

MOODY'S INVESTORS SERVICE

Opinión de Crédito: **Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.**

Investigación de Crédito Global – 1º de Diciembre de 2012

Medellín, Colombia

Calificaciones

Categoría	Calificación Moody's
Perspectiva	Estable
Calificación del Emisor	Baa3

Contactos

Analista	Teléfono
Natividad Martel/Ciudad de Nueva York	212.553.4561
William L. Hess/ Ciudad de Nueva York	212.553.3837

Indicadores Clave

[1] **Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.**

	2008	2009	2010	2011
(FFO + Interés) / Interés	2.9x	3.1x	3.9x	3.0x
FFO / Deuda	17.6%	20.9%	18.5%	11.0%
Deuda / Activos Fijos	82.9%	69.7%	76.5%	86.1%
RCF / Capex	2.7x	1.9x	1.9x	0.8x

[1] Todas las razones son calculadas de conformidad con la Metodología Global de Calificación de Redes Eléctricas y de Gas Reguladas utilizando los ajustes de estándares de Moody's.

Nota: Para conocer las definiciones de los términos de razones más comunes de Moody's favor consultar la Guía de Usuario que se acompaña.

Opinión

Factores Determinantes de Calificación

- Impacto limitado de subsidiarias extranjeras del grupo, particularmente las operaciones de transmisión Brasileñas
- Marco regulatorio relativamente transparente y exposición volumétrica limitada sustentan los flujos de efectivo
- Iniciativas de crecimiento agresivas, especialmente dentro del sector de concesiones viales
- Se espera que los indicadores crediticios se debiliten pero sigan estando acordes con la categoría de calificación

Perfil Corporativo

Con sede principal en Medellín, Colombia (calificaciones soberanas Baa3 de FC y LC; estable), Interconexión Eléctrica S.A., E.S.P. (ISA; Calificación de Emisor: Baa3) es la compañía más grande de transmisión eléctrica en el país con una participación en el mercado que supera el 71.4% en términos de utilidades generadas en el Sistema Interconectado de Transmisión Nacional (STN). Estas operaciones están sujetas a la competencia de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).


ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

ISA también posee participación directa e indirecta en un portafolio de compañías de transmisión de energía que incluyen 99.99% en la Colombiana Transelca (cerca del 10% de participación del mercado), 100% en ISA Bolivia (34% de participación del mercado) e ISA Capital do Brasil (58.6% incluyendo acciones preferenciales) la cual controla con 89.5% de las acciones ordinarias con derecho a voto (37.8% de las acciones de capital) la Brasileira Companhia de Transmissao de Energia Electrica Paulista (CTEEP; alrededor del 16% de la participación del mercado).

En Perú, posee directa e indirectamente participación accionaria en ISA Perú (83%), Red de Energía del PERU (REP; 60%) y Consorcio TransMantaro (CTM; 60%) cuyas participaciones colectivas en el mercado totalizan actualmente cerca de 80%. ISA también está participando en el desarrollo del proyecto de transmisión Centro Americano SIEPAC a través de su participación del 11.11% en Empresa Propietaria de la Red (EPR) así como en la Interconexión Colombia-Panamá (participación del 50% en Empresa de Transmisión Eléctrica S.A.). El negocio de transmisión de energía actualmente representa más del 80% del EBITDA consolidado de ISA (sin ajustes por intereses minoritarios). El grupo ampliará sus actividades de transmisión a Chile a través de una nueva subsidiaria luego de ganar recientemente las subastas de licitación para tres nuevos proyectos Greenfield.

Igualmente, ISA es la única propietaria del coordinador Colombiano de operaciones de energía del STN, Compañía de Expertos en Mercados XM (99.7%). Además, el grupo presta servicios de transportes de datos de telecomunicaciones vía fibra óptica en Colombia, Perú, Venezuela, Chile, Brasil, Argentina y Ecuador a través de sus subsidiarias Internexa y Transnexa. El grupo además diversificó sus operaciones en el negocio de concesiones viales en 2010 con la adquisición de una participación del 60% en Intervial Chile S.A. (antes Cintra Chile). Esta participación aumentó al 100% en 2011.

El gobierno colombiano es el accionista mayoritario de ISA (51,41% de participación). Otros accionistas mayoritarios incluyen las Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (Baa3; 10,17%), Ecopetrol (Baa2; 5,32%) y la Empresa de Energía de Bogotá (Baa3; 1,67%). Al igual que otras entidades públicas, ISA está sujeta al control fiscal de la Contaduría General de la Nación, y requiere de la aprobación del Ministerio de Hacienda para contraer nuevas deudas u otorgar garantías.

