

Actualización de Transacción

Emgesa S.A. E.S.P.

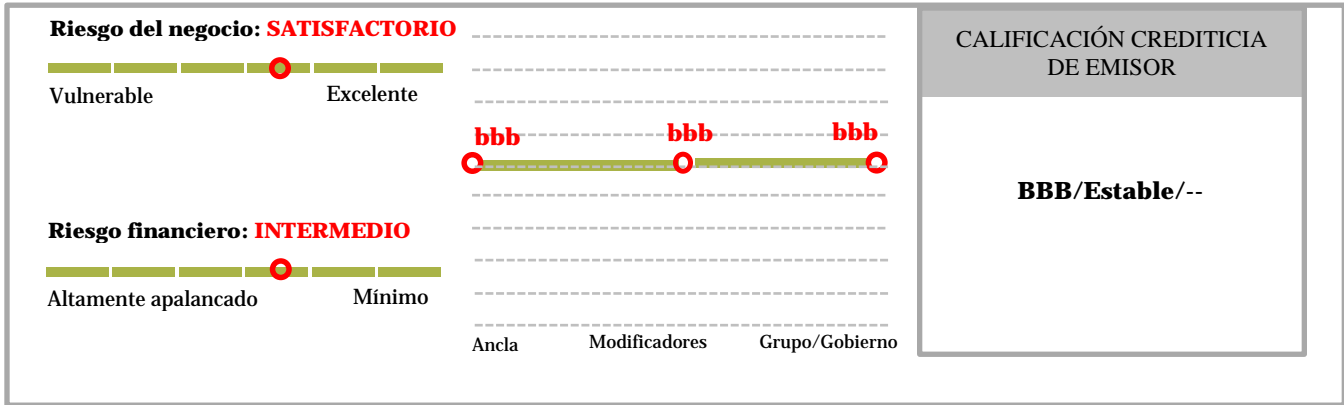
Fecha de publicación: 15 de octubre de 2019

Contactos analíticos:

Candela Macchi, Buenos Aires 54 (11) 4891-2110; candela.macchi@spglobal.com

Melisa A. Casim, Buenos Aires 54 (11) 4891-2178; melisa.casim@spglobal.com

Emgesa S.A. E.S.P.



Factores crediticios clave

Resumen

Fortalezas clave	Riesgos clave
Posición de mercado líder en el sector de generación de energía de Colombia;	Exposición a condiciones hidrológicas, y
Flujo de ingresos relativamente estable y predecible, influenciado favorablemente por el elevado nivel de contratación;	Aunque marginal, cierta exposición a las fluctuaciones del precio spot.
Sólidos indicadores crediticios apoyados por el crecimiento del EBITDA –que atribuimos en su mayoría a las continuas mejoras en los niveles de eficiencia-- y por el descenso esperado en los gastos de inversión (capex) conforme los proyectos en construcción entran en operación y la deuda se reduce, y	
Sólido accionista controlante.	

Emgesa debe mantener su posición líder en el negocio de generación de energía en los siguientes años. Emgesa es el segundo mayor generador de electricidad en Colombia, abasteciendo de energía a 20.5% del sistema interconectado nacional a través de aproximadamente 3,500 megavatios (MV), de los cuales 88% corresponden a generación hidrológica. Esperamos que esta tendencia continúe en los próximos dos a tres años. Esta evaluación considera el reciente anuncio de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPPMM, no calificada) de que la planta hidroeléctrica Ituango (que posee una capacidad de 2,400 MV) demorara su entrada en operación --no esperamos que sea conectada al sistema antes de diciembre de 2021. Dado el considerable tamaño de este proyecto para el sistema eléctrico colombiano, y que solamente empezará a operar de 2019 a mediados de 2022 capacidad adicional limitada, no prevemos cambios significativos en la contribución de los principales participantes en el sistema en los próximos años. Sin embargo, en el largo plazo, con Ituango operando totalmente y despachando nueva capacidad renovable, esperamos que Emgesa pueda perder cierta participación de mercado, pero todavía se mantendrá como un operador líder.

Esperamos una base de ingresos relativamente estable y predecible debido a los acuerdos de compra de energía (PPA, por sus siglas en inglés) que actualmente tiene. La capacidad de Emgesa está contratada principalmente con contrapartes con una calidad crediticia sólida (la mayoría empresas de distribución y grandes consumidores). Para ser más precisos, a junio de

2019, su capacidad total contratada sobrepasó 80% y la vida promedio de los contratos era de 3.5 años. La capacidad remanente se usa como cobertura para el riesgo hidrológico y se comercializa en el mercado spot, lo que consideramos positivo desde una perspectiva crediticia. Por ejemplo, durante los eventos climáticos de El Niño, Emgesa ha logrado mantener una generación estable de EBITDA.

