

**MOODY'S
INVESTORS SERVICE**

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

Investigación de Crédito Global – 8 de Octubre de 2015

Colombia

Calificaciones

Categoría	Calificación Moody's
Perspectiva	Estable
Calificación del Emisor	Baa2

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] Interconexion Electrica S.A. E.S.P.

	2009	2010	2011	2012	2013
(FFO + Interés) / Interés	3.1x	4.5x	3.1x	3.7x	5.0x
FFO / Deuda	20.9%	21.7%	11.8%	20.7%	26.0%
Deuda / Activos Fijos	74.1%	76.6%	87.7%	75.8%	72.9%
RCF / Deuda	12.1%	12.4%	2.7%	7.1%	14.6%

[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

- Estructura de propiedad
- La nueva Estrategia Corporativa 2020 es positiva en términos de calificación crediticia mientras que la reorganización de las operaciones de transmisión Colombianas es neutra en términos de calificación crediticia.
- Un marco regulatorio relativamente transparente y una exposición volumétrica limitada respaldan los flujos de caja
- Las subsidiarias extranjeras del Grupo tienen un impacto limitado sobre la calificación
- La financiación prudente de las iniciativas de crecimiento
- Se estima que las métricas crediticias se debilitarán pero permanecerán acordes con la categoría de la calificación

ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductora e Interpreté Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

Perfil Corporativo

Con sede principal en Medellín, Interconexión Eléctrica S.A., E.S.P. (ISA) es la compañía más grande de transmisión eléctrica en Colombia (calificación soberana Baa2; estable). Desde 2014, su subsidiaria de propiedad 100% INTERCOLOMBIA E.S.P. S.A. (INTERCOLOMBIA), ha estado a cargo de la operación y mantenimiento de los activos de transmisión y ha prestado estos servicios y de ingeniería a terceros. Su participación actual en el mercado es cercana a 71.4% en términos de ingresos generados en el Sistema Interconectado de Transmisión Nacional (STN). Las operaciones de transmisión están sujetas a la supervisión de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

La compañía también posee participación directa e indirecta en un portafolio de compañías subsidiarias de transmisión de energía que incluyen 99.99% en la colombiana Transelca y en ISA Bolivia, así como el 66.86% del cual es propietaria (excluyendo acciones preferenciales) en ISA Capital do Brasil. Esta última compañía controla el 89.5% de las acciones ordinarias con derecho a voto (38% de las acciones de capital) de la Brasileira Companhia de Transmissao de Energia Electrica Paulista (CTEEP).

En Perú, posee, directa e indirectamente, participación accionaria en ISA Perú (100%), Red de Energía del Perú (60%) y Consorcio Transmataro (60%; Baa3, estable) cuyas participaciones colectivas en el mercado totalizan actualmente alrededor del 65%. ISA además posee, directa o indirectamente, una participación del 100% en Interchile, la cual fue creada en 2013 y actualmente intenta obtener cuatro proyectos de transmisión en Chile. Otras subsidiarias de ISA son Interconexión Eléctrica Colombia – Panamá (participación del 50%) y Compañía de Expertos en Mercados XM (la coordinadora colombiana de operaciones de energía; participación del 99.7%).

El grupo también presta servicios de transporte de datos de telecomunicaciones vía fibra óptica en Colombia, Perú, Venezuela, Chile, Brasil, Argentina y Ecuador a través de sus subsidiarias Internexa y Transnexa. Las operaciones del grupo además incluyen cinco concesiones viales a través de Intervial Chile (donde la propiedad indirecta de ISA en las concesiones es entre 75% y 100%).

El gobierno de Colombia es el accionista mayoritario de ISA (51.41% de participación). Otros accionistas mayoritarios incluyen Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (10.17%); Ecopetrol (5.32%) y Empresa de Energía de Bogotá (1.67%). El 31.44% restante es de propiedad del público, incluyendo inversionistas institucionales (18%). De manera similar a otras entidades controladas públicamente, ISA está sujeta a control fiscal bajo la Contaduría General de la Nación y requiere la aprobación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público para incurrir en nuevas deudas u otorgar garantías.

A 30 de Junio de 2015, ISA reportó un consolidado de activos, endeudamiento y flujos de caja de operaciones (CFO, por sus siglas en inglés) de los Últimos Doce Meses por aproximadamente US\$10.2 mil millones, US\$4.1 mil millones y US\$667 millones, respectivamente. ISA dejó de publicar estados financieros trimestrales individuales tras la reorganización de sus operaciones de transmisión en Colombia. Al cierre del año 2014, ISA registró de forma individual activos, flujos de caja de operaciones (CFO, excluyendo dividendos de subsidiarias) y deudas (excluyendo préstamos inter-compañías de subsidiarias) en aproximadamente 38%, 35.3% y 15% del consolidado de activos, flujos de caja y deuda, respectivamente.

