



## GENERADORA Y COMERCIALIZADORA DE ENERGÍA DEL CARIBE S.A. E.S.P. – GECELCA S.A. E.S.P.

### REVISIÓN ANUAL

Acta Comité Técnico No. 431  
Fecha: 18 de enero de 2019

**Fuentes:**

- Gecelca S.A. E.S.P.
- Consolidador de Hacienda e Información Pública.
- Comisión de Regulación de Energía y Gas – CREG
- XM S.A. E.S.P.

**Miembros Comité Técnico:**

Javier Alfredo Pinto Tabini.  
Iván Darío Romero Barrios  
Javier Bernardo Cadena Lozano

**Contactos:**

Johely Lorena López Areniz  
[johely.lopez@vriskr.com](mailto:johely.lopez@vriskr.com)

Tatiana Barrera Vargas  
[erika.barrera@vriskr.com](mailto:erika.barrera@vriskr.com)

Luis Fernando Guevara Otálora  
[luisfquevara@vriskr.com](mailto:luisfquevara@vriskr.com)

Tel: (057 1) 526 59 77  
Bogotá - Colombia

#### CAPACIDAD DE PAGO

A+ (A MÁS)

El Comité Técnico de Calificación de **Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores** mantuvo la calificación A+ (A Más) a la Capacidad de Pago de la **Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe – Gecelca S.A. E.S.P.**

La calificación **A+ (A Más)** indica la existencia de una capacidad buena de pago de intereses y capital. Aunque los factores de protección se consideran adecuados, las entidades o emisiones pueden ser más vulnerables a acontecimientos adversos que aquellas calificadas en mejores categorías de calificación. Cabe anotar que, para las categorías de riesgo entre AA y B, **Value and Risk Ring S.A.** utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo relativo.

#### EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE LA CALIFICACIÓN

La calificación otorgada a la **Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A. E.S.P.**, en adelante **Gecelca** se sustenta en:

➤ **Perfil del negocio y posicionamiento.** Gecelca S.A. E.S.P. en una sociedad anónima comercial constituida en 2006, cuyo principal accionista es el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), con el 99,99% de propiedad. Su objeto social es la generación y comercialización de energía térmica y de combustibles, así como la prestación de servicios conexos, complementarios y relacionados.

Tiene una capacidad de generación instalada de 723 megavatios (MW), que representa cerca del 4,2% del total nacional<sup>1</sup> y el 14,2% de la capacidad térmica del País (5.087 MW), distribuida en las unidades I y II de Termoguajira (TEG)<sup>2</sup> y en la central Gecelca 3<sup>3</sup>, la cual es operada bajo mandato y consta de dos unidades (G3 y G3.2), con una capacidad efectiva neta de 164 y 273 MW, respectivamente. Esta última se configura como la más grande de este tipo en Colombia.

Gecelca realiza las actividades de comercialización con clientes no regulados y otros agentes del sector, mediante contratos de largo plazo. Asimismo, tiene obligaciones de energía en firme (OEF<sup>4</sup>) del cargo por confiabilidad por 4.950.814 MWh-año para el periodo

<sup>1</sup> 17.307,53 MW. Fuente: Sistema Interconectado Nacional (SIN). Cifras a enero de 2019.

<sup>2</sup> Cada una con una capacidad efectiva neta de 143 MW.

<sup>3</sup> Se sitúa en el municipio de Puerto Libertador (Córdoba) y es propiedad de Gecelca 3 S.A.S. E.S.P., cuyo principal accionista es Gecelca S.A. E.S.P. con el 99,99%.

<sup>4</sup> Mecanismo que permite garantizar la confiabilidad en el suministro de energía en el largo plazo a precios eficientes. Se adquieren por transacciones centralizadas y subastadas e impone al generador el deber de entregar una cantidad diaria de energía durante el periodo de vigencia de la obligación (de uno a veinte años), en caso de que el precio de bolsa supere el precio de escasez.

2019 – 2020, al igual que asignaciones de energía hasta 2032 y 2035 para las unidades G3 y G3.2, en su orden.

**Value and Risk** pondera la entrada en operación de la unidad G3.2, pues además de robustecer la capacidad instalada, le permite generar energía adicional a la comprometida en la OEF inicial<sup>5</sup>, aspecto que le otorga una mayor relevancia en el sistema eléctrico nacional y fortalece el soporte térmico del País ante eventuales déficits de energía. Adicionalmente, destaca la mayor disponibilidad de las demás plantas en el último año, gracias al cumplimiento de los planes de mantenimiento y reparación, que han contribuido al cumplimiento de sus obligaciones de energía y a disminuir las compras, lo que mitiga la exposición a riesgos externos.

Lo anterior, sumado al respaldo de la Nación, la capacidad y flexibilidad de las plantas para generar con carbón o con gas natural (las de TEG), así como su ubicación estratégica<sup>6</sup> y la puesta en marcha del proyecto de adecuación y explotación de la mina de carbón, son factores que benefician la gestión de su estructura de costos y gastos y le otorgan ventajas competitivas.

De otra parte, la Calificadora resalta la clara definición de los procesos y políticas de gobierno corporativo, que se complementan con las certificaciones NTCGP 1000:2009, ISO 9001:2015, ISO 14001:2015 y OHSAS 18001:2007, en gestión pública, calidad, ambiental y de seguridad y salud en el trabajo, respectivamente. Asimismo, destaca los mecanismos para identificar amenazas y definir protocolos de emergencia y seguridad, ya que mitigan los riesgos de eventos catastróficos y sus posibles impactos financieros<sup>7</sup>.

Finalmente, pondera que Gecelca cumple satisfactoriamente con la normativa de emisión de gases y las obligaciones contraídas en las licencias ambientales, identifica y monitorea los riesgos a los que se expone en el desarrollo de su objeto social y cuenta con un importante programa de responsabilidad social empresarial, con impacto en las comunidades ubicadas en su zona de influencia<sup>8</sup>.

- **Planeación estratégica.** Durante 2018, Gecelca enfocó sus esfuerzos a restablecer la operación de la unidad G3 y culminar el proyecto Gecelca 3.2, al igual que en realizar los mantenimientos necesarios para incrementar la disponibilidad de las centrales de Termoguajira. Lo anterior, favoreció la situación operativa y financiera, lo que contribuyó con la consolidación de sus relaciones comerciales, el crecimiento continuo del negocio y la generación de beneficios agregados para los diferentes grupos de interés.

Adicionalmente, evaluó y actualizó los objetivos estratégicos para mantener la sostenibilidad financiera y crear valor a sus accionistas. En este sentido, la planeación 2019 – 2023 se centra en cuatro

<sup>5</sup> La asignación incluía una capacidad efectiva neta de 250 MW.

<sup>6</sup> En zonas aledañas a la explotación de los combustibles, especialmente de carbón.

<sup>7</sup> Gecelca ha suscrito pólizas de seguros para cubrir daños combinados, lucro cesante y actos de sabotaje y terrorismo, bajo un esquema de coaseguros y reaseguros para sus cuatro unidades térmicas.

<sup>8</sup> Los departamentos de Córdoba y Guajira.



perspectivas (financiera, mercado / clientes, procesos internos y capital estratégico) y está fundamentada en mantener la prestación del servicio, asegurar la viabilidad empresarial (tras las debilidades causadas por el fenómeno del niño en 2015), mantener la máxima remuneración real por el cargo de confiabilidad y culminar el proyecto minero las Palmeras<sup>9</sup>.

**Value and Risk** pondera los ajustes permanentes a los planes de acción, pues le han permitido a Gecelca adecuarse a los cambios del entorno y las características de la operación. Asimismo, considera fundamental que se alcancen los objetivos establecidos, en beneficio de su fortalecimiento financiero. Por lo anterior, hará seguimiento a la evolución del flujo de caja, así como al cumplimiento del servicio de la deuda, el control del nivel de endeudamiento y las necesidades de capital para la puesta en marcha de sus proyectos, con el fin de validar los impactos sobre la calificación asignada.

- **Evolución de los ingresos operacionales.** Al cierre de 2017, los ingresos por energía y venta de combustibles totalizaron \$579.946 millones, con una reducción anual de 35,76%. Lo anterior, teniendo en cuenta la terminación del contrato de mandato suscrito con Tebsa<sup>10</sup> en abril de 2016, la disminución del ingreso del cargo por confiabilidad (debido a la indisponibilidad de la unidad G3), así como el menor precio de energía en bolsa y de las ventas de gas en el mercado secundario, respecto al año anterior.