Sus principales indicadores crediticios deberían fortalecerse en 2019 y 2020 como consecuencia de mayores precios spot, menores inversiones y repagos programados de deuda. El retraso de Ituango y la temporada seca ocasionó un incremento en el precio spot durante el primer semestre de este año, y esperamos que, debido a la dinámica del mercado, es decir, la interacción de la demanda y la oferta, los precios solamente regresen a niveles más bajos hacia el final de 2021 o el inicio de 2022. Por consiguiente, prevemos que la generación de EBITDA de Emgesa mejore ligeramente debido a que incluimos en nuestro escenario base ingresos mayores derivados de ventas spot desde 2019, y hasta 2021. Además, esperamos que el *capex* de Emgesa descienda en los próximos dos a tres años debido a que no tiene proyectos significativos pendientes. Tampoco proyectamos que la deuda aumente. En este contexto, esperamos que los principales indicadores crediticios se fortalezcan, con índices de deuda ajustada a EBITDA y flujos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda de 1.5x (veces) y 45%, respectivamente, en 2019, desde 1.8x y 34.4% el año pasado.

Emgesa seguirá siendo una subsidiaria clave para su accionista de control, Enel Americas S.A. (Enel Americas: BBB/Estable/--). En nuestra opinión, la empresa es integral para la identidad y estrategia del grupo, y como resultado esperamos que reciba respaldo de la matriz bajo cualquier circunstancia previsible. Por tal razón, igualamos nuestras calificaciones de Emgesa con las de Enel Americas, lo que nos permite calificarla por arriba de la calificación soberana de Colombia (moneda extranjera BBB-/Estable/A-3; moneda local BBB/Estable/A-2).

Tendencia: Estable

La tendencia estable de Emgesa refleja nuestra expectativa de que la empresa seguirá siendo una subsidiaria clave de Enel Americas y que su matriz la apoyará incluso en un escenario hipotético de estrés soberano.

También refleja nuestra expectativa de que la empresa continuará beneficiándose de la creciente demanda de energía en Colombia y, más importante, que registrará ingresos relativamente estables en los próximos dos años debido a su naturaleza altamente contractada. Además, esperamos que su apalancamiento continúe descendiendo porque no prevemos un *capex* significativo, lo que daría por resultado índices de deuda a EBITDA ajustados de 1.5x y de FFO a deuda por arriba de 45%.

Escenario negativo

Podríamos bajar la calificación de Emgesa en los próximos 12 a 24 meses si tomamos una acción de calificación similar sobre Enel Americas, lo que no prevemos en el contexto actual, o si llegamos a considerar que esta última tiene menos incentivos para apoyarla. Esto podría pasar si, por ejemplo, Enel diluye su participación en la votación o si percibimos que Emgesa se ha vuelto menos estratégica desde una perspectiva del negocio.

Podríamos revisar el perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) de Emgesa a la baja si su perfil de riesgo financiero empeora debido a, por ejemplo, una estrategia comercial más agresiva en medio de peores condiciones hidrológicas o un plan de expansión más agresivo, que lleve a índices de deuda a EBITDA de más de 3.0x y de FFO a deuda de menos de 30%, de manera consistente.

Escenario positivo

Una acción de calificación positiva sobre Enel Americas en los próximos 12 a 24 meses podría llevarnos a subir la calificación de Emgesa. Asimismo, podríamos revisar al alza el SACP de Emgesa si vemos que mejoran sus índices financieros de manera consistente, lo que podría pasar como resultado de una combinación de menores pagos de dividendo y menores inversiones, lo que llevaría a índices de deuda a EBITDA consistentemente por debajo de 1.0x-1.5x y de FFO a deuda por arriba de 50%.