Razonamiento de la Calificación

Dado que el gobierno colombiano es el accionista mayoritario de ISA, ISA 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). Como se explica más adelante, esta metodología incorpora cuatro componentes, a saber: (1) calificación soberana de Colombia (Baa2, estable), (ii) evaluación de Moody's de una probabilidad media de un apoyo extraordinario del gobierno, (iii) un alto nivel de dependencia, así como, (iv) la Base de Evaluación Crediticia de ISA, (BCA, por sus siglas en inglés) de baa2, con base en una escala de aaa hasta c en donde aaa indica la calidad crediticia más alta.

La BCA de ISA es una representación de su capacidad crediticia intrínseca antes de considerar un posible apoyo extraordinario del gobierno. La BCA tiene en cuenta la posición principal de sus operaciones de transmisión en Colombia, su exposición volumétrica limitada, el perfil de riesgo bajo de negocios de estas operaciones así como la ausencia de implicaciones crediticias derivadas de la implementación de la reorganización de sus operaciones colombianas. La calificación tiene en cuenta que la implementación de la Estrategia Corporativa 2020 ha ayudado a mejorar la rentabilidad del grupo, mientras que asume que ISA además contribuirá a una expansión disciplinada a medida que el grupo busque oportunidades significativas de crecimiento en Colombia y otros países de la región con marcos regulatorios transparentes. La calificación reconoce la importancia de las subsidiarias extranjeras del grupo pero el impulso es modesto debido a la capacidad limitada de dichas subsidiarias para repartir dividendos en el inicio de sus programas materiales de inversión y las obligaciones de pago de deuda. La calificación asume la independencia financiera y operacional suficiente entre ISA y la mayoría de éstas subsidiarias, particularmente las operaciones en Brasil y Chile.

La calificación asume que estas inversiones serán financiadas de manera prudente y que el resultado del proceso de revisión de tarifas de transmisión que se encuentra en curso en Colombia será en general un soporte crediticio de tal manera que ISA podrá registrar en el futuro indicadores crediticios que permanecerán alineados con la categoría crediticia Baa. Otros factores clave que equilibran la calificación incluyen la dependencia material de ISA a los mercados de capital para financiar necesidades de flujo de caja aunque su perfil actual de vencimiento de deuda se considera manejable. La calificación también considera el riesgo de tasa cambiaria limitada de moneda extranjera del grupo.

CONSIDERACIONES DETALLADAS DE LA CALIFICACIÓN

ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD

El gobierno colombiano no garantiza las obligaciones de deuda de ISA y no hay evidencia de que esto podría cambiar en el futuro; sin embargo, consideramos que existe una probabilidad "media" de un apoyo del gobierno en caso de dificultades por diversas razones, entre ellas la actual participación del 51.41% y la importancia estratégica de las operaciones de la compañía para la economía del país. Nuestra estimación de "alta" dependencia de incumplimiento refleja la importante exposición de Colombia a los mismos riesgos que aquellos que pudieran afectar la calidad crediticia de las operaciones domésticas de ISA y nuestra expectativa de que existe una elevada probabilidad de que el gobierno e ISA incumplan simultáneamente debido a factores de riesgo comunes.

ENFOQUE DE LA ESTRATEGIA CORPORATIVA 2020 SOBRE RENTABILIDAD ES POSITIVA EN TÉRMINOS CREDITICIOS

La Estrategia Corporativa 2020 de ISA busca ampliar la huella del grupo mientras que se concentra en la mejora de la rentabilidad y la eficiencia de sus negocios principales. Está dirigida a triplicar sus utilidades consolidadas en el año 2020 presentando ofertas en licitaciones donde se puedan generar altos rendimientos, así como la captura de ahorros OPEX. Observamos que al cierre del ejercicio 2014, ISA registró un margen operativo consolidado de 47.9%. Esto representó una reversa de la tendencia a la baja registrada en los últimos años, superando el nivel de 46.5% registrado al cierre del ejercicio 2012 (2013: 43,1%), positivo en términos crediticios.

La gerencia se ha concentrado en capturar sinergias de adquisiciones dados los programas de inversión significativos del grupo en Colombia, Brasil, Perú y Chile, mientras que ha adoptado un enfoque de cartera en la evaluación de nuevas oportunidades de inversión. A pesar de encontrarse pre-calificada, ISA no ha participado en ninguno de los proyectos de concesiones viales que actualmente se han licitado en Colombia; sin embargo, no ha descartado la posibilidad de participar en la cuarta ola. ISA considera que podría aprovechar los conocimientos adquiridos en los últimos años en sus operaciones de concesiones viales chilenas. Posibles alianzas en sus ofertas podrían reducir los riesgos y la carga financiera. Esto es positivo en términos crediticios, lo cual se ha usado anteriormente en otros esfuerzos. Por ejemplo, la subsidiaria de ISA, Internexa, firmó un acuerdo con las subsidiarias brasileñas de la International Finance

Corporation (IFC; calificación Aaa, estable) y la administradora de fondos de inversión (IGF) para participar en la financiación y estructuración de los proyectos de telecomunicaciones y TI en Brasil. Para ello, la subsidiaria INTERNEXA Participacoes recibirá aportes de capital que inicialmente sumarán hasta US \$ 50 millones. Igualmente, Empresas de Energía de Bogotá S.A., E.S.P. (EEB) tiene una participación minoritaria del 40% en REP y CTM, las subsidiarias de transmisión peruanas de ISA.