A septiembre de 2018, los ingresos operacionales alcanzaron \$477.633 millones, con un crecimiento interanual de 10,4%, gracias a la generación de energía, su comercialización, al igual que a la venta de combustible, dados los excedentes de los contratos de suministro asociados a Termobarranquilla, rubros que representaron el 82,57%, 4,2% y 13,23% del total, respectivamente.

Es de anotar que el 66,30% de los ingresos provienen de contratos de largo plazo (otros agentes), seguido de las ventas de energía en bolsa (16,14%) y al mercado no regulado (4,19%). Al respecto, **Value and Risk** pondera la disminución permanente a la exposición de riesgo de bolsa (sep-17: 30% y sept-16: 52%), ya que si bien los precios tranzados pueden ser más competitivos que los convenidos en los contratos, contribuye a la mayor estabilidad de los ingresos.

Adicionalmente, la Calificadora estima que se mantendrá el fortalecimiento permanente de los ingresos gracias, entre otros aspectos, a los contratos de venta de energía de largo plazo suscritos hasta 2022, la entrada en operación de las centrales de Gecelca 3, que sumado a la culminación del plan de mejoramiento del desempeño operativo de las centrales de TEG, favorecerá la confiabilidad,

<sup>9</sup> Tiene como finalidad garantizar el suministro de carbón para la operación de las termoelectricas Gecelca 3 y 3.2, a través de la adecuación de una mina, a cielo abierto, aledaña a las plantas, con el fin de mitigar los riesgos de abastecimiento y precios, así como contribuir con la integración vertical de la operación.

<sup>10</sup> Gecelca, en virtud de un *Power Purchase Agreement* (PPA), actuaba como representante de la generación de las unidades 3 y 4 de Termobarranquilla S.A., de propiedad de Tebsa S.A., cuya capacidad de generación efectiva neta asciende a 918 MW.



disponibilidad y eficiencia de las unidades, con su correspondiente impacto en los excedentes operacionales.

- **Niveles de rentabilidad<sup>11</sup>.** Para revertir los resultados negativos presentados en 2015 y 2016, a partir de 2017, Gecelca implementó algunas medidas de austeridad, gestión del capital de trabajo y venta de energía con pagos anticipados que repercutieron positivamente en la estructura de costos y gastos, como en la evolución del *Ebitda*.

De esta manera, al cierre de 2017, registró una utilidad operacional de \$102.871 millones (2016: -\$190.438 millones) con su correspondiente impacto en los márgenes bruto, operacional y *Ebitda*. Sin embargo, dada la dinámica de los ingresos<sup>12</sup> y gastos no operacionales<sup>13</sup> netos (-\$66.338 millones) y el reconocimiento del impuesto diferido<sup>14</sup> (-\$48.330 millones), Gecelca obtuvo una pérdida neta de \$11.797 millones. Es así como los indicadores de rentabilidad, ROA<sup>15</sup> y ROE<sup>16</sup>, se ubicaron en -0,42% y -1,09%, respectivamente, aunque en mejor posición frente a los de 2016.

INDICADORES DE RENTABILIDAD	2015	2016	2017	sep-17	sep-18
Margen Bruto	-5,88%	-9,16%	30,19%	29,55%	30,05%
Margen Operacional	-10,39%	-21,09%	17,74%	17,99%	20,21%
Margen Neto	-7,97%	-19,69%	-2,03%	6,39%	16,63%
ROA	-4,03%	-6,57%	-0,42%	1,26%	3,20%
ROE	-9,02%	-15,97%	-1,09%	3,23%	9,16%
Margen Ebitda	-8,21%	-13,58%	24,76%	24,10%	25,88%
Ebitda / Activos	-4,15%	-4,53%	5,16%	3,54%	3,72%

Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública / Gecelca S.A. E.S.P.  
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

A septiembre de 2018, Gecelca logró mantener y mejorar la tendencia de su utilidad operacional (+24,03%), soportada en el control de los gastos administrativos (-6,59%), que en conjunto con la valorización de las inversiones patrimoniales<sup>17</sup>, especialmente las acciones en activos asociados (+117,89%), favoreció la utilidad antes de impuestos, la cual cerró en \$106.070 millones (sep-17: \$29.893 millones). Por su parte, la utilidad neta se ubicó en \$79.453 millones, con un incremento interanual de 187%, lo que benefició significativamente los niveles de rentabilidad.

La Calificadora valora los esfuerzos de Gecelca para mantener la austeridad en el gasto y el robustecimiento de la capacidad operativa,

<sup>11</sup> El estado de situación financiera de Gecelca S.A. reportado por CHIP incluye el activo y pasivo diferido bruto. En este sentido, al cierre de 2017, el activo y el pasivo reportado por la entidad alcanzaron \$2,75 billones y \$1,67 billones, respectivamente. Situación que implica algunas diferencias respecto a los indicadores financieros calculados por Value and Risk Rating S.A., específicamente, rentabilidad del activo, *Ebitda* / activo y endeudamiento.

<sup>12</sup> Principalmente recuperaciones, ingresos financieros y ajustes por diferencia en cambio.

<sup>13</sup> Las pérdidas netas por la aplicación del método de participación patrimonial se consolida como el principal rubro, seguido de los gastos financieros y los diversos.

<sup>14</sup> El impuesto diferido estuvo impactado por la diferencia entre el balance fiscal y el contable de los otros activos, la propiedad, planta y equipo y los activos intangibles.

<sup>15</sup> Utilidad neta / activo.

<sup>16</sup> Utilidad neta / patrimonio.

<sup>17</sup> Correspondientes a las acciones en Gecelca 3 S.A.S. E.S.P. (controladas) y Termobarranquilla S.A. E.S.P. – Tebsa S.A. E.S.P. (asociada).



en pro de su estructura financiera. Esto, sumado a las expectativas climatológicas del País para el primer semestre de 2019 (fenómeno del niño), el cambio en la metodología para el cálculo del precio de escasez del cargo por confiabilidad<sup>18</sup> y el inicio de la extracción parcial del proyecto minero, en opinión de **Value and Risk**, favorecerá los niveles de rentabilidad. Por lo anterior, uno de los principales retos para la entidad es dar continuidad a las políticas de fortalecimiento que impliquen la mejora sostenida del negocio.

- **Nivel de endeudamiento.** Al cierre de septiembre de 2018, el pasivo de Gecelca alcanzó \$2,16 billones, con un aumento interanual de 20,18%, a razón del crecimiento del pasivo financiero (35,39%) y el operacional (60,52%), rubros que representaron el 69,97% y 7,18%, respectivamente. De esta manera, el nivel de endeudamiento total<sup>19</sup> se ubicó en 64,84% (+3,86 p.p.), mientras que el financiero<sup>20</sup> en 45,37%, frente al 37,87% del mismo mes de 2017.

El pasivo operacional estaba compuesto en un 96,81% por cuentas por pagar, distribuidas en bienes y servicios adquiridos (47,55%), depósitos recibidos en garantía (25,50%), dividendos por pagar (11,26%) e impuestos, contribuciones y tasas (8,46%). Por su parte, el pasivo no corriente (\$492.500 millones) se concentraba en el cálculo actuarial del pasivo pensional (30,09%), el impuesto diferido (24,15%), los depósitos sobre contratos de largo plazo (20,68%) y los ingresos anticipados (15,61%).

Para financiar los proyectos de construcción y puesta en funcionamiento de la central Gecelca 3, la entidad adquirió dos créditos para la unidad G3, uno por \$90.000 millones (en 2013) y el otro por USD 93 millones (en 2016), este último correspondiente a un *leasing* para la financiación de los equipos. Por su parte, para G3.2 requirió \$824.000 millones, desembolsados por tramos a partir de 2016. Adicionalmente, con el fin de culminar las obras y cumplir con las obligaciones generadas por el fallo adverso del laudo arbitral<sup>21</sup>, en 2018 adquirió dos nuevos empréstitos por \$200.000 millones y \$120.000 millones, en su orden.

Cabe anotar que el pasivo financiero total (\$1,51 billones) está respaldado por un encargo fiduciario<sup>22</sup>, garantías reales correspondientes a la unidad I de TEG y los derechos económicos de sus inversiones patrimoniales o garantizados por la Nación. Los créditos cuentan con vencimientos superiores a siete años y periodos

<sup>18</sup> El principal cambio está asociado a la cuantificación del costo o el valor del combustible, en el que se incluye el costo promedio real reportado por las generadoras locales.