Al 30 de Septiembre de 2012, ISA reportó activos, endeudamiento y flujos de efectivo alrededor de US \$5.100 millones, US \$841 millones y US \$120 millones (excluyendo cerca de US \$15 millones entre compañías) respectivamente. Esto equivale a alrededor del 35%, 15% y 21% de los activos, endeudamiento y flujos de efectivo consolidados.

Fundamentos de la Calificación

Dado que el gobierno Colombiano es el principal accionista de ISA, la compañía se encuentra dentro del alcance de la metodología de calificación de Moody's para emisores relacionados con el gobierno (GRIs, por sus siglas en inglés). La calificación Baa3 refleja la evaluación de Moody's de (i) una probabilidad mediana de apoyo extraordinario del gobierno, (ii) un alto nivel de dependencia, así como (iii) la evaluación crediticia de ISA, de línea base, o de forma independiente (BCA, por sus siglas en inglés). La BCA de baa3 es una representación de la capacidad crediticia intrínseca del grupo antes de tener en cuenta el posible apoyo extraordinario del soberano, con base en una escala de aaa hasta c en la cual aaa indica la calidad crediticia más alta.

El gobierno Colombiano no garantiza las obligaciones crediticias de ISA, y no existe prueba de que esto pueda cambiar en el futuro; sin embargo, consideramos que existe una "mediana" probabilidad de apoyo del gobierno en caso de perturbación por varias razones, que incluyen la participación del 51.1% y la importancia estratégica de las operaciones de la compañía para la economía del país. Nuestro estimado de "alta" dependencia de incumplimiento refleja el grado significativo frente al cual Colombia está expuesta a los mismos riesgos que podrían afectar la calidad crediticia de ISA, y nuestra expectativa de que existe una elevada probabilidad de que el gobierno e ISA incumplirían simultáneamente debido a factores de riesgo en común.

La BCA de ISA recoge su posición de liderazgo dentro del sector Colombiano de transmisión y el bajo perfil de riesgo del negocio de éstas operaciones. También influye en la visibilidad del flujo de efectivo de la compañía dada su limitada exposición volumétrica y el marco regulatorio relativamente transparente. Reconocemos la importancia de las subsidiarias extranjeras del grupo, particularmente la compañía de transmisión Brasileira, CTSEP; sin embargo, la calificación asume suficiente independencia financiera y operativa entre ISA y CTSEP

ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor e Intérprete Oficial 2
Resol. No. 0177 del/97 Minjusticia

de tal manera que las incertidumbres que actualmente rodean la renovación de las concesiones de CTEEP no tienen impacto inmediato en ISA. La BCA asume que ISA perseguirá en el futuro nuevas oportunidades de crecimiento en Colombia y otros países de la región con marcos regulatorios transparentes. Sin embargo, la calificación asume que la gerencia apoyará cualquier iniciativa de crecimiento de forma prudente, de tal manera que los indicadores crediticios se mantendrán en armonía con la categoría actual de calificación. Los factores clave adicionales que determinan la calificación incluyen la dependencia material de ISA en los mercados de capital para satisfacer los déficits inesperados de flujos de efectivo aunque su perfil actual de vencimiento de deudas es manejable.

CONSIDERACIONES DETALLADAS DE LA CALIFICACIÓN

COMPAÑÍA COLOMBIANA LÍDER DE TRANSMISIÓN

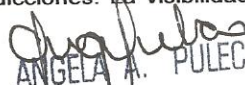
La calificación de ISA reconoce sus significativos flujos de efectivo operacionales y la modesta dependencia sobre los dividendos recibidos de sus subsidiarias (2012: alrededor de US\$30 millones; 2011: US\$24,3 millones; 2010: US\$44,3 millones) para atender su deuda. Los activos de transmisión de ISA son de larga vida, con un riesgo operativo relativamente bajo junto con altos factores históricos de disponibilidad (alrededor del 99,9%) y bajas pérdidas de energía (0,01%). A pesar de los esfuerzos para eliminar las barreras de entrada, las cinco principales compañías de transmisión en Colombia (total de nueve) representan más del 90% de la participación del mercado donde ISA y Transelca representan alrededor del 80% en el futuro previsible. Observamos que Transelca otorgó varios préstamos entre compañías a su compañía matriz donde el saldo actualmente asciende a cerca de US\$110 millones. Esto representa alrededor de la mitad de los dividendos recibidos por ISA.