REORGANIZACIÓN DE LAS OPERACIONES DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA DE COLOMBIA: CALIFICACIÓN CREDITICIA NEUTRAL

La implementación el año pasado de la reorganización de las operaciones de transmisión colombianas requirió aprobaciones de los titulares de bonos, accionistas y de las entidades reguladoras. ISA capitalizó a INTERCOLOMBIA con aportes en efectivo y en especie que suman alrededor de US\$30 millones. De forma significativa, también organizó acuerdos con el operador del sistema, XM, para una división de flujo de caja mediante la cual INTERCOLOMBIA e ISA reciben directamente 20% y 80%, respectivamente, de la remuneración por transmisión programada. La división de flujos de caja permite a INTERCOLOMBIA recuperar sus costos operativos y aprovechar los excesos de flujo de caja (2014: alrededor de US\$7 millones). No obligar a ISA a depender totalmente del reparto de dividendos de INTERCOLOMBIA ayuda a mitigar las consideraciones sobre subordinación estructural.

Esto es positivo en términos crediticios, si se considera particularmente que ISA ha conservado toda la deuda pendiente (al cierre de Junio de 2015, alrededor de US\$656 millones) relacionada con el negocio de transmisión de Colombia. ISA también incurrirá en nuevos endeudamientos necesarios para financiar nuevas iniciativas de inversión que le sean adjudicadas bajo los procesos de convocatoria realizados por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), el organismo administrativo especial del Ministerio de Minas y Energía (MME). Aunque INTERCOLOMBIA llevará a cabo la construcción de nuevas estructuras de transmisión, no se espera la emisión de endeudamiento en INTERCOLOMBIA.

En una nota menos positiva, esta reorganización de alguna manera limita la comparación del desempeño financiero individual histórico de ISA de forma individual para evaluar los efectos de la implementación de la Estrategia Corporativa 2020 sobre estas operaciones.

SE ESPERA QUE EL RESULTADO DE LA REVISIÓN DE TARIFAS DE TRANSMISIÓN EN CURSO DE LA CREG SEA UN SOPORTE CREDITICIO

La visibilidad de los flujos de caja operacionales de ISA constituye un factor positivo desde una perspectiva crediticia, dado que mejora la capacidad de la compañía para cumplir su deuda pendiente. Sus activos de transmisión son de larga vida, con un riesgo operacional 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 empresas de transmisión en Colombia (en total son nueve) representan alrededor del 90% de la participación del mercado donde ISA y Transelca representan alrededor del 80% en el futuro previsible. La muy limitada exposición volumétrica de la remuneración de estas compañías también es un factor crediticio positivo. Observamos además que los costos de la transmisión también están vinculados a la inflación, pero les faltan ajustes por cambios en la tasa cambiaria (USD/moneda local), como es el caso en otras jurisdicciones, un factor crediticio negativo.

Los activos de transmisión que entraron en operación antes de 2000 siguen representando la mayor parte de su base de activos. Las tarifas asociadas a los activos de ISA que entraron en operación antes de 2000 se establecieron en 2009 y se basan en un costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés) del 11,5%, que se aplica sobre el valor nuevo de reposición de los activos (VNR). Estas tarifas están sujetas a la revisión de la CREG cada cinco años; sin embargo, los cambios de la CREG a las metodologías para establecer el WACC y las nuevas tarifas han dado lugar a retrasos en el resultado. La mayoría de los interesados anticipan una revisión a la baja del WACC para reflejar la prima de riesgo país más bajo, pero su efecto podría ser compensado por ciertos factores considerados bajo la nueva

metodología. Los cambios propuestos de la CREG en la metodología de tarifas de electricidad (para las empresas de distribución y transmisión) son más significativos e incluyen la consideración de utilizar el valor depreciado optimizado de la base de activos en lugar del VNR con el fin de incentivar las inversiones. Esto agrega cierta incertidumbre respecto del impacto financiero de esta revisión tarifaria actual sobre las empresas de transmisión y distribución eléctrica, un factor crediticio negativo. Ahora se espera el resultado durante el 2016. Entendemos que la CREG está teniendo en cuenta los comentarios y aportes de las partes interesadas antes de tomar una decisión final, un factor crediticio positivo. Este enfoque es compatible con nuestra visión del soporte de crédito global del marco regulador colombiano y la relación de la CREG con las empresas de servicios públicos. En nuestra opinión, a pesar de que siguen sujetos a un mayor desarrollo, este marco ha estado en vigor durante más de quince años, aunque todavía sujeto a cambios, y se compara bien con los de otros países de América Latina en términos de previsibilidad y transparencia.