Nuestro escenario base

Supuestos

- Las variables macroeconómicas que consideramos relevantes para el negocio de generación es particularmente el crecimiento del PIB que se correlaciona con la demanda de electricidad, y la inflación porque afecta los costos. (Por favor véase "Policy Uncertainty Undermines Growth Prospects", publicado el 30 de septiembre de 2019). Nuestra proyección para el crecimiento del PIB de Colombia es de 3.2% en 2019 y 3.3% anual posteriormente, y estimamos que la inflación se mantenga en el rango de 3.0%-3.5%.
- Niveles normales de hidrología y capacidad estable, dado que no existen proyectos significativos a ejecutarse en el corto a mediano plazo y no anticipamos interrupciones no recurrentes en la operación de las plantas. Esto llevaría a una generación de energía neta anual de aproximadamente 15,500 GW entre 2019 y 2021.
- Sin cambios en el estatus contractual de las plantas de energía y precios spot relativamente estables hasta 2021, cuando incluimos el inicio de operaciones de la planta de Ituango.
- Incrementos en los costos en línea con el aumento de la inflación local.
- Gastos de inversión (*capex*) de alrededor de \$450,000 millones de pesos colombianos (COP) en 2019, que después se reducen a COP260,000 millones. Incorporamos como aumento en el *capex* la finalización de las mejoras a las plantas de Canoas y Quimbo, la extensión de la vida de la planta de Termozipa y el proyecto baterías en Termozipa. No incorporamos nuevos proyectos adicionales principalmente debido a que Emgesa prevé desafíos en el mediano plazo debido a una potencial sobreoferta de capacidad a partir de 2021.
- Refinanciamiento del bono internacional que vence en enero de 2021 y sin incremento de deuda.
- Tasa de pago de dividendos de 70%.

Indicadores clave

	2018R	2019	2020
EBITDA ajustado (COP, miles de millones)	2,133	2,305	2,390
Deuda ajustada a EBITDA (x)	1.8	1.4	1.2
Cobertura de intereses con EBITDA, ajustada	6.1	6.6	7.1
FFO ajustado a deuda (%)	34.4	46.5	54

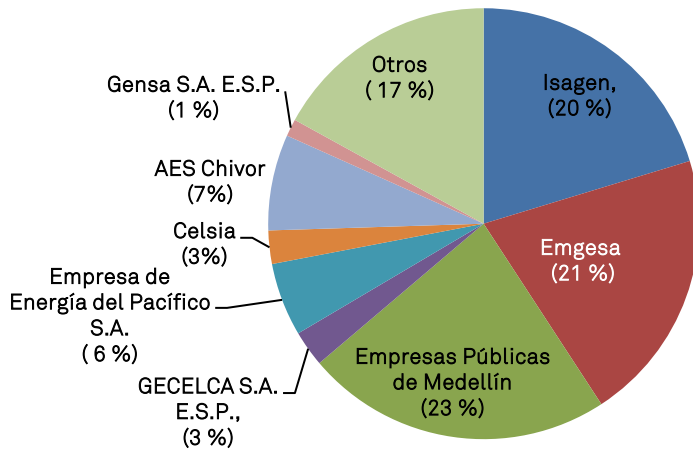
R—Real. FFO—Fondos operativos.

Descripción de la empresa

Emgesa es el segundo mayor generador de energía en Colombia. La empresa opera en tres mercados diferentes:

- el mercado mayorista que incluye grandes compras de energía en bloque y operaciones de venta entre generadores y comercializadores;
- el mercado no regulado que está constituido por los usuarios finales que consumen más de 55 megavatios hora (MVh) por mes o que tienen más de 0.1 MV, y,
- el mercado bursátil de energía que permite generación de déficits y superávits en las transacciones diarias.

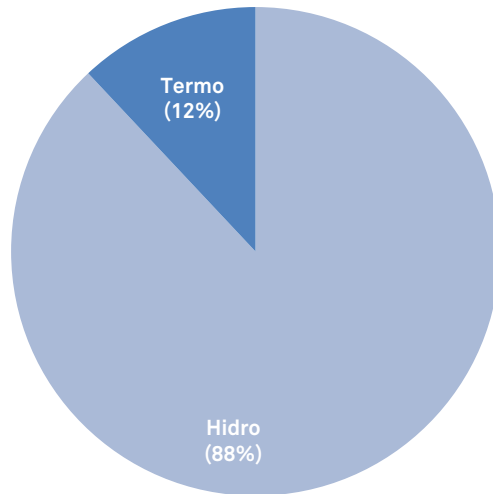
Gráfica 1
Generación total en el Sistema Interconectado Nacional (%)
 A 2018



Fuente: S&P Global Ratings.
 Copyright © 2018 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

La empresa se beneficia del hecho de contar con una base diversificada de activos ya que posee 12 plantas hidroeléctricas y activos térmicos con una capacidad instalada de 3,500 MV, que generaron 14.135 gigavatios hora (GVh) el año pasado.