Entendemos que ISA planea invertir alrededor de US\$280 millones durante los próximos tres años en nuevos proyectos de transmisión (2012: US\$85 millones) en Colombia. Esto incluye desembolsos de capital asociados con el proyecto que ganó en Julio de 2012 para construir la subestación en Termocol y las líneas de transmisión asociadas (la culminación programada termina en Agosto de 2013). La calificación asume que ISA participará en el futuro en nuevas iniciativas de transmisión en Colombia. Éstas son adjudicadas bajo un proceso de licitación coordinado por el Ministerio de Minas y Energía. La base de activos de generación requeridos en Colombia y la ampliación de la red de transmisión se actualiza anualmente por parte del organismo administrativo especial del Ministerio de Minas y Energía, la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME).

LA EXPOSICIÓN VOLUMÉTRICA LIMITADA Y EL MARCO REGULATORIO MEJORAN LA VISIBILIDAD DEL FLUJO DE EFECTIVO

Consideramos que el marco regulatorio Colombiano bien se compara a aquellos en otros países Latinoamericanos en términos de estabilidad y transparencia. Esto se sustenta en su trayectoria predecible desde la aprobación en 1994 de la Ley 142 (Ley de Servicios Públicos Domiciliarios; LSPD), el Decreto 1524 asociado, así como otras piezas de legislación, que incluyen la Ley de Electricidad (Ley 143) y la reglamentación adicional que ha desarrollado además el marco en los últimos quince años. Sin embargo, nuestra opinión del marco regulatorio se atempera de alguna manera por la composición y elección de los miembros de junta de la CREG que no la aísla completamente de una posible interferencia política. Dicho esto, no ha habido prueba de ello hasta la fecha.

Los ingresos dependen en que los activos de transmisión entren en operación antes o después del año 2000. La mayoría de los activos de transmisión de ISA corresponden a la categoría anterior al 2000. Su remuneración se fundamenta en una fórmula que incluye una tasa de retorno del 11,5% que se aplica sobre el valor de reposición de los activos. Los cargos de transmisión están sujetos a la revisión de la CREG cada cinco años donde no se espera que la siguiente revisión ocurra antes del 2015. Los proyectos que entraron en operación después del 2000 son parte de los proyectos de expansión del STN donde la construcción, operación y concesión fueron adjudicadas bajo un proceso de licitación competitivo. Para los primeros 25 años de operaciones, la remuneración de los activos se fundamenta en la oferta ganadora que incluía ingresos anuales estimados en USD, así como los gastos de Administración, Operación y Mantenimiento, al igual que los costos de oportunidad del capital invertido. Después de 25 años, estos activos serán objeto de los cargos de transmisión de la CREG. Consideramos que la muy limitada exposición volumétrica de la remuneración para ambos tipos de activos es un factor crediticio positivo. Además observamos que los cargos de transmisión también están vinculados a la inflación pero carecen de ajustes por cambios en la tasa cambiaria (USD / moneda local) como ocurre en otras jurisdicciones. La visibilidad de los flujos de efectivo


ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/57 MinJusticia

operacional de ISA es un factor crediticio positivo desde una perspectiva crediticia, en la medida en que mejoran la capacidad de la compañía para atender su endeudamiento pendiente de pago.

LA CALIFICACIÓN INCORPORA UN IMPACTO LIMITADO DE LAS OPERACIONES EXTRANJERAS DEL GRUPO

Moody's reconoce la importancia de las operaciones extranjeras del grupo, especialmente aquellas que se encuentran en Brasil (a 30 de Septiembre de 2012, la deuda ascendía a US\$1.200 millones; 88% en CTEEP) y las subsidiarias peruanas (deuda: US\$558 millones). Estas dos operaciones actualmente representan más del 50% y el 8%, respectivamente, del EBITDA consolidado (sin ajustes por intereses minoritarios).

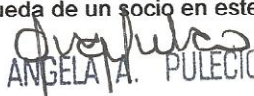
Consideramos las subsidiarias peruanas en nuestra evaluación analítica dadas las garantías de ISA otorgadas a algunos de los bancos prestamistas (alrededor de US\$47 millones), y los aportes de capital proporcionales efectuados para financiar sus programas de inversión. CTM continúa su programa de inversión después de que recientemente culminara su proyecto de línea de transmisión de 500 km. (34 meses; inversiones: US\$205 millones) de tal forma que no se estima repartir dividendos antes de 2015, mientras que se estima que REP culminará su proyecto antes del fin de año 2013 y comenzará a hacer repartos de dividendos el siguiente año.