Durante 2014, ISA puso en operación ocho proyectos, entre ellos el proyecto de transmisión Sogamoso, el cual entró en operación en Agosto de 2014 (fecha inicial: junio de 2013). El año pasado, además ganó tres nuevos proyectos (ingresos anuales: US\$21 millones). ISA ha destinado inversiones en exceso de más de US\$750 millones en los próximos tres años (2015: US\$189 millones). La calificación supone que seguirá participando en nuevas iniciativas de transmisión en Colombia. Por ejemplo, se identificaron proyectos con un valor total de referencia de US\$260 millones en el último Plan de Expansión de la UPME. Esta entidad coordina el proceso de convocatoria pública para asignar estos proyectos. La remuneración de estos activos (puestos en operación después de 2000) están sujetos a los términos de la oferta ganadora para los primeros 25 años de operación, lo cual incluye ingresos anuales estimados en USD junto con los gastos de Administración, Operación y Mantenimiento, y los costos de oportunidad del capital invertido. Después de 25 años, estos activos se someterán a los cargos de transmisión de la CREG (activos anteriores a 2000) y revisiones tarifarias.

En una nota menos positiva, al igual que otros países de Latinoamérica, los proyectos de transmisión en Colombia enfrentan desafíos para obtener derechos de tránsito, servidumbres y permisos ambientales. Sin embargo, también se observa el aumento de la participación de la autoridad colombiana encargada de las licencias ambientales (ANLA) que se creó en Septiembre de 2011 para mejorar el proceso de toma de decisiones con el fin de obtener dichas autorizaciones para proyectos clave. Si el patrocinador del proyecto logra demostrar que el retraso debe considerarse un evento de Fuerza Mayor que supera su control, el MME aprobará la prórroga del plazo de ejecución, un factor crediticio positivo. Entendemos que este fue el caso del proyecto de transmisión de Sogamoso que se mencionó anteriormente. Sin embargo, consideramos una debilidad crediticia que los daños causados por ataques terroristas no se consideren Fuerza Mayor. El año pasado, 57 torres (2012: 88) fueron atacadas con costos de recuperación asociados de alrededor de US\$5 millones. Dicho esto, la empresa se compensa a través de tarifas por los costos asociados con la reparación de los activos de transporte atacados que entraron en funcionamiento antes de 2000, mientras que los costos derivados de los activos posteriores a 2000 se consideran en la oferta presentada. Se debe anotar que la compañía ha sido capaz de enfrentar estos ataques sin mayores consecuencias en los servicios eléctricos en el país.

BENEFICIOS DE LA DIVERSIFICACIÓN...

La calificación de ISA reconoce el tamaño y los beneficios de la diversificación asociados a las operaciones del grupo fuera de Colombia, en particular las de Brasil (deuda 2Q2015: alrededor de US\$666 millones o 16.2% de la deuda consolidada, de las cuales 40.5% y 44.3% estaban pendientes de pago en CTEEP e ISA Capital, respectivamente), Perú (deuda: US\$864 millones; 21% de la deuda consolidada) y Chile (deuda: US\$1.75 mil millones; 42.5%). Para 2014, su contribución a la EBITDA del grupo (sin ajustes por intereses minoritarios) representó el 11.3% (Brasil), 14.7% (Perú), 34.4% (Chile), respectivamente.

Las calificaciones de ISA consideran la dependencia general modesta pero creciente sobre los dividendos recibidos de sus otras subsidiarias para pagar su deuda. Estos dividendos aún representan menos del 30% de los flujos de caja operativos (los cálculos CFO de Moody's consideran los gastos por intereses y los ingresos, así como los dividendos recibidos). Por ejemplo, durante 2014 éstas representaron alrededor

ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductora e Interpreté Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

del 30% de los flujos de efectivo de operación de ISA de forma individual; sin embargo, todavía se espera que las subsidiarias colombianas representen la mayor parte de estos dividendos, en especial Transelca que el año pasado casi duplicó sus repartos (2014: US\$54 millones; 2013: US\$29 millones), lo cual representa alrededor del 74% del total de efectivo llevado hacia arriba (*upstreamed*). También observamos que ISA utiliza préstamos entre compañías para liberar dinero atrapado en sus subsidiarias. Esto se aproximó a US\$150 millones al cierre del año 2014, principalmente de Transelca (alrededor de US\$112 millones), Internexa (alrededor de US\$13 millones), e ISA do Brasil (cerca de US\$24 millones). El vencimiento de este último es ahora diciembre de 2016 (antes, Diciembre de 2014), mientras que los préstamos de Transelca a su empresa matriz están programados para vencer entre octubre 2022 y 2027. ISA también informó al cierre del ejercicio 2014 las cuentas por cobrar pendientes con algunas de estas subsidiarias clave (Transelca: alrededor de US\$25 millones) y al mismo tiempo usaba préstamos de accionistas entre compañías para ayudar a que algunas de sus subsidiarias internacionales financien sus programas de gasto de capital (ISA Maule: \$ 108 millones).