Gráfica 2
Emgesa –Producción por tecnología
 A 2018



Fuente: S&P Global Ratings.
 Copyright © 2018 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Enel Americas tiene 48.5% del capital social de Emgesa, mientras que Grupo Energía de Bogotá S.A. E.S.P. (EEB; BBB-/Estable/--) es propietario del 51.5% restante de las acciones. Enel tiene derecho a designar la mayoría de los miembros del consejo de administración de Emgesa porque es propietario de 56.4% de las acciones con derecho a voto de la empresa --por consiguiente, consideramos a Enel como el accionista controlante de Emgesa.

Riesgo del negocio: Satisfactorio

Nuestra opinión sobre el perfil de riesgo de negocio de Emgesa refleja nuestra expectativa de que mantenga una posición competitiva sólida en el mercado colombiano; una generación relativamente estable de flujo de efectivo ya que esperamos que la mayor parte de su capacidad se mantenga contratada en los próximos dos a tres años; su moderada diversificación de activos, con 14 plantas de energía distribuidas en diversas regiones del país, y en su sólida eficiencia operativa y rentabilidad derivada de su estructura contractual y bajos costos variables. Nuestra evaluación también contempla nuestra opinión favorable sobre el marco regulatorio, legal y contractual de Colombia. Las principales debilidades de la empresa incluyen su exposición a la sequía, ya que la generación hidroeléctrica representa 88% de su capacidad instalada y cierto nivel de exposición al volátil mercado spot.

Elevados niveles de ventas contratadas para 2019 y 2020. Como señalamos en la sección de los principales factores crediticios, esperamos que la capacidad de Emgesa se mantenga altamente contratada en los siguientes dos a tres años. En el mediano plazo, prevemos cierta exposición a riesgo de recontractación, pero no lo consideramos como una debilidad crediticia para Emgesa dado que no se trata de una dinámica específica de la empresa, sino una condición del mercado en Colombia ya que la vida promedio de los contratos ha sido siempre más corta que en el resto de América Latina. Y más importante, Emgesa ha logrado históricamente recontractar de manera satisfactoria su capacidad, lo que atribuimos a sus elevados niveles de eficiencia y su historial en la industria.

En nuestra opinión, el marco regulatorio, legal y contractual de Colombia brinda respaldo a las operaciones de la empresa. La regulación en Colombia permite la recuperación oportuna de los costos de operación y del capital. Más importante, vemos un historial satisfactorio de revisiones de tarifas y no prevemos modificaciones importantes en los próximos años. Por consiguiente, consideramos que el marco es predecible y transparente, lo que respalda las calificaciones.

Exposición a la sequía, ya que la generación hidroeléctrica representa más de 85% de la capacidad instalada, y cierta exposición a los precios spot. A junio de 2019, Emgesa tenía capacidad instalada de 3,093 MV de energía hidroeléctrica en Colombia, seguida por 4,780 MV de generación térmica y de carbón. Aunque la exposición a los recursos naturales es elevada, su prudente estrategia comercial mitiga parcialmente este riesgo. Por otra parte, esperamos cierto nivel de exposición al mercado spot debido a que enviará allí una parte de su capacidad.

Análisis comparativo

Incorporamos como pares a otros participantes en el sector de electricidad que calificamos en la región, incluyendo AES Gener S.A., Enel Chile S.A., Enel Americas S.A., Colbún S.A., Nautilus Inkia Holdings LLC, Trinidad Generation Unlimited, ISAGEN S.A. E.S.P., así como a empresas globales, incluyendo su controlante Enel SpA, y Engie S.A.

Desde una perspectiva de operación, hay características que diferencian a Emgesa de AES Gener, Nautilus, Colbún, y Enel Americas, porque todas estas operan en más de un país en la región y, por lo general, en más de un segmento, incluyendo la transmisión o distribución de electricidad. Emgesa es más comparable con ISAGEN y Trinidad Generation Unlimited porque ambas operan en Colombia y Trinidad y Tobago, respectivamente, y derivan sus ingresos totalmente o en su mayoría del negocio de generación. Mientras que todos los pares de América Latina tienen perfiles de riesgo de negocio satisfactorios, los dos pares globales se benefician de tener perfiles sólidos, principalmente debido a un menor riesgo país y a fuertes posiciones competitivas que reflejan en gran medida el historial de las regulaciones, sus posiciones competitivas sólidas y su diversidad geográfica y de activos (cada una opera en varios continentes y tiene más de 150 activos).

Desde una perspectiva financiera, Emgesa compara bien con Colbún, Enel Americas y AES Gener porque esperamos que todas registren índices de deuda ajustada a EBITDA de no más de 2x (veces) en los próximos dos a tres años. Sin embargo, Colbún y AES Gener están enfocando sus inversiones en negocios de generación en los siguientes años, principalmente mediante el desarrollo de nueva capacidad renovable, mientras que esperamos que Emgesa solamente termine de ejecutar el *capex* en marcha y luego converja en el mediano plazo hacia un nivel de mantenimiento, a menos que haya un cambio en la percepción del mercado en ese periodo. Por otra parte, esperamos que Enel Americas concentrará la mayoría de su *capex* en el negocio de distribución.

Tabla 1

Emgesa S.A. E.S.P. -- Comparación con sus pares

Sector industrial: Servicios eléctricos

	Emgesa S.A. E.S.P.	ISAGEN, S.A. E.S.P.	Enel Americas S.A.	AES Gener S.A.	Colbún S.A.	Trinidad Generation Unlimited	Nautilus Inkia Holdings LLC	Enel SpA	ENGIE SA
Calificaciones al 15 de octubre de 2019	BBB/Estable/-	BBB- /Estable/--	BBB/Estable/-	BBB- /Estable/-	BBB/Estable/-	BBB- /Estable/--	BB/Estable/-	BBB+/Estable/A- 2	A- /Estable/A- 1
--Año que concluyó el 31 de diciembre de 2018--									
(Millones de US\$)									
Ingresos	1,145.3	816.3	13,184.1	2,647.4	1,571.3	105.9	1,612.5	86,238.2	69,376.2
EBITDA	657.1	458.9	3,456.6	758.5	684.1	83.9	556.9	17,499.2	10,979.6
Fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés)	400.7	369.2	2,400.1	423.8	501.2	46.9	366.4	12,402.9	9,099.2
Gastos de intereses	107.4	98.1	778.4	77.9	72.9	38.6	148.3	2,959.9	1,618.9
Interés pagado en efectivo	111.2	89.7	462.5	245.4	74.6	37.1	145.3	3,125.9	1,106.5
Flujo de efectivo de operaciones	481.0	88.4	1,496.5	116.6	467.8	16.0	379.0	12,966.2	8,643.6
Gasto de inversión	77.7	22	1,521.3	143.6	107.9	1.4	155.1	9,455.7	6,947.2
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	403.4	66.4	(24.8)	(27.0)	359.8	14.7	223.9	3,510.5	1,696.4
Flujo de efectivo discrecional (DCF, por sus siglas en inglés)	218.6	66.4	(616.8)	(249.4)	69.2	4.7	200.5	(584.2)	(1,264.9)
Efectivo e inversiones a corto plazo	192.6	26.3	2,034.0	327.2	788.4	132.3	201.0	7,401.8	9,822.1
Deuda	1,164.3	1,342.40	7,881.6	863.7	1,011.9	450.9	2,761.2	58,462.1	46,293.1
Capital	1,305.7	1,820.80	8,831.9	2,969.1	3,856.9	223.7	1,080.0	57,234.0	44,727.7
Índices ajustados									
Margen de EBITDA (%)	57.4	56.2	26.2	28.7	43.5	79.3	34.5	20.3	15.8
Retorno a capital (%)	24.3	13.6	20.0	7.1	8.6	12.0	9.3	12.6	6.5
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	6.1	4.7	4.4	9.7	9.4	2.2	3.8	5.9	6.8
Cobertura de intereses con FFO (x)	4.6	5.1	6.2	2.7	7.7	2.3	3.5	5.0	9.2

Emgesa S.A. E.S.P. -- Comparación con sus pares

Sector industrial: Servicios eléctricos

	Emgesa S.A. E.S.P.	ISAGEN, S.A. E.S.P.	Enel Americas S.A.	AES Gener S.A.	Colbún S.A.	Trinidad Generation Unlimited	Nautilus Inkia Holdings LLC	Enel SpA	ENGIE SA
Deuda/EBITDA (x)	1.8	2.9	2.3	1.1	1.5	5.4	5.0	3.3	4.2
FFO/deuda (%)	34.4	27.5	30.5	49.1	49.5	10.4	13.3	21.2	19.7
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	41.3	6.6	19.0	13.5	46.2	3.6	13.7	22.2	18.7
FOCF/deuda (%)	34.6	4.9	(0.3)	(3.1)	35.6	3.3	8.1	6.0	3.7
DCF/deuda (%)	18.8	4.9	(7.8)	(28.9)	6.8	1.0	7.3	(1.0)	(2.7)

Riesgo financiero: Intermedio

Los principales indicadores crediticios deben continuar fortaleciéndose.