ISA también otorga garantías financieras para EPR (US\$44.5 millones hasta 2027) e ISA Bolivia (US\$16.1 millones hasta 2019). Según entendemos, ISA no planea otorgar garantías adicionales significativas en nombre de sus subsidiarias de telecomunicaciones y transmisión existentes.

La calificación de ISA prevé que los dividendos de CTEEP serían utilizados para hacer pagos sobre acciones preferenciales redimibles emitidas por ISA Capital do Brasil, las cuales fueron emitidas en 2010 para refinanciar US\$522 millones en bonos que vencen en 2017 (cerca de US\$30 millones no ofrecidos aún se encuentran en circulación). Observamos que ISA recibió de ISA Capital do Brasil un préstamo entre compañías (cerca de US\$25 millones). Esta dependencia limitada sobre dividendos de CTEEP, nuestra expectativa de que ISA no planea hacer aportes de capital para ayudar en la financiación del programa vigente de CTEEP de desembolso de capital sustancial, junto con el hecho de que la compañía no se encuentra expuesta a cláusulas de incumplimiento cruzado frente a ningún endeudamiento incurrido por CTEEP, sustentan nuestra opinión sobre el grado suficiente de independencia operativa y financiera que existe entre las actividades de ISA y CTEEP. Esta independencia es un factor positivo crediticio para ISA dadas las incertidumbres actuales que rodean la renovación de la concesión de transmisión principal de CTEEP (excluyendo subsidiarias) que vence en Julio de 2015. A comienzos de este mes, la Junta Directiva de CTEEP recomendó a los Accionistas de la compañía (reunión a celebrarse el 3 de Diciembre) no renovar la concesión bajo las condiciones actuales señaladas por el gobierno Brasileiro en Septiembre. Si los accionistas están de acuerdo, la concesión operaría bajo las condiciones actuales, aunque sigue habiendo incertidumbre sobre el valor de reembolso que se recibiría por los activos no depreciados al final de la concesión. La calificación de ISA asume actualmente que CTEEP estará en capacidad de pagar la totalidad de sus obligaciones de crédito vigentes del 2013-2015; sin embargo, también consideramos que sigue habiendo algo de riesgo de reputación que podría incentivar a ISA a prestar apoyo financiero a sus subsidiarias Brasileñas si su efectivo disponible no es suficiente para pagar su deuda vencida.

SE ESPERA CONTINUAR CON LA ESTRATEGIA AGRESIVA DE EXPANSIÓN A PESAR DE ALGUNOS CONTRATIEMPOS

Actualmente ISA posee 100% de Intervial Chile S.A. después de ejercer, al final del año pasado, la opción de compra sobre el 40% de participación restante por un valor de US\$211 millones (US\$296 millones pagados al final de 2010 por el 60% inicial). La compra del 2011 se financió con fondos generados internamente (US\$71 millones), el producto de bonos locales y un préstamo entre compañías por US\$140 millones otorgados por ISA a ISA Inversiones Chile en Diciembre del año pasado. La calificación de ISA reconoce los beneficios de la diversificación y las calificaciones de grado de inversión de la deuda incurrida para financiar las partes de tres de las cinco concesiones viales existentes actualmente incorporadas en Intervial Chile S.A., particularmente Autopista del Maipo (Baa3; Estable), Autopista Talca Chillan (Baa3; Estable) y Autopista del Bosque (Baa3; Estable). Las otras dos autopistas con peaje no se encuentran calificadas públicamente. La capacidad de las concesiones de distribuir dividendo está sujeta a las condiciones de distribución bajo cada uno de los instrumentos de deuda o acuerdos crediticios de las autopistas (al final de Septiembre 2012, el endeudamiento reportado por ISA incluye cerca de \$2.500 millones asociado con el endeudamiento de esta concesión fue alrededor de \$2.500 millones; cerca de 46% del endeudamiento consolidado de Intervial). Moody's entiende que la estrategia de ISA incluye la búsqueda de un socio en este segmento.