...PERO CONSIDERACIONES DE CALIFICACIÓN LIMITADA DE LAS OPERACIONES EXTRANJERAS

Tenemos en cuenta a las subsidiarias peruanas en nuestra evaluación analítica de ISA dados los aportes de capital y garantías de la compañía (en proporción a su participación) otorgadas a los prestamistas para financiar las obras de construcción actuales de CTM si son incapaces de completarlas. Esto sigue siendo una consideración clave en la calificación de CTM, tal y como se detalla en la Opinión de Crédito publicada en nuestra página web. Sin embargo, anticipamos que los dividendos provenientes de Perú, en particular de CTM, seguirán siendo modestos antes de 2017. En Perú, la cartera actual de proyectos del grupo se aproxima a US\$ 700 millones.

ISA también ha otorgado garantías para los acuerdos financieros suscritos por EPR hasta 2027 (cierre de año de 2014: US\$ 36,4 millones) e Internexa (US\$ 32,8 millones; hasta el año 2017) y a la vez entregó en prenda sus acciones en ISA Bolivia (alrededor de US\$10 millones hasta 2019) y REP (US\$47 millones hasta 2031) como garantías de servicio de la deuda. Entendemos que ISA no tiene planes de ofrecer garantías adicionales significativas en nombre de sus subsidiarias de telecomunicaciones y transmisión existentes.

ISA continúa la búsqueda de nuevas oportunidades de crecimiento en los sectores de transmisión y concesiones viales en Chile. Estos proyectos también se adjudican en virtud de licitaciones públicas organizadas por las autoridades. En 2012 y 2014, ISA ganó tres proyectos de transmisión (unos 917 kilómetros en redes) con tiempo de construcción estimado de cinco años. Entendemos que la mayor parte del gasto de capital (alrededor de US\$1000 millones) comenzó este año y se espera que su punto máximo sea durante el 2016 (más de US\$400 millones) antes de la finalización prevista en 2017. Se espera que los ingresos anuales aproximados de los proyectos durante los primeros veinte años sean de US\$80 millones; a partir de entonces, los proyectos estarán sujetos a tarifas de transmisión reguladas, un factor crediticio positivo. Dada la transparencia y la estabilidad del marco regulatorio chileno y la experiencia de ISA en el sector de transmisión, creemos que estas inversiones son un factor positivo en términos crediticios aunque no exenta de riesgos, dada la oposición ambiental y social en Chile frente a los nuevos proyectos de transmisión. Dicho esto, entendemos que ISA está progresando en la consecución de los derechos de paso, un factor crediticio positivo, y que su cronograma de culminación incorpora alguna libertad de acción para abordar los riesgos inherentes asociados a este tipo de proyectos.

También reconocemos las calificaciones de grado de inversión del endeudamiento contraído para financiar partes de tres de su cinco concesiones viales, a saber, la Ruta del Maipo (Baa3; Estable), Ruta del Maule (Baa3, estable) y la Ruta del Bosque (Baa3; Estable). Las otras dos concesiones viales no se han valorado públicamente; sin embargo, la calificación de ISA incorpora la expectativa de que los dividendos recibidos de las concesiones viales estén sujetas a una prueba de distribución y utilizarán en gran medida para financiar iniciativas de crecimiento (oportunidades identificadas: US\$500 millones), así como para pagar el préstamo entre compañías pendiente concedido a ISA Inversiones Maule (saldo actual alrededor de

US\$108 millones) para ayudar a financiar la adquisición en 2011 de la participación minoritaria del 40% (importe total US \$ 211 millones).

La calificación de ISA también tiene en cuenta que no se fundamenta en flujos de efectivo ascendentes de sus operaciones en Brasil, a pesar del préstamo entre compañías de ISA Brasil mencionado anteriormente, y que no tiene intención de hacer ningún aporte de capital para ayudar en la financiación de los programas sustanciales de gasto de capital de las subsidiarias de CTEEP. Siguiendo la renovación acelerada del contrato de concesión 059-2001 en enero de 2013, los flujos de caja operativos de CTEEP disminuyeron de forma significativa (alrededor de una reducción de ingresos 70%) con el fin de recuperar únicamente los gastos de operación y mantenimiento incurridos más una cuota que ha reducido su capacidad de hacer cualquier reparto material de dividendos. La calificación de ISA prevé que ISA Capital do Brasil utilizará los dividendos recibidos para hacer los pagos de las cantidades pendientes en virtud de los bonos ofrecidos pero no redimidos (alrededor de US\$30 millones), así como las acciones preferentes redimibles emitidas en 2010 (BRL 816.7 millones equivalente a alrededor de US\$200 millones), que vence en 2020. Consideramos además que ISA no está expuesta a las cláusulas de incumplimiento cruzado frente a ninguna deuda incurrida por CTEEP para fundamentar nuestra opinión sobre el grado suficiente de independencia operacional y financiera que existe entre ISA y las actividades de CTEEP. La calificación de ISA asume que CTEEP e ISA Capital do Brasil serán capaces de pagar la totalidad de sus obligaciones financieras pendientes; sin embargo, también creemos que cierto riesgo reputacional podría incentivar a ISA a proporcionar apoyo financiero a sus subsidiarias brasileñas si su efectivo disponible resulta insuficiente para pagar la deuda al vencimiento. Entendemos que CTEEP todavía está a la espera de la última cuota del saldo de BRL1.4 mil millones que no se le pagó por adelantado en 2013 de la indemnización por BRL2.9 mil millones por la renovación anticipada de los activos de transmisión de CTEEP (posteriores a mayo de 2000). En una nota positiva, el pago diferido será ajustado para reflejar el Índice Nacional Amplio de Precios al Consumidor (IPCA, por sus siglas en inglés), además del WACC. CTEEP ha destinado estas cantidades para pagar su deuda pendiente que vence también este año. El valor de la indemnización por los activos de transmisión que comenzaron a operar antes de mayo de 2000 todavía está pendiente, un factor crediticio negativo, en nuestra opinión, del entorno normativo brasileño. La calificación supone que el valor se establecerá en poco tiempo y que será suficiente para al menos pagar a CTEEP la deuda pendiente. Dicho esto, es probable que la recuperación se produzca incorporada en las tarifas y durante el resto del período de concesión, un factor crediticio negativo. Como se mencionó anteriormente, ISA planea seguir haciendo crecer sus operaciones en Brasil (incluso a través de asociaciones) y para ello ha destinado más de US\$700 millones en potenciales desembolsos de capital.

SE ESPERA QUE LOS INDICADORES CREDITICOS PERMANEZCAN ACORDES CON LA CATEGORÍA DE LA CALIFICACIÓN

Según lo señalado en el cuadro anterior, ISA continúa reportando indicadores crediticios que son acordes con la categoría de calificación Baa de conformidad con las pautas en virtud de la metodología de Redes Reguladas de Electricidad y Gas publicada en Octubre de 2014. La calificación de ISA asume que el resultado de la revisión tarifaria que se encuentra en curso en Colombia será un soporte crediticio aunque pudiera resultar en una reducción de la tasa que no sea lo suficientemente sustancial para poner en peligro de forma significativa la integridad financiera de ISA. La calificación también asume que la rentabilidad del grupo seguirá beneficiando la Estrategia Corporativa 2020 y que las nuevas inversiones se financiarán de manera prudente. También asume que su razón de pago objetivo no excederá de 70% de su ingreso neto distribuible. De manera importante, mientras la BCA prevé un deterioro del indicador crediticio individual de ISA a medida que la compañía incurra en nuevo endeudamiento para financiar estos nuevos proyectos, también asume que seguirán estando bien posicionados dentro de la categoría de calificación Baa; en concreto, se estima que sus Fondos provenientes de Operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) con promedio de 3 años frente a la deuda, la cobertura de intereses y el Flujo de Caja Retenido (RCF, por sus siglas en inglés) frente a la deuda se sitúe alrededor del 15%, y excederá 3,5 veces y el 7%, respectivamente. También ganamos tranquilidad adicional con la prueba de incumplimiento incluida en la documentación financiera de la compañía que requiere que la deuda neta a EBITDA permanezca por debajo de 4x, lo cual pone límites a la capacidad de ISA de incurrir en deuda incremental en ausencia de una generación de EBITDA de respaldo adicional, un factor crediticio positivo.

En 2015, ISA comenzó a preparar sus estados financieros de acuerdo con las normas internacionales de información financiera. Nosotros entendemos que la mayoría de los cambios no afectan nuestros cálculos sobre métricas de crédito claves a excepción de la obligación de registrar bajo endeudamiento financiero determinados contratos de arrendamiento (impacto modesto), así como las obligaciones de capital de acciones preferentes de ISA Capital do Brasil en los estados financieros consolidados (previamente registrados en intereses minoritarios).

Perfil de Liquidez

La calificación de ISA se modera por su dependencia a los mercados de capitales para financiar sus necesidades de capital y para cubrir los déficits de efectivo inesperados en ausencia de líneas de crédito comprometidas. Históricamente, esta debilidad se ha compensado en cierta medida por los altos saldos de efectivo y los títulos valores negociables de ISA. A finales de Junio de 2015, ISA reportó efectivo e inversiones a corto plazo de forma consolidada e individual en alrededor US\$728 millones y US\$274 millones, respectivamente.

Entendemos que al cierre del año 2015, ISA mantendrá como mínimo un saldo de US\$50 millones de efectivo e inversiones a corto plazo a pesar de un uso importante de ello este año para ayudar a financiar sus requerimientos de capital (más de US\$200 millones), lo cual incluye aportes de capital a sus subsidiarias pero también reembolsos de deudas (total de vencimientos en 2015 por cerca de US\$35 millones). La calificación también considera que el perfil de vencimiento de la deuda de ISA se mantendrá manejable con menos de US\$ 15 millones adeudados al cierre del año, seguidos por aproximadamente US\$100 millones y US\$50 millones con vencimiento en 2016 y 2017, respectivamente.

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva estable de la calificación baa2 BCA de ISA y la calificación de Emisor Baa2 refleja la expectativa de Moody's para la generación de flujo de efectivo predecible, continua a partir de los negocios esenciales de transmisión en Colombia, junto con el manejo prudente de los programas de gasto de capital del grupo para las subsidiarias extranjeras. La perspectiva estable también implica según nuestras expectativas que el crecimiento futuro será logrado únicamente en los negocios regulados y que esas inversiones serán financiadas apropiadamente de tal forma que ISA continuará reportando indicadores que sean razonables con la categoría de calificación Baa de conformidad con las pautas establecidas en la metodología de redes reguladas de Moody's.

Lo Que Puede Cambiar la Calificación Hacia Arriba

Es poco probable que haya presión al alza sobre la calificación positiva de ISA dado que la calificación soberana del gobierno de Colombia es Baa2 con perspectiva estable. Adicionalmente, la calificación está limitada por el deterioro esperado de sus indicadores crediticios clave aunque se espera que se mantengan en consonancia con la categoría de calificación Baa.

Lo Que Puede Cambiar la Calificación Hacia Abajo

La BCA de ISA podría bajar y/o la calificación de Emisor podría desmejorar como resultado de un deterioro percibido en el apoyo crediticio del marco regulatorio colombiano. Una acción de calificación negativa podría ser también activada si no se demuestra que es correcta nuestra suposición clave respecto del progreso sin contratiempos de las nuevas iniciativas de crecimiento de las subsidiarias extranjeras, particularmente en Perú y Chile. También podría haber una calificación hacia abajo si el apalancamiento resulta ser más alto que lo actualmente esperado o por un deterioro material en los indicadores crediticios. Específicamente si su FFO con promedio de 3 años frente a la deuda, la cobertura de intereses y el RCF frente a la deuda caen por debajo de 12.5%, 3.0x, y 7%, respectivamente, de forma sostenible.


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

Otras Consideraciones

La política de riesgo de tipo de cambio de la Gerencia se esfuerza por optimizar la cobertura natural asociada a las operaciones del grupo de forma que el desglose por monedas de la deuda refleje los flujos de ingresos esperados. En este sentido, más del 90% de la deuda autónoma pendiente de ISA está denominada en pesos colombianos con endeudamiento en dólares norteamericanos que representan el remanente. Además, alrededor del 75% de la deuda de ISA denominada en pesos colombianos está indexada al Índice de Precios al Consumidor para protegerse contra las variaciones de la inflación.

Evaluamos la BCA de ISA principalmente en relación con la metodología de Redes Reguladas de Electricidad y Gas de Moody's publicada en Octubre de 2013. Como se representa en el siguiente cuadro, la calificación de la BCA indicada por el emisor con base en los indicadores crediticios tanto históricos como proyectados es Baa2, lo mismo que su actual BCA asignada.

Factores de Calificación

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Redes Eléctricas y de Gas Reguladas [1] [2]	12/31/2013		Visión a Futuro* a 12-18 meses de Moody's a Agosto de 2014	
Factor 1: Ambiente Regulatorio y Modelo de Propiedad de (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		A
b) Escala y Complejidad del Programa de Capital		Baa		Baa
Factor 3: Estabilidad del Modelo de Negocios & Estructura Fin (10%)				
a) Capacidad & Disposición para Intentar Actividad de Oportunidades Corporativas		B		Baa
b) Capacidad & Disposición para Aumentar Apalancamiento		Baa		Baa
c) Proporción Objetivo de Utilidad Op. Fuera de Actividad Principales		B		A
Factor 4: Indicadores Crediticios Clave* (40%)				
a) (FFO + Int. Exp) / Int. exp (Prom. 3 años)	4.7x	A	3.5x-5.0x	A
b) Deuda / Activos Fijos (Prom. 3 años)	78.8%	Ba	60-75%	Baa
c) FFO / Deuda (Prom. 3 años)	19.5%	A	15-22%	A
d) RCF / Capex (Prom. 3 años)	1.2x	Baa	<0.5x	B
Calificación:				
Calificación BCA Indicada de Cuadro		baa2		baa2
BCA Actual Asignada		baa2		baa2

* 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. [2] A 12/31/2013; Fuente: Moody's Financial Metrics.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para obtener las calificaciones crediticias referenciadas en esta publicación, favor consultar la pestaña de calificaciones en la página del emisor/entidad en <http://www.moody's.com> para obtener la información de calificación crediticia más reciente y la historia de calificación.

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

**MOODY'S
INVESTORS SERVICE**

© 2015 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, 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 DE CALIFICACIÓN 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 PUBLICACIONES DE MOODY'S TAMBIÉN PUEDEN INCLUIR ESTIMADOS BASADOS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS QUE SEAN PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. 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, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO COMPRAR, RETENER, O VENDER.

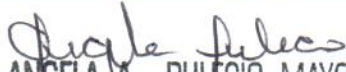
LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO TIENEN EL PROPÓSITO DE SER USADAS POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y SERÍA UN DESCUIDO POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS CONSIDERAR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PARA TOMAR DECISIONES DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBE CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

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 PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATEADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHS 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 se consideran 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 o al preparar las Publicaciones de Moody's.

Hasta donde lo permita la ley, MOODY'S y sus directores, funcionarios, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores desconocen la responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental de ningún tipo que surja de o en relación con la información incluida en este documento o del uso o de la incapacidad de usar tal información, incluso si se hubiera advertido a MOODY'S o a cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores con anterioridad sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o futuros o (b) cualquier pérdida o daño causado en el cual el instrumento financiero en cuestión no es objeto de una calificación crediticia concreta asignada por MOODY'S.

Hasta donde lo permita la ley, MOODY'S y sus directores, funcionarios, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores desconocen la responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causado a cualquier persona o entidad, incluyendo, pero no limitado a, por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar dudas, no puede ser excluido por ley) de parte de, o cualquier contingencia dentro o fuera del control de, MOODY'S o de cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, que surja de o en relación con la información incluida en este documento o del uso o de la incapacidad para usar tal información.


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

TRADUCCIÓN OFICIAL No. 189-15 DE UN DOCUMENTO ESCRITO EN INGLÉS

MOODY'S

Angela Pulecio – Traductora Oficial

MOODY'S NO HACE NI CONCEDE DE NINGUNA FORMA O MANERA, NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, RESPECTO DE LA EXACTITUD, ACTUALIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN FIN ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc. una agencia calificadoradora 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, los instrumentos de deuda, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificadas por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, retribuir a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de análisis y calificaciones mediante honorarios que oscilan entre los 1.500 dólares hasta aproximadamente 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's.com, bajo el capítulo "Investor Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy".

Para Australia únicamente: Cualquier publicación que se haga en Australia de este documento se hace a través de la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según sea aplicable). Este documento tiene el propósito de ser suministrado únicamente a "clientes mayoristas" según el significado que 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 el significado que se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. La calificación crediticia de MOODY'S 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 clientes minoristas. Sería peligroso que los clientes minoristas tomaran la decisión de hacer una inversión con base en esta calificación crediticia de MOODY'S. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.

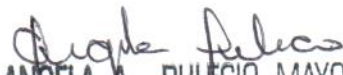
Únicamente para Japón: MOODY'S Japan K.K. ("MJKK") es una agencia calificadoradora subsidiaria 100% de propiedad de MOODY'S Group Japan G.K., la cual es de propiedad total de Moody's Overseas Holdings Inc., una subsidiaria de propiedad total de MCO. Moody SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia calificadoradora subsidiaria 100% de propiedad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO" por sus siglas en inglés). Por lo tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son calificaciones crediticias No NRSRO. Las Calificaciones Crediticias No NRSRO son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, en consecuencia, la obligación calificada no clasificará para ciertos tipos de tratamiento bajo las leyes de Estados Unidos. MJKK y MSFJ son agencias de calificación de crédito registradas ante la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro con Comisionado de la FSA (Calificaciones) N° 2 y 3 respectivamente.

MJKK o MSFJ (según corresponda) por el presente documento declaran que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos los bonos corporativos y municipales, los instrumentos de deuda, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificadas por MJKK o MSFJ (como corresponda) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, retribuir a MJKK o MSFJ por sus servicios de análisis y calificaciones mediante honorarios que oscilan entre los JPY200.000 hasta aproximadamente JPY350.000.000.

MJKK y MSFJ también cuentan con políticas y procedimientos para cumplir los requisitos reglamentarios japoneses.

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 14 de Octubre de 2015 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@outlook.com


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