La deuda de la empresa tocó su nivel máximo en 2015 --la deuda ajustada a EBITDA se situó en 2.5x-- debido a la construcción de la planta de energía El Quimbo que requirió una inversión significativa de aproximadamente US\$1,200 millones. Desde ese año hasta ahora, hemos observado un despalancamiento gradual y, por consiguiente, una mejora en los principales índices crediticios.

En adelante, solamente incluimos el crecimiento del *capex* asociado con los proyectos Canoas y Quimbo que consiste principalmente de mejoras y obras relacionadas con Termozipa. En general, estimamos que el *capex* descienda desde casi COP440,000 millones este año a unos COP265,000 millones en 2021, y no prevemos capacidad adicional o un incremento en la deuda en los siguientes años.

Nuestra proyección actualizada señala que el índice de deuda ajustada a EBITDA debe inclinarse a la baja a cerca de 1.4x hacia el cierre de 2019, nivel similar al que tenía antes del desarrollo de Quimbo, desde 1.8x en 2018. También esperamos una mejora en el índice de FFO a deuda a 45% desde 35% registrado a finales del año pasado.

No prevemos que el proceso de arbitraje de los accionistas afecte de manera significativa la capacidad de repago de Emgesa.

A finales de diciembre de 2017, EEB, el accionista minoritario, notificó a Enel Americas que estaba presentando un proceso de arbitraje en relación con las diferencias en la distribución de utilidades en 2016, como lo establece el Acuerdo Marco de Inversión (AMI). El accionista minoritario argumenta que Enel Americas actuó en contra de su propio interés al votar por una distribución de utilidades de 70%, violando lo dispuesto en una cláusula específica del AMI, que establece que las partes votantes deben hacerlo en favor de la mejor distribución posible de las utilidades. Después de que se estableció la fecha inicial, EEB decidió retirar su reclamo para revisarlo a fin de incluir otros temas, por ejemplo, la posición del grupo sobre renovables. El arbitraje todavía está en una etapa inicial y no esperamos una resolución pronto.

Si el arbitraje es favorable para EEB, se solicitará a Emgesa que distribuya el restante 30% de los dividendos correspondientes a 2016, 2017 y 2018 que, en total, según nuestros cálculos, suman unos US\$275 millones. Incluso si este es el caso, no consideramos que esto afectará la capacidad de repago de Emgesa. En ese escenario, el índice de deuda ajustada a EBITDA se incrementaría hasta 2x, pero se mantendría alineada con el nivel de calificación actual.

Resumen financiero

Tabla 2

Emgesa S.A. E.S.P. -- Resumen financiero					
Sector industrial: Servicios eléctricos					
	--Año fiscal que concluyó el 31 de diciembre--				
(Millones de US\$)	2018	2017	2016	2015	2014
Ingresos	1,145.3	1,147.4	1,170.2	1,029.5	1,100.7
EBITDA	657.1	695.4	664.1	547.0	722.8
Fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés)	400.7	419.0	349.5	291.0	697.6
Gastos de intereses	107.4	126.6	164.1	109.3	52.4
Interés pagado en efectivo	111.2	137.0	159.9	103.8	25.2
Flujo de efectivo de operaciones	481.0	384.5	383.2	257.5	1,214.3
Gasto de inversión	77.7	105.8	96.8	222.1	365.6
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	403.4	278.8	286.5	35.4	848.7
Flujo de efectivo discrecional (DCF, por sus siglas en inglés)	218.6	78.6	21.7	(294.0)	537.3
Efectivo e inversiones a corto plazo	192.6	191.0	209.9	98.1	404.7
Efectivo disponible bruto	192.6	191.0	209.9	98.1	404.7
Deuda	1,164.3	1,373.3	1,331.6	1,256.4	1,192.7
Capital	1,305.7	1,289.2	1,164.2	1,120.9	2,198.6
Índices ajustados					
Margen de EBITDA (%)	57.4	60.6	56.7	53.1	65.7
Retorno a capital (%)	24.3	24.5	23.2	20.3	19.3
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	6.1	5.5	4.0	5.0	13.8
Cobertura de intereses con FFO (x)	4.6	4.1	3.2	3.8	28.7
Deuda/EBITDA (x)	1.8	2.0	2.0	2.3	1.7
FFO/deuda (%)	34.4	30.5	26.2	23.2	58.5
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	41.3	28.0	28.8	20.5	101.8
FOCF/deuda (%)	34.6	20.3	21.5	2.8	71.2
DCF/deuda (%)	18.8	5.7	1.6	(23.4)	45.0

Liquidez: Adecuada

Seguimos considerando que la liquidez de Emgesa es adecuada. Esperamos que sus fuentes consolidadas de liquidez excedan los usos en al menos 1.4x en los próximos dos años, lo que brinda protección a la empresa frente a eventos adversos.

También estimamos que las fuentes excedan los usos incluso si el EBITDA cae en 15%. La empresa puede retener efectivo discrecional mediante la reducción de su amplia distribución de dividendos y prevemos un menor *capex* para expansión en los próximos dos años una vez que la empresa finalice algunos proyectos específicos actualmente en construcción.

Seguimos considerando que Emgesa tiene flexibilidad financiera adecuada con acceso probado a los mercados de capitales y a los bancos, lo que, en nuestra opinión, está apoyado por su estructura de propiedad. Además, Emgesa no está sujeta a restricciones financieras (*covenants*) sobre sus bonos en circulación en tanto tenga una calificación en la categoría de grado de inversión.

Las principales fuentes de liquidez de Emgesa son las siguientes:

- Efectivo e inversiones de corto plazo por COP644,000 millones, y
- FFO de aproximadamente COP1.5 billones.

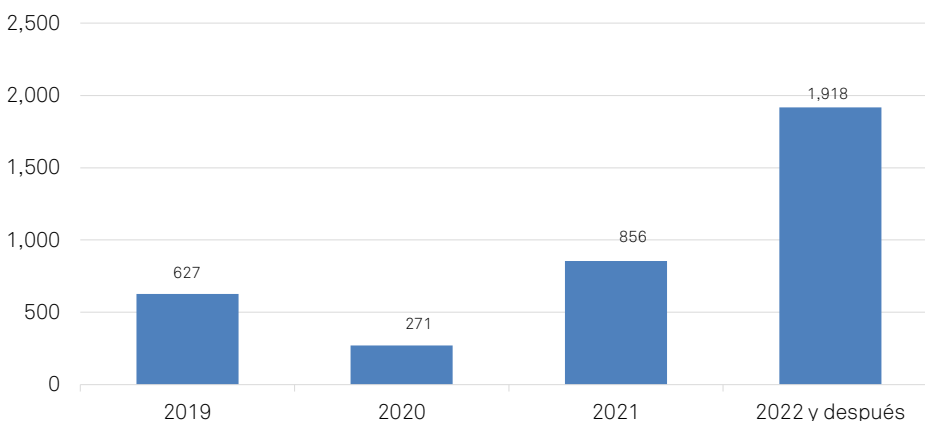
Principales usos de liquidez

- Deuda de corto plazo por COP630,000 millones;
- *Capex* de mantenimiento por COP170,000 millones, y
- Tasa de pago de dividendos de 70%.

Vencimientos de deuda

Gráfica 3

Vencimientos de deuda (Miles de millones, COP)



Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright©2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Influencia del grupo y calificación por arriba del soberano

Consideramos a Emgesa una subsidiaria fundamental de Enel America, su accionista de control. Esperamos que la matriz tenga la capacidad y voluntad de brindarle suficiente respaldo incluso durante un potencial incumplimiento del soberano. Esta opinión nos permite calificar a Emgesa por arriba de nuestras calificaciones soberanas de Colombia, y también le da protección en caso de que la calidad crediticia de la empresa se deteriore sobre una base individual. Enel Américas es propietaria de 56.4% de las acciones con derecho a voto de Emgesa, mientras que EEB detenta 43.5%.

Calificaciones de emisión – Análisis de riesgo de subordinación

No hay subordinación estructural porque la deuda calificada está en el nivel operativo.

Conciliación

Tabla 3

Conciliación de los montos reportados por Emgesa S.A. E.S.P. con los montos ajustados de S&P Global Ratings al 31 de diciembre de 2018 (millones de US\$)

Emgesa S.A. E.S.P., montos reportados							
	Deuda	EBITDA	Ingresos operativos	Gastos de intereses	EBITDA ajustado de S&P Global Ratings	Flujo de efectivo de operaciones	Gasto de inversión
	1,171.6	645.1	577.8	93.3	657.1	574.3	80.1
Ajustes de S&P Global Ratings							
Impuestos pagados en efectivo	--	--	--	--	(145.1)	--	--
Impuestos pagados en efectivo Otros	--	--	--	--	--	--	--
Interés pagado en efectivo	--	--	--	--	(97.0)	--	--
Arrendamientos operativos	0.5	0.3	0.0	0.0	(0.0)	0.2	--
Obligaciones por beneficios posteriores al retiro / compensación diferida	18.1	--	--	--	--	--	--
Inversiones líquidas y efectivo accesible	(192.6)	--	--	--	--	--	--
Intereses capitalizados	--	--	--	2.5	(2.5)	(2.5)	(2.5)
Contratos de compra de energía	166.8	11.7	11.7	11.7	(11.7)	--	--
Ingreso no operativo (gasto)	--	--	7.6	--	--	--	--
Reclasificación de flujo de efectivo por intereses y dividendos	--	--	--	--	--	(91.1)	--
Ajustes totales	(7.2)	11.9	19.3	14.2	(256.3)	(93.3)	(2.5)
Montos ajustados de S&P Global Ratings							
	Deuda	EBITDA	EBIT	Gastos de intereses	Fondos operativos	Flujo de efectivo de operaciones	Gasto de inversión
	1,164	657	597	107	401	481	78

Síntesis de los factores de calificación

Calificación crediticia de emisor

BBB/Estable/--

Riesgo del negocio: Satisfactorio

- Riesgo país: Moderadamente elevado
- Riesgo de la industria: Moderadamente elevado
- Posición competitiva: Satisfactoria

Riesgo financiero: Intermedio

- Flujo de efectivo/apalancamiento: Intermedio

Ancla: bbb

Modificadores

- **Efecto de diversificación/cartera:** Neutral (sin impacto)
- **Estructura de capital:** Neutral
- **Política financiera:** Neutral
- **Liquidez:** Adecuada
- **Administración y gobierno corporativo:** Satisfactorios
- **Análisis comparativo de calificación:** Neutral

Perfil crediticio individual: bbb

- **Perfil crediticio de grupo:** bbb
- **Estatus de la entidad dentro del grupo:** Fundamental (*core*)

Criteriaos

- Reflejando el riesgo de subordinación en las calificaciones de emisiones corporativas, 28 de marzo de 2018.
- Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings, 7 de abril de 2017.
- Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos, 16 de diciembre de 2014.
- Factores Crediticios Clave para la Industria No Regulada Del Gas y La Electricidad, 28 de marzo de 2014.
- Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología para calificar empresas, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología de calificaciones de grupo, 19 de noviembre de 2013.
- Calificaciones por arriba del soberano - Calificaciones de empresas y gobiernos: Metodología y Supuestos, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Riesgo de la industria, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas, 13 de noviembre de 2012.
- Perfiles Crediticios Individuales: Un componente de las calificaciones, 1 de octubre de 2010.
- Uso del listado de Revisión Especial (CreditWatch) y Perspectivas, 14 de septiembre de 2009.

Matriz de riesgo financiero y de negocio

Perfil de Riesgo Financiero

Perfil de Riesgo de Negocio	Perfil de Riesgo Financiero					
	Mínimo	Modesto	Intermedio	Significativo	Agresivo	Altamente apalancado
Excelente	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Fuerte	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
Satisfactorio	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
Razonable	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Débil	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerable	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

Calificaciones (al 15 de octubre de 2019)*

Emgesa S.A. E.S.P.

Calificación crediticia de emisor

BBB/Estable/--

Calificación de deuda senior no garantizada

BBB

Historial de la calificación crediticia de emisor

31 de agosto de 2017

BBB/Estable/--

19 de febrero de 2016

BBB/Negativa/--

30 de mayo de 2013

BBB/Estable/--

*A menos que se especifique lo contrario, todas las calificaciones en este reporte corresponden a la escala global de calificaciones. Las calificaciones crediticias de S&P Global Ratings en escala global son comparables entre países. Las calificaciones en escala nacional se refieren a emisores y emisiones dentro de un país específico. Las calificaciones de emisión y deuda podrían incluir deuda garantizada por otra entidad, y la deuda calificada que garantiza una entidad.

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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

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

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

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