ANGELA PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resul No. 0177 del/S7 MinJusticia

La no adjudicación de ISA a comienzos de este año para asumir el proyecto Autopistas La Prosperidad (anteriormente conocido como Autopistas La Montaña) en Colombia fue un contratiempo en la estrategia de expansión agresiva de la compañía, particularmente dentro del sector de las concesiones viales, especialmente teniendo en cuenta que los términos y condiciones propuestos del proyecto incluían una Tasa de Retorno Interna garantizada del 9% sobre los Flujos de Efectivo Libres generados del proyecto en términos reales después de impuestos. Sin embargo, desde una perspectiva crediticia este resultado no es visto como negativo dado que este proyecto vial ambicioso de varios años no dejaba de tener riesgos. Aunque ISA planeaba usar el know-how adquirido a través de su adquisición de Intervial Chile, nosotros consideramos la experiencia relativamente limitada de ISA en este sector de negocios, y los desafíos indiscutibles de culminar el proyecto dado el tamaño general y el terreno a cubrir. Además, teníamos estimado que ISA estaría obligada a realizar aportes de capital sustanciales en el mediano al largo plazo para financiar el proyecto (alrededor de US\$8 mil millones), y estimamos que el endeudamiento asociado habría tenido un impacto negativo sobre los indicadores crediticios de ISA. Se espera que ISA pueda recuperar los costos que ya realizó en el proyecto.

Entendemos que la administración de ISA actualmente se encuentra evaluando nuevas oportunidades de inversión de crecimiento para el grupo en lugar del proyecto vial colombiano y en medio de los desafíos enfrentados por CTEEP (el capex proyectado de ISA anterior del 2012-2016 en Brasil era mayor de US\$1.500 millones), y en el desarrollo del proyecto de interconexión eléctrica entre Colombia y Panamá. La oferta para asignar la carga de servicios públicos panameños, un hito clave, fue postergada nuevamente en Agosto de este año y aún no se ha reprogramado en vista de que el proyecto se encuentra a la espera de aclarar ciertos temas ambientales. Los aportes de capital planeados de ISA por US\$100 millones asociados con este proyecto también se han postergado en su programa de inversión a corto plazo.

ISA aún pretende generar el 80% de sus ingresos fuera de Colombia (a 30 de Septiembre de 2012 es alrededor del 69%). En consecuencia, nuestra calificación incorpora como suposición clave que ISA buscará en gran medida inversiones en operaciones de tipo regulado en ambientes normativos estables y predecibles y que las nuevas inversiones potenciales también sean financiadas con prudencia de tal forma que la compañía siga reportando indicadores crediticios robustos para la categoría de calificación. En este sentido, observamos que ISA ganó en octubre de 2012 la subasta para tres grandes proyectos destinados a construir en total 734 kilómetros de líneas de transmisión en el Sistema Interconectado Central Chileno (el total de inversiones se aproxima a US\$800 millones) a ser culminados antes de finalizar el año 2017. ISA actualmente está desarrollando la estrategia de financiación del proyecto con una combinación de aportes de capital (inicialmente al menos US\$100 millones) y asumir endeudamiento en la nueva subsidiaria chilena por el resto. Entendemos que la mayoría de la financiación se requerirá en los últimos años de estos proyectos estimados a cinco años. Dada la transparencia y estabilidad del marco regulatorio Chileno y la experiencia de ISA en el sector de transmisión, consideramos que esta inversión es un factor crediticio positivo. Se espera que los ingresos anuales del proyecto durante los primeros veinte años se aproximen a US\$63 millones; luego de ello, el proyecto estará sujeto a las tarifas de transmisión reguladas.

SE ESPERA QUE LOS INDICADORES CREDITICIOS SIGAN ESTANDO ACORDES CON LA CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

ISA continúa reportando indicadores crediticios que se encuentran bien posicionados dentro de la categoría de calificación. Específicamente su CFO individual antes de W/C frente a la deuda, la cobertura de intereses y el RCF frente a la deuda durante el período de tres años 2009-2011 promedió 17%, 3.3x, y 8%, respectivamente.

Observamos que a pesar de que los repartos de dividendos de ISA han crecido de forma consistente durante los últimos años (2007: cerca de US\$65 millones; 2011: US\$96 millones) su proporción de pago de dividendos se ha mantenido por debajo del 60% en los últimos tres años. Sin embargo, también observamos un aumento sustancial tanto en el monto distribuido (\$137 millones) como en la proporción de pagos de dividendos (79%) durante los primeros nueve meses de 2012, un factor crediticio negativo.

Dicho esto, nuestra calificación incorpora la expectativa que la administración continuará con las políticas financieras prudentes con base en una combinación de flujos de efectivo generados internamente, endeudamiento adicional y emisión de capital cuando se requiera para financiar cualquier nueva inversión de estrategia de crecimiento unido a una proporción menos agresiva de pago de dividendos cuando se justifique. Como resultado, esperamos que los indicadores crediticios clave sigan siendo sólidos dentro de su categoría

Angela Pulecio
ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resul No. 0177 del/97 MinJusticia

de calificación existente de tal forma que el FFO frente a deuda se mantenga en el límite superior al rango, la cobertura de intereses exceda de 2.7x y que su RCF frente a deuda sea de mínimo 10%.