<sup>19</sup> Pasivo / activo.

<sup>20</sup> Pasivo financiero / activo total.

<sup>21</sup> En 2016, el consorcio CUC – DTC, constructor de las plantas G.3, interpuso demanda ante el tribunal internacional para que se le reconocieran: (i) los daños por la imposición de multas por parte de Gecelca, tras las demoras en la ejecución de las obras; (ii) la extensión del plazo del contrato, por la no realización oportuna de pagos a las demandantes, que implicó la mayor permanencia en la obra y los costos asociados; (iii) circunstancias no imputables al Consorcio que afectaron el cronograma de las obras y causaron la extensión del contrato y; (iv) los mayores costos incurridos por el consorcio a razón del mayor tiempo empleado, de acuerdo con lo pactado. En diciembre de 2017, el tribunal se pronunció con un fallo disidente en contra de Gecelca y lo condenó a pagar USD 40,3 millones al consorcio.

<sup>22</sup> El cual debe reservar el 120% del servicio de la deuda trimestral.



de gracias que oscilan entre dos y tres años, situación acorde con las inversiones financiadas y que beneficia la gestión de la liquidez.

Para **Value and Risk** es importante que Gecelca limite el crecimiento del endeudamiento financiero y por tanto, el impacto del servicio de la deuda sobre el flujo de caja, más aún al considerar que en 2019 terminan los periodos de gracia de los créditos más antiguos. En este sentido, es importante que se materialicen los planes asociados a lograr una mayor rentabilidad de sus inversiones patrimoniales (en beneficio del incremento de los ingresos) y se ejecute la cesión del *leasing* a Gecelca 3 S.A.S., aspectos que contribuirán con el fortalecimiento de su situación financiera.

- **Evolución de la cartera.** Como parte de la estructura de capital de los proyectos G3 y G3.2 se estableció que los aportes realizados por Gecelca S.A. E.S.P. a Gecelca 3 S.A.S. E.S.P.<sup>23</sup> se llevarían a cabo en calidad de préstamo durante la etapa de desarrollo de las obras. Sin embargo, dichos recursos podrán ser capitalizados una vez iniciada la operación, en virtud de lo definido en el convenio interempresarial y en los contratos de mandato suscritos. Por lo anterior, a septiembre de 2018, las cuentas por cobrar netas de Gecelca ascendieron a \$1,66 billones y crecieron 19,67% interanualmente. De estas, el 92,93% correspondieron a los créditos con vinculados.

Por su parte, la cartera por prestación de servicios y los esquemas de cobro (que participaron con el 5,36% y 0,20% del total<sup>24</sup>) disminuyeron interanualmente 16,19% y 91,2%, hasta ubicarse en \$88.854 millones y \$3.260 millones, respectivamente, en línea con el cumplimiento de los acuerdos de pago suscritos con las entidades intervenidas por la Superintendencia de Servicios Público, tras los sucesos de 2015 y 2016. En este sentido, por edad de mora, el 8,51% presentó vencimientos superiores a un año, el 4,15% correspondió a cuentas por cobrar de contratos de largo plazo y el restante, a cartera corriente.

La Calificadora destaca la gestión eficaz y oportuna que realiza Gecelca para la facturación y recepción de ingresos (el recaudo se ubicó en 97,5%), así como para la recuperación de su cartera<sup>25</sup>. Igualmente, pondera las estrategias encaminadas a garantizar el cumplimiento de los contratos de largo plazo y a reducir el riesgo de crédito, mediante la aplicación de políticas de anticipo para clientes con un mayor perfil de riesgo.

- **Flujo de caja y liquidez.** Acorde con los resultados obtenido en 2015 y 2016, así como las medidas para lograr una gestión eficiente de costos y gastos, desde 2017, Gecelca ha fortalecido su generación de *Ebitda*, el cual al cierre ascendió a \$143.605 millones (contrario a los -\$122.607 millones de 2016).

<sup>23</sup> Con el fin de obtener los beneficios de la Zona Franca Permanente Especial, para el desarrollo de las unidades G3 y G3.2, la entidad constituyó la empresa Gecelca 3 S.A.S., con personería jurídica independiente y como usuaria industrial de dicha zona.

<sup>24</sup> En septiembre de 2017, dichos rubros representaban el 7,66% y 2,68% del total de las cuentas por cobrar netas, respectivamente.

<sup>25</sup> Se destaca que en el último año Gecelca realizó la venta de la cartera de Termocandelaria, la cual se generó tras los incumplimientos de esta última a sus obligaciones en 2015.



Dichos niveles cubrieron las inversiones en capital de trabajo y la entidad obtuvo un flujo de caja operativo positivo. Sin embargo, dados los requerimientos de capital necesarios para culminar los proyectos de Gecelca 3, los flujos de caja libre y neto se tornaron negativos y generaron una reducción de \$73.610 millones en el disponible<sup>26</sup>, que totalizó \$7.465 millones.

A septiembre de 2018, el *Ebitda* se ubicó en \$123.595 millones con un incremento interanual de 18,53%, nivel que logró compensar la inversión en capital de trabajo, producto del aumento del efectivo de uso restringido para la liquidación de los contratos de obra de G3.2, y mantener la tendencia positiva del flujo de caja operativo. Aún así, obtuvo un flujo de caja libre negativo, tras las inversiones en activos fijos, cuya financiación (a través de crédito), favoreció la generación de efectivo.

Por lo anterior, entre diciembre de 2017 y septiembre de 2018, el disponible creció en \$100.296 millones al cerrar en \$107.761 millones, nivel que cubre en 2,55 meses los costos y gastos. No obstante, la calificación está determinada por la volatilidad evidenciada en la generación de caja, a la vez que a los importantes requerimientos de liquidez, dada la expansión de la operación y los altos niveles de endeudamiento.

Como medida para mitigar los riesgos asociados a dificultades de liquidez ante cualquier contingencia por la ocurrencia del Fenómeno del Niño 2019, Gecelca cuenta con cupos pre-aprobados de corto plazo por \$50.000 millones para capital de trabajo (con vigencia de 120 días). A pesar de que la Sociedad no prevé escenarios adversos sobre el flujo de caja que impliquen requerimientos de financiación, en opinión de **Value and Risk**, es importante que su uso sea limitado, teniendo en cuenta el impacto que significa el servicio de la deuda sobre su estructura financiera.

- **Capacidad de pago y perspectivas futuras.** Para determinar la capacidad de pago de Gecelca S.A. E.S.P., **Value and Risk** llevó a cabo escenarios de estrés en los que contempló el mantenimiento del perfil financiero, un crecimiento conservador en los ingresos, un mayor incremento en costos y gastos, así como el cumplimiento del servicio de la deuda y la cesión del *leasing* a Gecelca 3. De igual manera, tuvo en cuenta la consecución de ingresos adicionales por dividendos y la reducción de las obligaciones relacionadas con la liquidación de los contratos de obra de las plantas Gecelca 3 y 3.2.

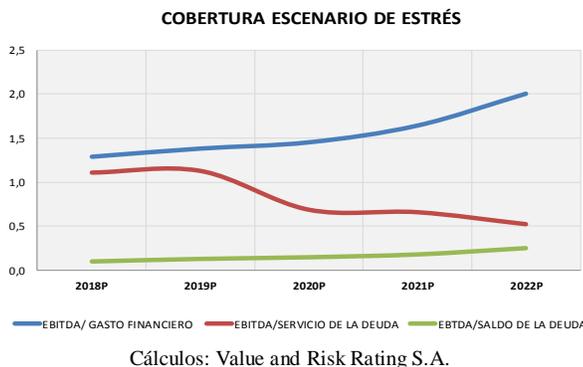
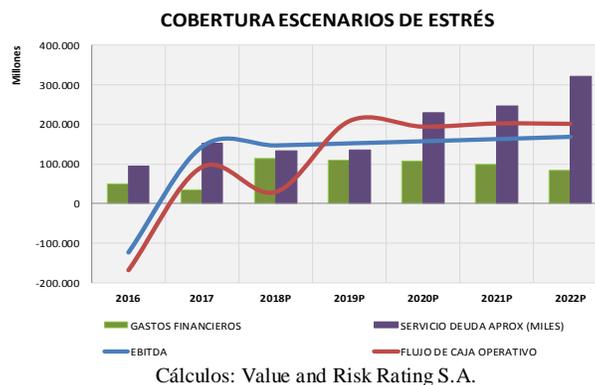
Con base en los anteriores supuestos, estima que Gecelca cuenta con la capacidad de generar flujos operativos para continuar cumpliendo con el servicio de la deuda. Sin embargo, se evidencian algunas presiones en los niveles de cobertura. De esta manera, entre 2019 y 2022, el flujo de caja operacional sobre el servicio de la deuda se ubicaría en promedio en 1,87 veces(x), mientras que la generación de *Ebitda* permitiría cubrir en 1,62x el gasto financiero y en 0,75x el servicio de la deuda, teniendo en cuenta que en 2019 culminan la mayoría de los periodos de gracia. Además, la relación pasivo

<sup>26</sup> Sin incluir el efectivo de uso restringido.



financiero sobre *Ebitda* para el periodo 2018 – 2022 podría situarse en promedio en 7,18 veces, acorde con los plazos ponderados de los diferentes empréstitos.

