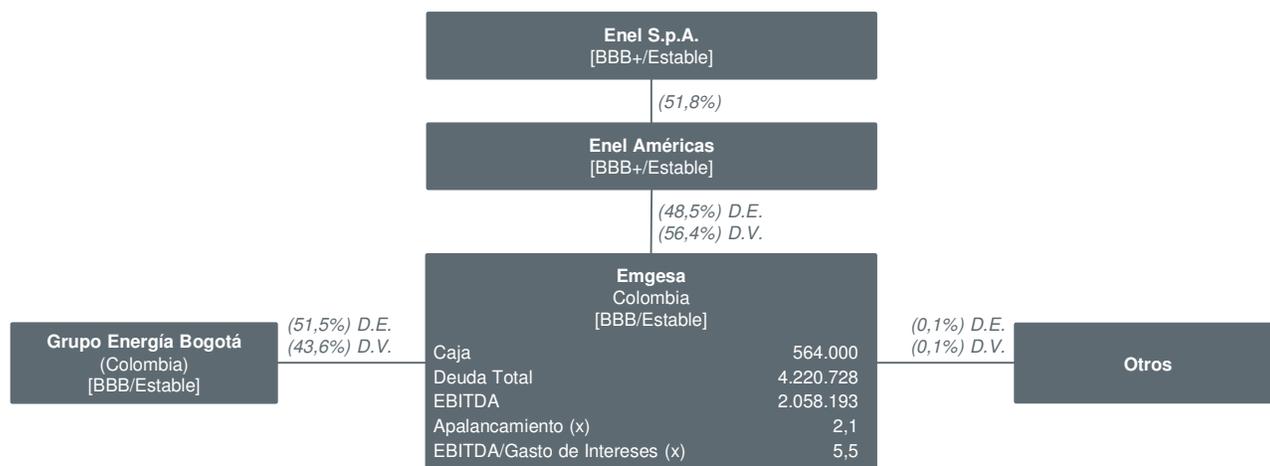
Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

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.

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2017)



D.E. – derechos económicos. D.V. – derecho a voto. x – veces.
Fuente: Emgesa.

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Fecha	Calificación	Ingresos Netos (USD millones)	Margen EBITDAR Operativo (%)	Flujo de Caja Libre (USD millones)	Deuda Total Ajustada/EBITDA Operativo (x)	EBITDAR Operativo/ Intereses Pagados + Arrendamientos (x)
Emgesa S.A. E.S.P.	2017	AAA(col)	1.153	60,1	78	2,1	5,5
	2016	AAA(col)	1.171	53,6	21	2,3	4,2
	2015	AAA(col)	1.038	52,8	-297	2,4	5,4
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	2017	AAA(col)	5.030	31,4	-855	3,7	4,2
	2016	AAA(col)	5.269	21,6	-616	4,2	3,4
	2015	AAA(col)	4.412	25,7	-526	4,0	4,6
Isagen S.A. E.S.P.	2017	AAA(col)	791	50,2	71	2,9	3,5
	2016	AAA(col)	916	32,5	25	4,1	2,1
	2015	AAA(col)	903	41,5	-53	3,2	3,7

x – veces.
Fuente: Fitch.

Conciliación de Indicadores Financieros Clave

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Emgesa S.A. E.S.P.	
(COP millones)	31 dic 2017
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados	
EBITDA Operativo	2.058.193
+ 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)	2.058.193
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	0
= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)	2.058.193
Resumen de Deuda y Efectivo	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)	4.220.729
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)	4.220.729
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	562.322
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	47.000
= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)	609.322
Deuda Neta Ajustada (b)	3.611.407
Resumen del Flujo de Efectivo	
Dividendos Preferentes (Pagados) (f)	0
Intereses Recibidos	20.780
+ Intereses (Pagados) (d)	-375.206
= Costo Financiero Neto (e)	-354.427
Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)	1.349.410
+ Variación del Capital de Trabajo	-198.533
= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)	1.150.877
Inversiones de Capital (m)	-321.505
Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos	5,0
Apalancamiento Bruto (veces)	
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo^a (a/j)	2,1
Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))	2,5
<i>Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo^a (l/k)	2,1
Apalancamiento Neto (veces)	
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo^a (b/j)	1,8
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))	2,1
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))	4,4
Cobertura (veces)	
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)^a (j/-d+h)	5,5
EBITDA Operativo/Intereses Pagados^a (k/(-d))	5,5
FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	4,5
<i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))	4,5
<i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.	
Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía	

Ajuste de Conciliación de Fitch

Resumen de Ajustes a la Información Financiera			
Emgesa S.A. E.S.P.			
(COP millones)	Valores Reportados 31 dic 2017	Resumen de Ajustes por Fitch	Valores Ajustados
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados			
Ingresos Netos	3.425.090	0	3.425.090
EBITDAR Operativo	2.046.091	12.102	2.058.193
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	2.046.091	12.102	2.058.193
Arrendamiento Operativo	0	0	0
EBITDA Operativo	2.046.091	12.102	2.058.193
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	2.046.091	12.102	2.058.193
EBIT Operativo	1.835.643	12.102	1.847.746
Resumen de Deuda y Efectivo			
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.185.765	34.964	4.220.729
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.185.765	34.964	4.220.729
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	611.000	-1.678	609.322
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles	0	1.678	1.678
Resumen del Flujo de Efectivo			
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0
Intereses Recibidos	26.981	-6.201	20.780
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	-347.936	-27.270	-375.206
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.572.736	-223.326	1.349.410
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	-67.432	-131.100	-198.533
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.505.304	-354.427	1.150.877
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-321.505	0	-321.505
Dividendos Comunes (Pagados)	-597.439	0	-597.439
Flujo de Fondos Libre (FFL)	586.360	-354.427	231.933
Apalancamiento Bruto (veces)			
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	2,0		2,1
Deuda Ajustada respecto al FGO	2,2		2,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	2,0		2,1
Apalancamiento Neto (veces)			
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	1,7		1,8
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	1,9		2,1
Deuda Neta Ajustada/(FCO – Capex) (veces)	3,0		4,4
Cobertura (veces)			
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos) ^a	5,9		5,5
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	5,9		5,5
FGO/Cargos Fijos	5,4		4,5
FGO/Intereses Financieros Brutos	5,4		4,5

^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.

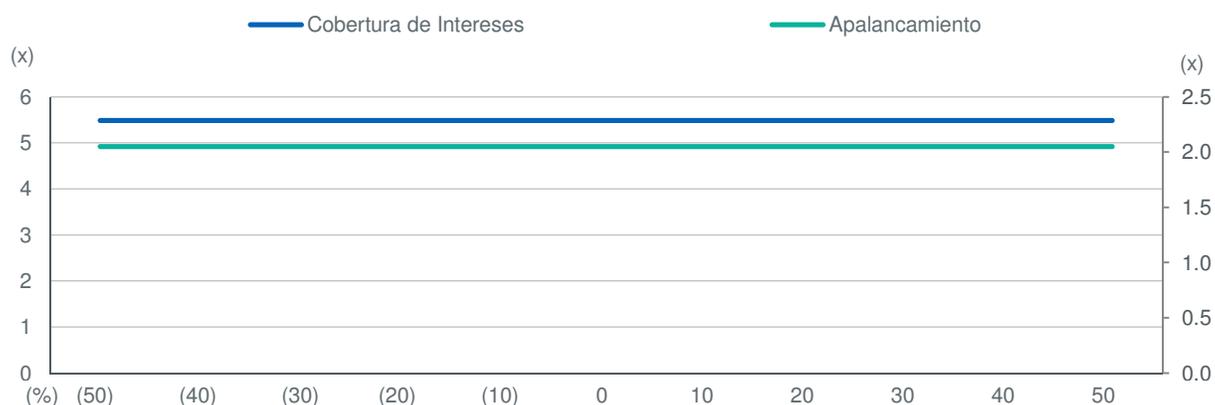
Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía

Sensibilidad a Variación en Tipo de Cambio (FX Screener)

Emgesa no tiene exposición material al tipo de cambio, dado que 98% 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.

Fitch FX Screener Prueba de Estrés Moneda Extranjera a Moneda Local – Variaciones Absolutas

(Emgesa S.A. E.S.P. – 'BBB', Perspectiva Estable, a diciembre de 2017)



Fuente: Fitch

Lista Completa de Calificaciones

	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Emgesa S.A. E.S.P.			
Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmación el 25 de abril de 2018
Corto Plazo	F1+(col)		Afirmación el 25 de abril de 2018
Programa de Bonos y Papeles Comerciales por COP3,715 billones	AAA(col) y F1+(col)		Afirmación el 25 de abril de 2018

Metodologías e Informes Relacionados

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

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Marzo 27, 2017\).](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Febrero 21, 2018\).](#)

Analistas

John Wiske
+1 212 908-9195
john.wiske@fitchratings.com

Jorge Yanes
+57 1 484-6770
jorge.yanes@fitchratings.com

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. 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 © 2018 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 disseminación 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"