Con este fin, entendemos que la administración está considerando el pago en el cercano al mediano plazo de algunas partes de su deuda pendiente, que además ayudará al perfil crediticio de la compañía. Dicho esto, anticipamos que el nuevo endeudamiento será adquirido después de las decisiones de la administración respecto de las nuevas iniciativas de inversión. Sin embargo, también nos sentimos más cómodos con la prueba de incumplimiento incluida en la documentación financiera de la compañía que exige que la deuda neta frente a EBITDA se mantenga por debajo de 4x lo cual fija límites sobre la capacidad de ISA para incurrir en deuda creciente a falta de la generación creciente de EBITDA.

Perfil de Liquidez

La calificación de ISA se ve atenuada por su dependencia de los mercados de capital para financiar sus requerimientos de capital necesarios para fondear los déficits inesperados de efectivo a falta de facilidades de crédito comprometidas. Históricamente, esta debilidad de algún modo ha compensado los saldos de efectivo de ISA y los títulos negociables (pico en 2008 y 2009 con cerca de US\$124 millones y US\$300 millones); sin embargo, desde 2010 la compañía ha registrado saldos significativamente menores (2010: US\$45 millones; 2011: US\$80.6 millones durante los últimos doce meses a 30 de Septiembre de 2012; US\$24 millones), un factor crediticio negativo.

Dicho esto, esperamos que ISA tenga la capacidad durante los próximos dos años de satisfacer cualquier requerimiento de financiación con flujos de efectivo generados internamente junto con un bajo endeudamiento adicional únicamente. ISA ha logrado la aprobación de la autoridad para refinanciarse con nuevos préstamos entre compañías a 10 años por hasta COP \$18.700 millones (cerca de US\$96 millones) de su préstamo entre compañías pendiente con Transelca. Estos préstamos fueron reprogramados para vencer durante 2013 y 2014, y su refinanciamiento anticipado es un factor crediticio positivo. Entendemos que el saldo (cerca de US\$16 millones) será reembolsado y como se mencionó anteriormente, ISA también reducirá adicionalmente su endeudamiento pendiente, otro factor crediticio positivo. La calificación también considera que el perfil de vencimiento de deudas pendientes de ISA es relativamente manejable con cerca de US\$60 millones que se vencen en 2013 antes de descender a aproximadamente US\$45 millones en 2014.

Perspectiva de Calificación

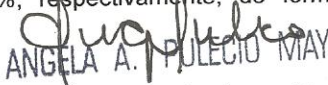
La perspectiva de calificación para la calificación BCA de ISA es estable, con base en nuestra expectativa de generación de flujo de efectivo continua y predecible derivada de sus principales negocios de transmisión colombianos, junto con la gestión prudente de los programas de expansión de capital del grupo para las compañías de transmisión peruanas y brasileras. La perspectiva estable también se fundamenta en nuestra expectativa que el crecimiento futuro también se intentará únicamente en negocios regulados que serán financiados adecuadamente de tal manera que ISA continúe reportando indicadores que sean acordes con la categoría de calificación Baa.

Lo Que Puede Cambiar la Calificación - Hacia Arriba

Teniendo en cuenta que la calificación Baa3 de ISA se fundamenta en la metodología de Moody's para GRIs, la presunción de calificación al alza es poco probable que se dé por la perspectiva de calificación estable para el gobierno colombiano, con el BCA además limitado por las iniciativas agresivas de crecimiento en marcha, particularmente en el sector de las concesiones viales. Sin embargo, se podría presentar la consideración de un aumento de calificación si ISA reporta un FFO a deuda y cobertura de interés de cerca de 30% y 5x, ambos de forma sostenible.

Lo Que Puede Cambiar la Calificación – Hacia Abajo

La calificación BCA podría descender como resultado de un deterioro en el apoyo del marco regulatorio colombiano. Una acción de calificación también se podría desencadenar si el apalancamiento resulta ser más alto de lo actualmente esperado, o si la suposición clave de Moody's respecto de la participación limitada de ISA en la expansión de sus subsidiarias brasileras en términos de aportes de capital o garantías, no se demuestra que sea la correcta. También podría haber un descenso con un deterioro material en el perfil de liquidez de ISA y/o otros indicadores crediticios, tales como la baja de sus proporciones de cobertura de intereses y FFO frente a deuda por debajo de 2.7x y 15%, respectivamente, de forma sostenible.


ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

TRADUCCIÓN OFICIAL No. 177-12 DE UN DOCUMENTO ESCRITO EN INGLÉS

MOODY'S

Angela Pulecio – Traductora Oficial

Adicionalmente, una baja en el techo de las divisas de Colombia podría afectar negativamente las calificaciones de ISA.- la compañía de transmisión líder en Colombia.

Otras Consideraciones

La política de la administración sobre el riesgo de la tasa cambiaria busca optimizar la cobertura natural asociada con las operaciones del grupo de tal manera que la ruptura de la divisa de la deuda refleje las corrientes de los ingresos esperados. En este sentido, a 30 de Septiembre de 2012, alrededor de 90% de la deuda individual pendiente de ISA está nominada en pesos Colombianos donde el endeudamiento en USD representa el resto. Además, alrededor del 75% de la deuda de ISA nominada en pesos Colombianos se indexa con el índice de Precios al Consumidor para protegerse de las variaciones inflacionarias.

Moody's evalúa la BCA de ISA principalmente relativa a Redes Eléctricas y de Gas Reguladas de Moody's que fue publicada en Agosto de 2009. Como se indica en el cuadro a continuación, la calificación BCA indicada del emisor fundamentada tanto en los indicadores crediticios históricos y proyectados es de Baa3, la misma de su BCA actualmente asignado.

Factores de Calificación

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Redes Eléctricas y de Gas Reguladas [1] [2]	12/31/2011		Visión a Futuro* a 12-18 meses de Moody's a Noviembre 1012	
Factor 1: Ambiente Regulatorio y Modelo de Propiedad de Activos (40%)				
a) Estabilidad y Predictibilidad del Régimen Regulatorio		Baa		Baa
b) Modelo de titularidad de Activos		Aa		Aa
c) Recuperación de Costo e Inversión		Baa		Baa
d) Riesgo sobre Ingresos		Aa		Aa
Factor 2: Riesgo de Ejecución y Eficiencia (10%)				
a) Eficiencia de Costo		Baa		Baa
b) Escala y Complejidad del Programa de Capital		Baa		Baa
Factor 3: Estabilidad del Modelo de Negocios & Estructura Financiera (10%)				
a) Capacidad & Disposición para Intentar Actividad de Oportunidades Corporativas		B		B
b) Capacidad & Disposición para Aumentar Apalancamiento		Baa		Baa
c) Proporción Objetivo de Utilidad Op. Fuera de Actividades Reg. Principales		B		B
Factor 4: Indicadores Crediticios Clave* (40%)				
a) (FFO + Int. Exp) / int. Exp (Prom. 3 años)	3.3x	Baa	2.5x-3.5x	Baa
b) Deuda / Activos Fijos (Prom. 3 años)	77.3%	Ba	60-75%	Ba
c) FFO / Deuda (Prom. 3 años)	16.8%	A	12-20%	A
d) RCF / Capex (Prom. 3 años)	1.7x	A	1.5x-2.5x	A
Calificación:				
Calificación BCA Indicada de Red		baa3		baa3
BCA Actual Asignada		baa3		baa3

* ESTO REPRESENTA VISIÓN A FUTURO DE MOODY'S; NO LA VISIÓN DEL EMISOR; Y A MENOS QUE SE INDIQUE EN EL TEXTO, NO INCORPORA ADQUISICIONES O DESINVERSIONES SIGNIFICATIVAS

[1] Todas las proporciones se calculan usando los Ajustes Estándar de Moody's. [1] A 12/31/2011; Fuente: Moody's Financial Metrics.

ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor e Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