De esta manera, cambios en las variables contempladas, así como incrementos en el endeudamiento, mayores requerimientos de capital para la financiación de proyectos estratégicos, el no fortalecimiento de su perfil financiero y un aumento significativos en los costos y gastos, podrían implicar modificaciones significativas en la calificación asignada.



- **Cifras consolidadas<sup>27</sup>.** Gecelca S.A. E.S.P. ejerce control sobre Gecelca 3 S.A.S. E.S.P., con la cual mantiene sinergias y acuerdos contractuales<sup>28</sup> que conllevaron a la construcción de las centrales termoeléctricas, así como su representación comercial y el suministro de carbón, aspectos que benefician la integralidad de la operación.

A septiembre de 2018, los activos consolidados se ubicaron en \$3,33 billones, mientras que el pasivo financiero en \$1,53 billones. Por su parte, el patrimonio ascendió a \$1,17 billones (+1,62% interanual) y la utilidad mejoró hasta \$79.453 millones (sep-17: \$27.659 millones). De esta manera, al cierre del tercer trimestre de 2018, la rentabilidad del activo se situó en 3,19% y la del patrimonio en

<sup>27</sup> Incluye resultados financieros de Gecelca S.A. E.S.P. y Gecelca 3 S.A.S. E.S.P.

<sup>28</sup> A través de mandatos para la construcción y representación comercial de las dos unidades, la conexión de Gecelca 3.2 y para el suministro de carbón, al igual que un convenio inter-empresarial para la gestión de los procesos administrativos y financieros.



9,18%, con un mejor comportamiento frente al mismo periodo del año anterior (ROA: 1,19% y ROE: 3,23%).

- **Contingencias.** De acuerdo con la información suministrada, al cierre de septiembre de 2018, cursaban en contra de Gecelca 71 procesos, distribuidos en un 90,14% en demandas de tipo laboral, seguido por procesos administrativos (incluyendo acciones de grupo) y civiles (2,82%), cuyas pretensiones ascendían a \$13.580 millones. Al respecto, el 63,38% de las contingencias estaban catalogadas como eventuales (riesgo medio), mientras que el 28,17% y 8,45% como remotas y probables, respectivamente.

Cabe mencionar que de los procesos probables, cinco son de tipo laboral y uno administrativo, cuya valoración asciende a \$1.000 millones, razón por la cual, a septiembre de 2018, se han constituido provisiones por \$1.300 millones.

Adicionalmente, en diciembre de 2017, Gecelca fue condenada a pagar USD 40,3 millones, tras el fallo disidente del laudo arbitral entre el consorcio CUC – DTC y Gecelca – Gecelca 3, relacionado con el incumplimiento para la construcción y puesta en operación comercial de la central Gecelca 3. En el primer trimestre de 2018, la entidad realizó el pago de dicho laudo, por cerca de \$120.000 millones. Sin embargo, interpuso una acción de tutela en contra el Tribunal Arbitral que resolvió el proceso, la cual fue seleccionada para revisión por la Corte Constitucional en octubre de 2018. Asimismo, presentó un recurso de anulación contra el fallo, el cual fue recibido por el despacho para su estudio, sin que existan a la fecha pronunciamientos al respecto.

La Calificadora destaca las gestiones realizadas por Gecelca para mitigar los impactos en la materialización de las contingencias. En este sentido, la entidad mantiene una baja exposición al riesgo legal, teniendo en cuenta el nivel patrimonial y las utilidades registradas a septiembre de 2018. No obstante, para **Value and Risk** es importante que se mantengan los mecanismos de monitoreo y control, con el fin de determinar los posibles impactos sobre su estructura financiera y por ende, en la calificación asignada.



### CARACTERÍSTICAS DEL SECTOR

En Colombia, la prestación de los servicios de energía opera bajo la dirección del Ministerio de Minas y Energía (MME), el Departamento Nacional de Planeación y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Estos entes delegaron la planeación del sistema a la Unidad de Planeación Minero-Energética, así como la regulación a la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) y el control y la vigilancia en la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios.

Por su parte, la operación del Sistema Interconectado Nacional y la administración del mercado están en cabeza de la empresa XM, filial de Interconexión Eléctrica (ISA).

Los agentes del mercado son catalogados según el tipo de actividad que realicen, sean de generación (producción de energía), transmisión (transporte a nivel nacional), distribución (transporte a nivel regional y local) o comercialización (venta a usuarios finales). Adicionalmente, los lineamientos generales y regulatorios propenden por la libre competencia en los negocios de generación y comercialización, mientras que para las actividades de transmisión y distribución definió esquemas monopólicos, aunque con incentivos a las condiciones de competencia cuando sea necesaria.

De otro lado, los servicios de generación y comercialización, así como la compra/venta de energía se regula según el tipo de mercado. El mercado regulado (cuyas transacciones son inferiores a 55 MWh) debe cumplir con la estructura tarifaria establecida por la CREG, mientras que en el no regulado (superiores o iguales a 55 MWh), el precio es pactado libremente mediante un proceso de negociación entre las partes.

Igualmente, los agentes pueden participar en el mercado de energía mayorista (MEM) a través del cual se suscriben contratos bilaterales de suministro de energía para cubrir anticipadamente la demanda y asegurar la venta a un determinado precio. Adicionalmente, según las variaciones en la generación real de energía, a través de la bolsa de energía (operada por XM) se pueden adquirir los faltantes, a la vez que vender los excedentes, aunque con una mayor exposición al riesgo de mercado.

Derivex, empresa en la cual participan la Bolsa de Valores de Colombia y XM, le permite a los agentes acceder a un mayor número de productos y *commodities*, con el fin de cubrir sus operaciones ante variaciones de factores externos que puedan afectar el suministro del producto.

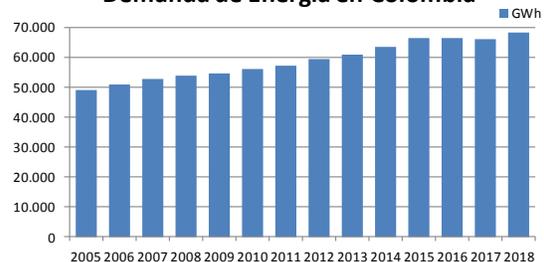
Teniendo en cuenta que la capacidad de generación de energía en el país (17.307,53 MW a enero de 2018) está concentrada en la actividad hidráulica (63,41%), la CREG estableció el sistema de cargo por confiabilidad, cuya finalidad es reducir la dependencia de los aportes hidrológicos y propender por el suministro de energía a precios estables que no estén supeditados al precio en bolsa, en periodo de escasez.

A través de este mecanismo se cobra un cargo adicional a los usuarios finales, cuyos recursos son subastados a través de obligaciones de energía en firme entre los distintos generadores, con el fin de que operen un activo y se comprometan a prestar el servicio en condiciones de escasez<sup>29</sup>.

En este sentido, con el propósito de incrementar y diversificar la generación y así garantizar la continuidad del servicio, el marco normativo incentiva la creación de proyectos de generación alternativos, a la vez que protege a los diferentes agentes del mercado respecto a la disponibilidad de energía necesaria para atender la demanda.

Es de anotar que históricamente la demanda de energía ha mantenido una tendencia creciente. Al cierre de 2018, se situó en 68.183 GWh, con un aumento de 3,49% respecto a 2017 y del 26,57% de lo reportado en 2008.

**Demanda de Energía en Colombia**



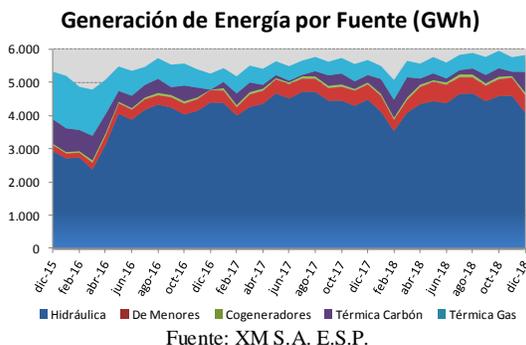
Fuente: XM S.A. E.S.P.

Por su parte, durante 2018, la generación del Sistema Interconectado Nacional registró un

<sup>29</sup> Cuando el precio de la energía en bolsa supera el precio de escasez. Situación que ocurre principalmente cuando la generación hidráulica se reduce.



incremento anual del 2,25% hasta alcanzar 68.080 GWh, nivel similar a la demanda nacional y continua concentrada en fuentes hídricas.



En opinión de **Value and Risk**, el sector energético mantiene una robusta estructura, con una amplia capacidad de generación y distribución en el país. Esto, sumado a los lineamientos regulatorios le ha permitido satisfacer la demanda de energía, sin interrupciones importantes en los últimos años. Si bien dicha capacidad puede verse afectada por condiciones de extrema sequía (teniendo en cuenta la alta concentración en generación hidráulica), los proyectos de generación adicionales, así como los incentivos para la exploración de otras fuentes, contribuirán a la estabilidad de la oferta y del precio, a la vez que a la sostenibilidad del sector.

### PERFIL DE LA ENTIDAD

La Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A. E.S.P. es una empresa de generación y comercialización de energía eléctrica y de gas natural, cuya principal contribución al mercado es brindar solidez y respaldo al sistema eléctrico nacional, al ser parte del soporte térmico, ante eventuales déficit de energía.

Fue constituida en 2006 y su principal accionista es el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (99,9%).

Dentro de su infraestructura, es propietaria y opera las unidades I y II de la Central Termoguajira, con una capacidad efectiva neta de 143 MW cada una, cuyo principal combustible es el carbón natural, aunque puede utilizar gas natural. Adicionalmente, representa ante el mercado la capacidad neta de las centrales de Gecelca 3 S.A.S.: G3, con 164 MW, la cual tiene obligaciones de energía firme asignadas hasta 2032 y de G3.2, con 273 MW de capacidad y cuyas asignaciones de energía están hasta 2035.

Su estructura administrativa está liderada por la Junta Directiva<sup>30</sup> y soportada en la Presidencia, siete vicepresidencias<sup>31</sup>, la Gerencia Jurídica, el asesor de Asuntos Generales, la Oficina de Control Interno y el Área de Comunicaciones. Cuenta con más de 400 empleados vinculados en ambas compañías.

En 2018, Gecelca llevó a cabo el fortalecimiento de la planta de personal de la Central Termoguajira, con el fin de adecuarse a los requerimientos de la operación y los protocolos de mantenimiento definidos en el plan de mejoramiento de las unidades. Adicionalmente, creó un área de Investigación y Desarrollo (I+D) y otra encargada de monitorear el cumplimiento de la regulación ambiental.

La Calificadora pondera los ajustes realizados a la estructura organizacional, los cuales le permitirán evaluar las oportunidades, incrementar los niveles de eficiencia y aprovechar la tecnología, con el fin de fortalecer continuamente sus procesos. Igualmente, resalta la orientación de la entidad a la satisfacción de los clientes, así como a la creación y consolidación de relaciones comerciales de largo plazo, en beneficio de la generación de ingresos.

### PROYECTOS ESTRATÉGICOS

Para aumentar su participación en la capacidad de generación instalada en el país y en las ventas en el Mercado de Energía Mayorista de Colombia (MEM), Gecelca llevó a cabo la construcción de dos nuevas unidades con asignaciones de OEF cercanas a los 400 MW. Sin embargo, con el propósito de acceder a los beneficios que le ofrece ubicarse en una Zona Franca Permanente Especial (ZFPE), constituyó Gecelca 3 S.A.S. E.S.P.<sup>32</sup>, en la que tiene una participación accionaria de 99,9997%.

Las centrales G3 y G3.2 se estructuraron con una financiación aproximada de \$1,2 billones y un *leasing* para equipos por USD 93 millones. La primera unidad entró en operación comercial en septiembre de 2015 y se configuró como un

<sup>30</sup> Conformada por siete miembros, de los cuales cinco representan al MHCP y dos al Ministerio de Minas y Energía.

<sup>31</sup> De Comercialización, Generación, Asuntos Corporativos, Administrativa, Financiera, Técnica y de Minería.

<sup>32</sup> Para la constitución de la ZFPE se requiere una persona jurídica independiente, usuaria industrial exclusiva en la zona franca.



respaldo importante al Sistema Energético Nacional, teniendo en cuenta el período crítico ocasionado por el Fenómeno del Niño entre 2015 y 2016. Por su parte, la unidad G3.2 inició operaciones en septiembre de 2018, acorde con el cronograma establecido.

Al respecto, sobresale la tecnología y los robustos mecanismos de gestión ambiental implementados en las dos unidades, aspectos que contribuyen a cumplir holgadamente los rangos y límites establecidos por la regulación y reducir futuras adecuaciones e inversiones.

Adicionalmente, al tener en cuenta el panorama energético nacional, especialmente relacionado con el uso de combustibles, Gecelca realizó una inversión estratégica que le permite readecuar la infraestructura de las plantas G3 y G3.2 para el consumo de carbón, así como aprovechar la dualidad en las unidades de TEG y de esta manera, operar con el combustible que le otorgue mayor competitividad en el mercado. Por lo anterior, la Calificadora pondera el uso de combustibles con precios más estables, lo que favorece y mitiga posibles impactos sobre su estructura de costos y le otorga una mayor eficiencia en la operación.

Sobresale que el proyecto Gecelca 3 incluyó la estructuración de una unidad de almacenamiento de carbón de 270.000 toneladas métricas, aspecto que le brinda una autonomía de generación de 90 días (sin reposición de inventario) y contribuye a asegurar la disponibilidad de la planta, a la vez que la generación continua, en caso de requerirse.

De otra parte, **Value and Risk** destaca el desarrollo del proyecto minero las Palmeras, ubicado cerca de las termoeléctricas de Gecelca 3 que permitirá la extracción de carbón hasta 2038, prorrogables por treinta años adicionales. Actualmente, está en el cuarto año de la etapa de construcción y montaje de las facilidades, aunque se resalta que ya cuenta con la respectiva licencia ambiental y la autorización para iniciar la explotación de 600.000 toneladas por año (previsto para 2019).

De acuerdo con la información suministrada, Gecelca estima completar la construcción de las facilidades definitivas entre 2019 y 2024, razón por la cual espera, a través de un contrato de operación minera, alcanzar la extracción de un millón de toneladas/año hasta 2038.

Es de anotar que para mejorar la disponibilidad de sus unidades en TEG, durante 2018, Gecelca llevó a cabo un plan de mejoramiento que implicó: el cambio de piezas en mal estado, el mantenimiento preventivo de los ventiladores, la eliminación de filtraciones y la limpieza química del condensador y de los enfriadores del sistema de agua. Asimismo, invirtió en un desarrollo tecnológico que permite una mejor medición de la operación, al igual que anticiparse a los cambios, con el fin de potencializar las plantas y garantizar su confiabilidad.

Para la Calificadora, estos proyectos contribuyen al fortaleciendo permanente de la infraestructura operativa de Gecelca, con beneficios en su estructura financiera y por ende, en la sostenibilidad y el crecimiento del negocio.

### FORTALEZAS Y RETOS

#### Fortalezas

- Respaldo financiero por parte de la Nación.
- Relevancia estratégica en la generación de energía térmica en el País.
- Planeación estratégica dinámica y en permanente seguimiento, fundamentada en las características y condiciones del mercado y la operación.
- Perspectivas positivas de los ingresos, soportadas en OEF y contratos de largo plazo, gracias a la capacidad instalada y la antigüedad de las unidades de Gecelca 3.
- Estructura de costos de sus actuales unidades basadas en combustibles con menores precios y mayor estabilidad.
- Inversiones de capital constantes que soportan la operación en el largo plazo.
- Certificaciones que contribuyen a la calidad de los procesos de generación y comercialización de energía, de responsabilidad social, seguridad en el trabajo y procesos administrativos.
- Robusto soporte tecnológico, con altos niveles de integralidad.
- Apropiadados mecanismos de gestión y proyección financiera, los cuales contribuyen a identificar y reducir la exposición al riesgo del negocio.
- Endeudamiento financiero concentrado en el largo plazo que le otorga una mayor flexibilidad al flujo de caja.



- Cumplimiento de sus obligaciones con terceros.

### Retos

- Alcanzar los objetivos definidos en la planeación estratégica para mantener la consolidación de la operación y el fortalecimiento de la estructura financiera. Consolidar el plan de mejoramiento y eficiencia de las unidades de TEG, en pro de la disponibilidad de las mismas.
- Revertir las pérdidas netas evidenciadas en los últimos años.
- Mantener niveles positivos, crecientes y sostenibles de *Ebitda*, así como de los indicadores de rentabilidad.
- Mantener la generación de flujos de caja operativos positivos.
- Garantizar los niveles de disponibilidad y eficiencia de las plantas para continuar fortaleciendo su estructura de costos.
- Contener el crecimiento del endeudamiento financiero.
- Dar continuidad a los mecanismos de seguimiento a posibles cambios regulatorios, con el fin de ajustarse de forma oportuna.
- Monitorear el perfil de riesgo legal, de tal manera que se mitiguen y anticipen los posibles impactos de la materialización de procesos adversos.

## SITUACIÓN FINANCIERA

**Evolución presupuestal.** Gecelca ha registrado una dinámica presupuestal que se ajusta a las particularidades del negocio. Esto se refleja en los indicadores de recaudo promedio (90,4%) para el último quinquenio, inferiores a la media de los compromisos (109,8%). De esta manera, entre 2013 y 2017, la Sociedad registró déficit presupuestal cercano a los \$462.019 millones. No obstante, con base en lo efectivamente pagado, al generar un superávit de \$268.997 millones.

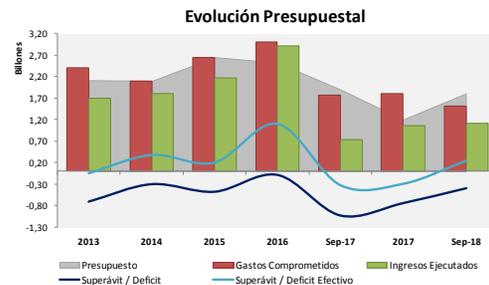
Para 2017, el presupuesto totalizó \$1,2 billones y se redujo anualmente en 52,38%, a razón de la disminución en los ingresos por energía (-41,33%), dada la terminación del PPA con Tebsa, y los recursos requeridos de crédito (-54,96%) para la financiación del proyecto Gecelca 3, rubros que en su conjunto representaron el 90,59% del total.

Al cierre de la vigencia, Gecelca recaudó el 88,2%, comprometió en gastos el 148,9% y pagó el 112,8% del presupuesto. De los ingresos, la venta de servicios de energía (55,59%) y los recursos del crédito (36,82%) se mantienen como los más significativos, con ejecuciones de 74,61% y 130,5%, respectivamente.

Por su parte, en los gastos se destaca la participación de los de operación (77,66%), funcionamiento (13,36%) y el servicio de la deuda (8,47%), cuyos compromisos alcanzaron el 146,22%, 177,41% y 162,69% de lo presupuestados, respectivamente.

Para 2018, el presupuesto inicialmente asignado ascendió a \$1,8 billones, de los cuales a septiembre Gecelca ejecutó el 61,85% de los ingresos y el 83,68% de los gastos. Al respecto, el menor recaudo estuvo asociado a la no materialización de la venta de las inversiones patrimoniales, con su correspondiente impacto en la dinámica presupuestal del servicio de la deuda, toda vez que la entidad proyectaba el prepago de algunas de sus obligaciones con dichos recursos.

Por lo anterior, en octubre de 2018, realizó una modificación presupuestal que implicó tanto su reducción a \$1,19 billones (-33,9%) como ajustes a los ingresos de capital y el servicio de la deuda.



Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública  
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

En opinión de **Value and Risk**, es importante que Gecelca continúe con el fortalecimiento de sus mecanismos de planeación y control de los recursos, a fin de cumplir con las proyecciones establecidas en la anualidad y favorecer los niveles de recaudo presupuestal. Al respecto, estima que al cierre de la vigencia se mantendrá la tendencia de años anteriores acorde con la dinámica del negocio y los resultados evidenciados.

**Ingresos operacionales.** Durante 2017 y tras la culminación del acuerdo de mandato con Tebsa,



Gecelca estableció diversos mecanismos para lograr el fortalecimiento permanente de los ingresos operacionales. Es así como, al cierre de 2017, estos totalizaron \$579.946 millones (-35,76%), de los cuales las ventas al mercado mayorista representaron el 52,17%, seguido por las ventas de energía en bolsa (29,16%), las de gas (14,34%) y en menor proporción, a los clientes del mercado no regulado (4,33%).

A septiembre de 2018, los ingresos operacionales ascendieron a \$477.633 millones, con un crecimiento interanual de 10,4%, acorde con el cumplimiento de las obligaciones y contratos. De esta manera, las ventas en el mercado mayorista se incrementaron en 41,59%, rubro que se consolida como el más importante con el 66,30% del total.



Fuente: Gecelca S.A. E.S.P.

De otra parte, es de resaltar la evolución de los otros ingresos, principalmente por valorización de inversiones patrimoniales, específicamente, en entidades asociadas. A septiembre de 2018, la utilidad por aplicación del método de participación patrimonial alcanzó \$29.885 millones, contrario a las pérdidas del año anterior (\$49.776 millones al cierre de 2017).

**Rentabilidad.** Como se señaló, a lo largo de 2017, Gecelca mantuvo una tendencia de recuperación, gracias a las expectativas climatológicas del país, los cambios en la estructura de costos y la aplicación de estrategias de austeridad en el gasto. De esta manera, al cierre del año, la utilidad operacional alcanzó \$102.871 millones, nivel que se compara positivamente con las pérdidas de 2016 (-\$190.438 millones).

Es así como los márgenes bruto y operacional se ubicaron en 30,19% y 17,74%, con variaciones de +39,35 p.p. y +38,83 p.p., respectivamente; mientras que el *Ebitda* creció en 18,53%, al ubicarse en \$123.595 millones con un margen de 24,76% (+38,34 p.p.).

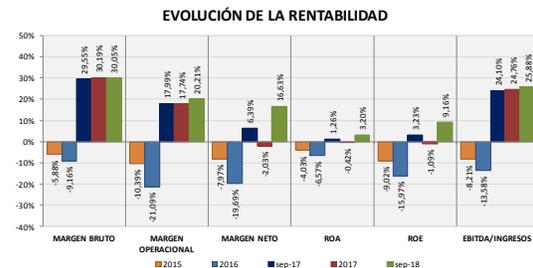
No obstante, dada la cuantificación de pérdidas por la valorización de inversiones patrimoniales y del impuesto diferido, Gecelca obtuvo una pérdida neta de \$11.797 millones (aunque inferior en 93,36% a la evidenciada en 2016), con su correspondiente impacto en los indicadores de rentabilidad.

Por su parte, a septiembre de 2018, los costos operacionales alcanzaron \$334.101 millones (+9,62%), de los cuales el combustible continúa como el más significativo (64,06%), seguido de las compras de energía en bolsa o por contratos (11,20%), los costos generales (6,95%) y los asociados a mandatos (5,97%), entre otros.



Fuente: Gecelca S.A. E.S.P.  
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

**Value and Risk** destaca la reducción de los gastos administrativos (-6,59%), entre septiembre de 2017 y 2018, lo que favoreció los márgenes bruto y operacional que aumentaron a 30,05% y 20,21%, respectivamente. Ahora bien, al considerar la evolución de los ingresos y gastos no operacionales<sup>33</sup> que alcanzaron los \$9.546 millones (sep-17: -\$47.927 millones), así como el incremento del impuesto corriente y diferido, la utilidad neta ascendió a \$79.453 millones, con un crecimiento interanual de 187,26% y el respectivo efecto en el comportamiento de los indicadores de rentabilidad.



Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública / Gecelca S.A. E.S.P.  
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

<sup>33</sup> Incluye los ingresos y gastos financieros y no operacionales, así como la utilidad o pérdida por valorización de inversiones patrimoniales y de diferencia en cambio.

**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA GECELCA S.A. E.S.P.**  
**CIFRAS EN MILES DE PESOS**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2015	2016	sep-17	2017	sep-18
<b>ACTIVO</b>					
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>					
<b>DISPONIBLE</b>	<b>24.619.807</b>	<b>91.919.715</b>	<b>32.385.874</b>	<b>19.259.752</b>	<b>270.637.369</b>
DEPÓSITOS EN INSTITUCIONES FINANCIERAS	16.946.118	79.145.111	21.215.353	7.464.882	107.760.924
EFFECTIVO DE USO RESTRINGIDO	7.673.690	12.774.604	11.170.521	11.794.870	162.876.444
<b>INVERSIONES</b>	<b>-</b>	<b>1.930.212</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>CUENTAS POR COBRAR NETAS</b>	<b>368.870.472</b>	<b>169.209.187</b>	<b>144.356.066</b>	<b>127.566.158</b>	<b>111.869.464</b>
PRESTACIÓN DE SERVICIOS PÚBLICOS	276.846.857	123.900.108	106.016.310	72.546.345	88.854.015
TRANSFERENCIAS Y SUBVENCIONES POR COBRAR	1.475.547	1.475.547	1.475.547	1.475.547	1.475.547
ARRENDAMIENTO OPERATIVO	9.456	10.531	26.569	12.306	13.441
BIENES Y SERVICIOS PAGADOS POR ANTICIPADO	946.038	595.065	1.107.282	577.151	1.917.787
AVANCES Y ANTICIPOS ENTREGADOS	1.513.419	2.200.573	265.766	1.019.947	1.413.617
ANTICIPOS DE IMPUESTOS	64.826.811	32.878.482	15.737.580	21.373.384	19.164.009
DEPÓSITOS ENTREGADOS EN GARANTÍA	5.234.416	1.306.652	982.990	3.340.738	4.423.006
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	38.286.575	29.768.133	41.670.075	36.526.513	3.913.816
DETERIORO ACUMULADO DE CUENTAS POR COBRAR (CR)	(20.268.647)	(22.925.904)	(22.926.053)	(9.305.771)	(9.305.771)
<b>INVENTARIOS NETO</b>	<b>59.428.975</b>	<b>71.848.177</b>	<b>71.228.895</b>	<b>60.875.414</b>	<b>48.582.104</b>
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>452.919.254</b>	<b>334.907.291</b>	<b>247.970.836</b>	<b>207.701.324</b>	<b>431.088.937</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>					
<b>INVERSIONES</b>	<b>715.081.044</b>	<b>688.154.766</b>	<b>874.567.973</b>	<b>884.799.748</b>	<b>944.952.806</b>
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>276.348.996</b>
PAGO POR CUENTA DE TERCEROS	-	-	-	-	276.348.996
<b>PRÉSTAMOS POR COBRAR NETOS</b>	<b>1.245.606.369</b>	<b>1.085.452.740</b>	<b>1.240.024.859</b>	<b>1.247.831.427</b>	<b>1.268.410.745</b>
PRÉSTAMOS CONCEDIDOS	1.247.823.380	1.087.286.897	1.241.771.754	1.249.274.318	1.269.720.125
DETERIORO ACUMULADO DE PRÉSTAMOS POR COBRAR (CR)	(2.217.010)	(1.834.157)	(1.746.895)	(1.442.891)	(1.309.379)
<b>PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO NETO</b>	<b>381.816.309</b>	<b>351.389.949</b>	<b>346.602.254</b>	<b>348.130.328</b>	<b>328.280.720</b>
PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO	414.738.431	417.265.778	438.908.107	447.170.442	453.989.748
DEPRECIACIÓN ACUMULADA	(32.922.121)	(65.875.829)	(92.305.853)	(95.473.441)	(122.253.709)
DETERIORO ACUMULADO DE PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO (CR)	-	-	-	(3.566.674)	(3.455.319)
<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>205.598.517</b>	<b>244.763.242</b>	<b>232.862.167</b>	<b>96.059.442</b>	<b>75.910.648</b>
ACTIVOS INTANGIBLES	55.953.219	60.904.932	62.503.309	63.197.657	64.276.452
AMORTIZACIÓN ACUMULADA DE ACTIVOS INTANGIBLES (CR)	(107.108)	(186.646)	(187.766)	(187.766)	(199.740)
ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	149.752.406	184.044.956	170.546.625	33.049.551	11.833.936
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.548.102.240</b>	<b>2.369.760.697</b>	<b>2.694.057.254</b>	<b>2.576.820.944</b>	<b>2.893.903.915</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.001.021.494</b>	<b>2.704.667.988</b>	<b>2.942.028.089</b>	<b>2.784.522.268</b>	<b>3.324.992.852</b>
<b>PASIVO</b>					
<b>PASIVO OPERACIONAL</b>					
<b>CUENTAS POR PAGAR</b>	<b>380.096.275</b>	<b>181.969.695</b>	<b>91.887.842</b>	<b>87.846.166</b>	<b>149.963.772</b>
ADQUISICIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	350.505.977	156.932.691	64.466.116	67.422.310	71.311.262
DESCUENTOS DE NÓMINA	1.217.230	1.264.280	601.296	851.197	474.667
DISTRIBUCIONES REALIZADAS A LOS PROPIETARIOS	15.000.000	14.999.940	14.999.940	14.999.943	16.889.350
RETENCIÓN EN LA FUENTE E IMPUESTO DE TIMBRE	8.048.805	3.759.457	2.021.912	2.514.454	1.877.096
IMPUESTOS, CONTRIBUCIONES Y TASAS POR PAGAR	5.057.336	4.778.762	694.881	1.484.853	12.693.748
IMPUESTO AL VALOR AGREGADO - IVA	266.927	234.565	82.720	256.300	158.719
DEPÓSITOS RECIBIDOS EN GARANTÍA	-	-	8.932.230	-	38.235.400
OBLIGACIONES PAGADAS POR TERCEROS	-	-	-	-	8.238.461
APORTES AL ICBF Y SENA	-	-	88.748	317.110	85.069
<b>BENEFICIOS A LOS EMPLEADOS</b>	<b>4.807.790</b>	<b>4.715.602</b>	<b>4.610.155</b>	<b>4.772.564</b>	<b>4.937.899</b>
BENEFICIOS A LOS EMPLEADOS A CORTO PLAZO	4.807.790	4.715.602	4.610.155	4.772.564	4.937.899
<b>OTROS PASIVOS</b>	<b>-</b>	<b>4.565.383</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL PASIVO OPERACIONAL</b>	<b>384.904.066</b>	<b>191.250.680</b>	<b>96.497.997</b>	<b>92.618.730</b>	<b>154.901.672</b>
<b>PASIVO FINANCIERO</b>					
<b>CORTO PLAZO (Interno)</b>	<b>22.000.000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>LARGO PLAZO (Interno)</b>	<b>376.374.401</b>	<b>582.221.312</b>	<b>841.200.378</b>	<b>896.375.293</b>	<b>1.232.232.250</b>
<b>LARGO PLAZO (Externo)</b>	<b>292.833.172</b>	<b>279.001.674</b>	<b>273.047.327</b>	<b>277.448.002</b>	<b>276.348.996</b>
<b>TOTAL PASIVO FINANCIERO</b>	<b>691.207.573</b>	<b>861.222.986</b>	<b>1.114.247.705</b>	<b>1.173.823.295</b>	<b>1.508.581.245</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>					
<b>BENEFICIOS A LOS EMPLEADOS</b>	<b>120.398.551</b>	<b>129.374.624</b>	<b>129.374.624</b>	<b>148.336.263</b>	<b>148.189.433</b>
<b>PROVISIONES</b>	<b>13.880.987</b>	<b>11.421.501</b>	<b>11.300.104</b>	<b>10.545.970</b>	<b>10.095.970</b>
<b>OTROS PASIVOS</b>	<b>450.248.000</b>	<b>398.037.695</b>	<b>442.590.058</b>	<b>279.310.528</b>	<b>334.214.677</b>
DEPÓSITOS RECIBIDOS EN GARANTÍA	182.189.550	126.847.714	152.207.573	94.982.628	101.858.193
AVANCES Y ANTICIPOS RECIBIDOS	-	-	-	-	36.497.584
INGRESOS RECIBIDOS POR ANTICIPADO	10.345.040	44.681.374	75.138.511	60.484.919	76.902.021
PASIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	257.713.410	226.508.607	215.243.975	123.842.981	118.956.878
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>584.527.538</b>	<b>538.833.820</b>	<b>583.264.786</b>	<b>438.192.760</b>	<b>492.500.079</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.660.639.176</b>	<b>1.591.307.486</b>	<b>1.794.010.487</b>	<b>1.704.634.785</b>	<b>2.155.982.996</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
<b>CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO</b>	<b>644.123.850</b>	<b>644.123.850</b>	<b>644.123.850</b>	<b>644.123.850</b>	<b>644.123.850</b>
<b>RESERVAS</b>	<b>326.544.432</b>	<b>398.399.670</b>	<b>383.478.409</b>	<b>383.478.409</b>	<b>367.960.210</b>
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	84.925.775	144.183.687	92.755.943	(270.724.663)	53.081.668
RESULTADOS DEL EJERCICIO	(120.958.600)	(177.757.865)	27.659.401	(11.797.493)	79.453.447
IMPACTOS POR LA TRANSICIÓN AL NUEVO MARCO DE REGULACIÓN	252.071.750	-	-	252.071.750	-
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1.340.382.318</b>	<b>1.113.360.502</b>	<b>1.148.017.602</b>	<b>1.079.887.483</b>	<b>1.169.009.856</b>
<b>PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>3.001.021.494</b>	<b>2.704.667.988</b>	<b>2.942.028.089</b>	<b>2.784.522.268</b>	<b>3.324.992.852</b>

**ESTADO DE RESULTADOS INDIVIDUAL DE GECELCA S.A. E.S.P.**  
**CIFRAS EN MILES DE PESOS**

ESTADO DE RESULTADOS (P&G)	2015	2016	sep-17	2017	sep-18
INGRESOS OPERACIONALES	1.518.111.493	902.796.252	432.637.091	579.945.607	477.633.118
COSTOS DE VENTAS	1.607.415.500	985.526.067	304.778.480	404.853.847	334.100.588
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>-89.304.007</b>	<b>-82.729.815</b>	<b>127.858.611</b>	<b>175.091.760</b>	<b>143.532.530</b>
GASTOS ADMINISTRACIÓN	66.418.127	71.150.999	48.788.581	64.463.969	45.571.385
PROVISIONES	82.034	34.786.900	18.742	6.143.276	278.788
DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES	1.956.000	1.769.943	1.230.714	1.613.984	1.158.345
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>-157.760.168</b>	<b>-190.437.657</b>	<b>77.820.574</b>	<b>102.870.531</b>	<b>96.524.012</b>
INGRESOS FINANCIEROS	27.443.937	25.521.054	3.271.284	4.064.723	4.317.967
GASTOS FINANCIEROS	11.730.484	50.829.464	32.981.488	33.890.242	25.127.730
OTROS INGRESOS	56.035.983	101.585.673	32.983.918	83.183.015	91.973.080
OTROS GASTOS	132.055.535	125.777.138	54.289.010	120.059.396	61.770.920
UTILIDAD O PERDIDA POR DIFERENCIA EN CAMBIO	73.423.463	888.836	3.087.822	363.654	153.524
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>-144.642.805</b>	<b>-239.048.696</b>	<b>29.893.099</b>	<b>36.532.286</b>	<b>106.069.933</b>
IMPUESTO DE RENTA Y DIFERIDO NETO	23.684.205	61.290.831	-2.233.699	-48.329.779	-26.616.487
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>-120.958.600</b>	<b>-177.757.865</b>	<b>27.659.401</b>	<b>-11.797.493</b>	<b>79.453.447</b>

**INDICADORES DE GECELCA S.A. E.S.P.**  
**DICIEMBRE DE 2015 A SEPTIEMBRE DE 2018**

INDICADORES	2015	2016	sep-17	2017	sep-18
<b>ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ</b>					
CUENTAS POR COBRAR NETAS TOTALES	1.614.476.841	1.254.661.927	1.384.380.925	1.375.397.585	1.656.629.205
ENDEUDAMIENTO TOTAL	55,34%	58,84%	60,98%	61,22%	64,84%
PASIVO FINANCIERO/TOTAL ACTIVOS	23,03%	31,84%	37,87%	42,16%	45,37%
PASIVO FINANCIERO/TOTAL PASIVO	41,62%	54,12%	62,11%	68,86%	69,97%
PASIVO FINANCIERO C.P./TOTAL PASIVO FINANCIERO	3,18%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PASIVO FINANCIERO/PATRIMONIO	51,57%	77,35%	97,06%	108,70%	129,05%
APALANCAMIENTO (PASIVO / PATRIMONIO)	123,89%	142,93%	156,27%	157,85%	184,43%
RAZÓN CORRIENTE	1,11	1,75	2,57	2,24	2,78
EBITDA	-124.647.014	-122.607.418	104.270.459	143.604.622	123.595.042
FLUJO DE CAJA OPERATIVO	-124.647.014	-168.906.595	36.575.520	92.424.925	64.397.032
FLUJO DE CAJA LIBRE SIN FINANCIACIÓN	-124.647.014	46.989.845	-349.327.760	-386.308.837	-297.077.390
<b>ACTIVIDAD Y EFICIENCIA</b>					
CRECIMIENTO DE INGRESOS	N.A.	-40,53%	N.A.	-35,76%	10,40%
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR COMERCIAL (DÍAS)	70	51	75	62	47
ROTACIÓN OTRAS CUENTAS POR COBRAR (DÍAS)	22	19	14	19	15
ROTACIÓN DE INVENTARIOS (DÍAS)	13	25	60	54	39
ROTACIÓN DE PROVEEDORES (DÍAS)	81	75	132	114	151
CICLO DE CAJA (DÍAS)	24	19	18	21	-49
CAPITAL DE TRABAJO	46.015.189	143.656.611	151.472.839	115.082.594	276.187.265
CRECIMIENTO GASTOS OPERACIONALES	N.A.	7,13%	N.A.	-9,40%	-6,59%
ROTACIÓN DE ACTIVOS	50,59%	33,38%	14,71%	20,83%	14,36%
COBERTURA DE COSTOS Y GASTOS	0,12	0,90	0,54	0,19	2,55
<b>RENTABILIDAD</b>					
MARGEN BRUTO	-5,88%	-9,16%	29,55%	30,19%	30,05%
MARGEN OPERACIONAL	-10,39%	-21,09%	17,99%	17,74%	20,21%
MARGEN NETO	-7,97%	-19,69%	6,39%	-2,03%	16,63%
ROA	-4,03%	-6,57%	1,26%	-0,42%	3,20%
ROE	-9,02%	-15,97%	3,23%	-1,09%	9,16%
EBITDA/INGRESOS	-8,21%	-13,58%	24,10%	24,76%	25,88%
EBITDA/ACTIVO	-4,15%	-4,53%	3,54%	5,16%	3,72%
<b>COBERTURAS</b>					
UT. OPERACIONAL/ GASTO FINANCIERO	-13,45	-3,75	2,36	3,04	3,84
EBITDA/ GASTO FINANCIERO	N.A.	-2,41	3,16	4,24	4,92
EBITDA/SERVICIO DE LA DEUDA	-2,74	-1,30	0,68	0,94	0,30
EBTDA/SALDO DE LA DEUDA	-0,18	-0,14	0,09	0,12	0,08
FLUJO OPERATIVO/GASTO FINANCIERO	N.A.	-3,32	1,11	2,73	2,56
FCL/GASTOS FINANCIERO	N.A.	0,92	-10,59	-11,40	-11,82
FCO/SERVICIO DE LA DEUDA	-2,74	0,50	-2,29	-2,53	-0,72
FLUJO OPERATIVO/CAPEX	N.A.	0,95	0,10	0,23	0,18
PASIVO FINANCIERO/EBITDA	-5,55	-7,02	10,69	8,17	12,21

Una calificación de riesgo emitida por Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas. Por ello, la calificadora no asume responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información. Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en la página web de la Calificadora [www.vriskr.com](http://www.vriskr.com)