© 2012 Moody's Investors Service, Inc y/o sus licenciantes y filiales (colectivamente, "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") Y SUS FILIALES SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LOS INFORMES DE INVESTIGACIÓN PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS, CONTRACTUALES A LA FECHA DE SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TIENEN EN CUENTA OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PRESTAN UNA ASESORÍA FINANCIERA NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON, NI PROPORCIONAN, RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA CONVENIENCIA DE UNA INVERSIÓN PARA ALGÚN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y HACE SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO PARA COMPRAR, RETENER, O VENDER.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LA LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACIÓN, LA LEY SOBRE DERECHOS DE AUTOR, Y NINGUNA PARTE DE DICHA INFORMACIÓN PODRÁ SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATEADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, DE NINGUNA FORMA O MANERA, NI POR NINGÚN MEDIO NI POR NINGUNA PERSONA SIN PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y confiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTA", sin ninguna clase de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que MOODY'S considera confiables, incluyendo cuando corresponde, la de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditoría y no puede en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de calificación. MOODY'S no acepta, bajo ninguna circunstancia, responsabilidad alguna frente a personas o entidades por (a) cualquier pérdida o daño causado en todo o en parte por, que resulte de, o en relación con, cualquier error (negligente o de otro tipo) u otras circunstancias o contingencias que se encuentren dentro o fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados o agentes, en relación con la obtención, compilación, recopilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o distribución de dicha información, o (b) cualquier daño directo, indirecto, especial, consecuencial, compensatorio o incidental (incluido, sin limitación, el lucro cesante), que resulte del uso o de la incapacidad de usar tal información, aun en el supuesto de que se hubiera advertido a MOODY'S con anterioridad de la posibilidad de que se produjeran dichos daños. En su caso, las calificaciones, análisis de informes financieros, proyecciones, y otras observaciones, de haberlas, que pudieran formar parte de la información contenida en este documento son, y para tales efectos deben ser considerados exclusivamente como, declaraciones de opinión, y no declaraciones de hechos ni recomendaciones para comprar, vender o mantener títulos. Cada usuario de la información contenida en este documento debe realizar su propio estudio y evaluación de cada instrumento que pudiera considerar para comprar, retener o vender. MOODY'S NO CONCEDE DE NINGUNA FORMA O MANERA, NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN EL SENTIDO QUE DICHAS CALIFICACIONES Y DEMÁS

Angela Pulecio
ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resul No. 0177 del/97 MinJusticia

OPINIONES E INFORMACIONES SEAN CORRECTAS, ACTUALIZADAS, COMPLETAS, COMERCIALIZABLES O APROPIADAS PARA NINGÚN OBJETO O FIN DETERMINADO.

MIS, una agencia calificadora subsidiaria 100% de propiedad de Moody's Corporation ("MCO"), informa por el presente documento que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos los bonos corporativos y municipales, las obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificadas por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, retribuir a MIS por sus servicios de análisis y calificaciones mediante honorarios que oscilan entre los 1,500 dólares y aproximadamente los 2,500,000 dólares. MCO y MIS también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y las entidades calificadas, y entre las entidades que tienen asignados calificaciones de MIS y que también han informado públicamente a la SEC que mantienen un derecho de propiedad en MCO superior al 5%, se publica anualmente en la página web de Moody's en www.moody.com, bajo el capítulo de "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy".

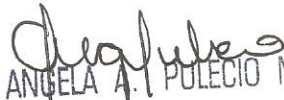
Cualquier publicación que se haga en Australia de este documento se hace a través de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657, con Licencia para Servicios Financieros en Australia no. 336969. Este documento tiene el propósito de ser suministrado únicamente a "clientes mayoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S que usted es, o está accediendo al documento como representante de un "cliente mayorista" y que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán directa o indirectamente este documento o su contenido a "clientes minoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001.

No obstante lo anterior, las calificaciones crediticias asignadas en o después del 1 de octubre de 2010 por Moody's Japan K.K. ("MJKK") son opiniones actuales de MJKK respecto del relativo riesgo crediticio futuro de entidades, compromisos de crédito, instrumentos de deuda y cualquier otro instrumento asimilable a deuda. En tal caso, se deberá considerar que "MIS" es sustituido por "MJKK" en dichas declaraciones. MJKK es una agencia calificadora subsidiaria 100% propiedad de Moody's Group Japan G.K., la cual pertenece en su totalidad a Moody's Overseas Holdings Inc., una subsidiaria 100% propiedad de MCO.

Esta calificación crediticia es una opinión de la capacidad crediticia de una obligación de deuda del emisor, y no de las acciones de capital del emisor ni de ningún otro tipo de instrumento que se encuentre disponible para inversionistas minoristas. Sería peligroso que los inversionistas minoristas tomaran la decisión de hacer una inversión con base en esta calificación crediticia. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.

Es traducción fiel y completa, de la cual queda copia en el archivo de la Traductora para su confrontación, a la cual me remito.

La presente Traducción Oficial es expedida en Bogotá, D.C. el 4 de Diciembre de 2012 por ANGELA ALEXANDRA PULECIO MAYORGA, traductora oficial según Resolución No. 0177 de 1997 del Ministerio de Justicia, inscrita ante el Ministerio de Relaciones Exteriores, con oficina en Calle 79 No. 7A-77 Of. 101, teléfono (57) (1) 248 29 07, Bogotá, Colombia. apulecio@etb.net.co.


ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia