

MOODY'S INVESTORS SERVICE

OPINIÓN CREDITICIA
26 de diciembre de 2016

Actualización

Califique esta Búsqueda >>>

Calificaciones

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Domicilio	Colombia
Calificación a largo plazo	Baa2
Tipo	Calificación del Emisor a largo plazo - Moneda Extranjera Estable

Perspectiva

Por favor lea la sección de calificaciones al final de este reporte para mayor información. Las calificaciones y la perspectiva mostradas reflejan información a partir de la fecha de publicación.

Contactos

Natividad Martel 212-553-4561
CFA (Autoridad Financiera del Commonwealth)
Vicepresidente y Analista Senior
Natividad.martel@moodys.com

Daniela Cuan 54-11-5129-2617
Vicepresidente y Analista Senior
Daniela.cuan@moodys.com

Alejandro Olivo 52-55-1253-5742
Director Ejecutivo Adjunto
Alejandro.olivo@moodys.com

SERVICIOS DE CLIENTE

Américas 1-212-553-1653

Asia Pacífico 852-3551-3077

Japón 81-3-5408-4100

EMEA 44-20-7772-5454
(Europa, Oriente Medio y África)

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Un Grupo Financiero Colombiano Diversificado

Resumen del Fundamento de la Calificación

La calificación del emisor Baa2 de Interconexión Eléctrica SA ESP (ISA) refleja la estructura accionaria de la compañía y los vínculos con el Gobierno de Colombia. Dada la participación mayoritaria pública (51.4%), ISA se incluye en el alcance de la metodología de clasificación de Moody para Emisores gubernamentales (GRIs, por sus siglas en inglés). Como se explica más adelante, esta metodología incorpora cuatro componentes: (i) calificación pública de Colombia (Baa2 estable), (ii) Evaluación de Moody's de una probabilidad media de soporte extraordinario del sector público, (iii) Alto nivel de dependencia, así como (iv) Evaluación Crediticia Base (BCA) de ISA de Baa2, basada en una escala desde aaa hasta c, en la cual aaa indica la calidad crediticia más alta.

La BCA de ISA de Baa2 es una representación de su capacidad crediticia intrínseca antes de considerar un soporte extraordinario potencial del sector público. La BCA capta la posición destacada de las operaciones de transmisión colombianas del grupo así como también su bajo riesgo empresarial e ingresos no volumétricos. También asume que el proceso de revisión de la tarifa de transmisión vigente será un crédito global y neutral. El acceso directo de ISA a aproximadamente el 80% del flujo de efectivo operacional de Intercolombia reduce las consideraciones de subordinación estructural que surgen de la deuda del grupo financiero comparada con el endeudamiento pendiente de sus subsidiarias.

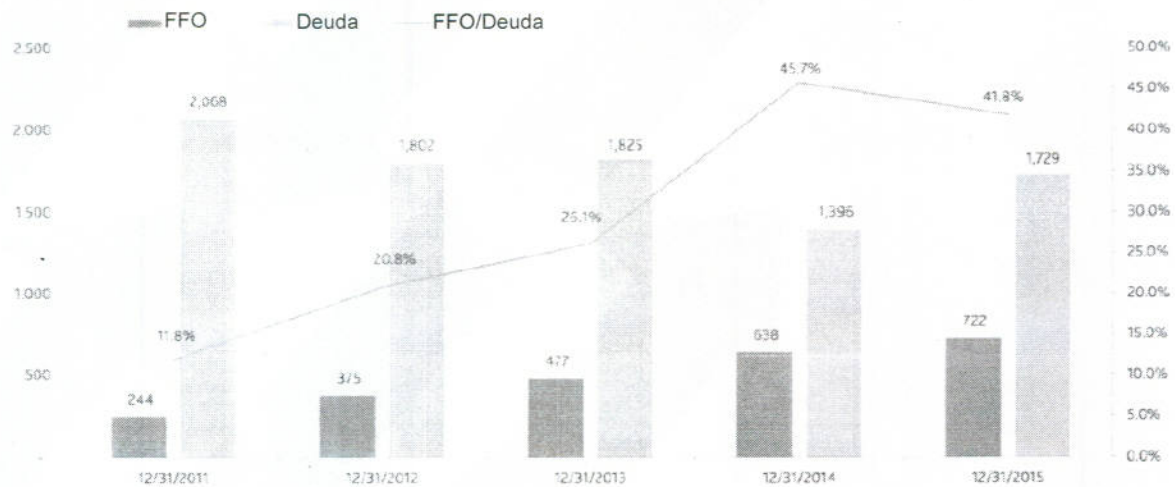
La calificación reconoce la importancia de las subsidiarias extranjeras del grupo, pero el aumento es moderado debido a la capacidad limitada de las subsidiarias para distribuir dividendos a raíz de sus programas de inversión material y obligaciones de pago de la deuda, particularmente las operaciones de transmisión en Perú, Chile y Brasil. Los factores de calificación en la Estrategia Corporativa 2020 de ISA se enfoca en el mejoramiento de la rentabilidad del grupo al aplicar selectivamente oportunidades de crecimiento en Colombia y otros países de la región con marcos regulatorios transparentes. Los factores de calificación en el riesgo limitado de tipo de cambio de moneda extranjera de ISA exponen y anticipan que las métricas crediticias de ISA se mantendrán proporcionales con la categoría de calificación Baa. La calificación es moderada por la dependencia de ISA en los mercados de capital para cumplir déficits de flujo de efectivo inesperados en ausencia de servicios de crédito bancarios comprometidos. Sin embargo, las calificaciones también reflejan el perfil de vencimiento de deuda gestionable (menos de US50 millones p.a.) y una relación de desembolso cercana al 55%.

ROBINSON A. MUÑOZ H
Traductor e Interpretador Oficial
Identificación Profesional N° 0351
Inglés - Español

MOODY'S INVESTORS SERVICE

INFRAESTRUCTURA Y FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

Gráfico 1
FFO (Fondos para la Deuda), Deuda total (en millones de dólares) y FFO para la Deuda



Fuente: Moody's Investors Service (Servicio para inversionistas de Moody's)

Fortalezas Crediticias

- >> Estructura accionaria.
- >> Tarifas de transmisión no volumétricas y mejora de la visibilidad de flujo de efectivo de ISA.
- >> Los acuerdos de pago reducen las consideraciones de subordinación estructural.
- >> Las subsidiarias extranjeras del grupo tienen un aumento limitado de la calificación.
- >> Se espera que las métricas crediticias se mantengan proporcionales con la categoría de calificación Baa mediante el enfoque sobre la rentabilidad de la Estrategia Corporativa 2020.

Desafíos Crediticios

- >> Incertidumbre en relación con la revisión de la tarifa vigente, pero se espera un resultado crediticio global y neutral.
- >> Oportunidades de crecimiento material, pero si ocurre este crecimiento, se espera que estas oportunidades sean financiadas de manera prudente.

Perspectiva en la Calificación

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que se genere un flujo de efectivo previsible y continuo desde sus principales negocios de transmisión en Colombia, junto con la gestión prudente de las oportunidades de crecimiento del grupo y las políticas financieras. La perspectiva estable que asume los Fondos de Operaciones (FFO) de ISA o Deuda, la cobertura de interés y los Flujos de Efectivo Retenidos (RCF) para la deuda (en una métrica independiente y consolidada) superarán 15%, 3.5x y 7%, respectivamente.

Factores que podrían conducir a una mejora

Es poco probable que ocurra una presión alcista en la calificación de ISA porque la calificación pública del gobierno colombiano es Baa2 con una perspectiva estable. Además, la calificación está limitada por el deterioro de sus métricas crediticias claves aunque se espera que sigan proporcionales a la categoría de calificación Baa.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para cualquier calificación crediticia referida en esta publicación, por favor vea la perspectiva de calificación en la página del emisor/entidad en www.moodys.com para acceder a la información de acción de calificación crediticia e historia crediticia actualizadas.

2 Diciembre 26 de 2016

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. Un Grupo Financiero Colombiano Diversificado

ROBINSON A. MUNOZ H
Traductor e Intérprete Oficial
Identificación Profesional N° 0351
Inglés - Español - Inglés

Success Communication Service SAS, empresa legalmente constituida ante la Cámara de Comercio de Medellín, identificada con NIT 900.332.885-0 certifica a través del traductor oficial, debidamente autorizado por el Ministerio de Relaciones Exteriores, quien firma, que este documento es una traducción oficial y verdadera correspondiente a su documento original.

Datos de contacto: E-mail: success@successcommunicationsservice.com - Número de Oficina: (054) 312 5887 - Celular: 314 7648985 - 310 828 6691.

Número de folio: 14963

Factores que conducen a un descenso

La BCA y/o la calificación del emisor de ISA podrían experimentar un descenso como resultado de su deterioro percibido en el apoyo crediticio del marco regulatorio colombiano. Una acción de calificación negativa también podría desencadenarse si no se demuestra que nuestra suposición (con respecto al buen y constante progreso de sus iniciativas de crecimiento de subsidiarias extranjeras, particularmente en Perú y Chile) es correcta. También podría ocurrir un descenso si el apalancamiento es superior al hoy esperado o por un deterioro material en las métricas crediticias. Específicamente, esto ocurriría si su promedio de 3 años de FFO para la deuda, cobertura de interés y RCF para la deuda disminuyeran a menos de 12,5%, 3.0x y 7%, respectivamente, sobre una base sostenible.

Indicadores Claves

Gráfico 2

Indicadores Claves [1]

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015
Cobertura de Interés FFO	3.1x	3.7x	5.0x	7.0x	6.2x
Deuda Neta / Activos Fijos	86.2%	71.6%	67.3%	19.9%	29.3%
FFO / Deuda Neta	12.0%	22.0%	28.3%	68.5%	51.0%
RCF / Deuda Neta	2.8%	7.6%	15.9%	43.1%	30.0%

[1] Todos los índices están basados en los datos financieros "ajustados" e incorporan los ajustes estándares y globales de Moody's para corporaciones no financieras.

Fuente: Métricas Financieras de Moody's [Moody's Financial Metrics™]

Consideraciones de Calificación Detalladas

ESTRUCTURA ACCIONARIA

El gobierno colombiano no garantiza las obligaciones de la deuda de ISA, y no existe evidencia de que esto pudiese cambiar en el futuro. Sin embargo, creemos que existe una probabilidad "media" de apoyo del gobierno en caso de dificultades por varias razones, incluyendo el interés accionario de 51,41% y la importancia estratégica de las operaciones de la compañía para la economía del país. Nuestro cálculo de dependencia de incumplimiento "alto" refleja el grado significativo al cual Colombia está expuesto a los mismos riesgos como aquellos que afectarían la calidad crediticia de las operaciones nacionales de ISA, y nuestra expectativa de que existe una probabilidad alta de que el gobierno e ISA incumplan simultáneamente debido a factores de riesgo en común.

Los cambios en la Gobernanza Corporativa implementada a inicios de este año (ahora seis miembros independientes de la Junta Directiva) reducen aún más el riesgo de interferencia política, un efecto crediticio positivo.

EJECUCIÓN DE OPERACIONES DE TRANSMISIÓN, LOS ARREGLOS DE PAGOS REDUCEN LA SUBORDINACIÓN ESTRUCTURAL

INTERCOLOMBIA opera desde 2014 brindando servicios de transmisión a ISA (participación en el mercado cercana al 71% del ingreso generado en el Sistema Interconectado de Transmisión Nacional – STN). Sin embargo, ISA acordó con el operador de la red del sistema, XM, una división de flujo de efectivo por el cual INTERCOLOMBIA e ISA directamente reciben el 20% y 80% de la remuneración de transmisión programada, respectivamente. La división de flujo de efectivo permite a INTERCOLOMBIA recuperar sus costos operacionales mientras optimiza cualquier exceso de flujo de efectivo (menos de USD 10 millones p.a.). No se obliga a ISA a depender de los dividendos de INTERCOLOMBIA, pero tiene acceso directo a la ayuda de flujo de efectivo operacional para reducir las consideraciones de subordinación estructural, particularmente considerando que mediante el seguimiento de esta reorganización ISA retuvo todo el endeudamiento pendiente. Se espera que INTERCOLOMBIA esté libre de cargas mientras ISA incurre en nuevos endeudamientos para financiar nuevas oportunidades de inversión. En septiembre de 2016, ISA registró una deuda de casi USD 490 millones equivalente, aproximadamente al 18% de la deuda consolidada.

Nuestras consideraciones de subordinación estructural también consideran que los dividendos de todas sus subsidiarias representan menos del 25% de sus flujos de efectivo operacionales (los cálculos CFO de Moody's consideran los gastos e ingresos financieros como también los dividendos recibidos), en 2015 el agregado aproximado a \$50 millones. También notamos que ISA utiliza préstamos interempresariales para liberar efectivo retenido en sus subsidiarias. Actualmente, esto consiste en préstamos interempresariales de Transelca (cerca de USD 82 millones) adeudados en 2022 y 2027 después de que el préstamo pendiente con ISA Capital do Brasil (US\$ 24 millones) fuese reembolsado en junio de 2016. ISA también usa préstamos de accionistas interempresariales para ayudar a algunos de sus subsidiarias internacionales en el financiamiento de sus programas de inversión de capital (por ejemplo, el préstamo otorgado a ISA Inversiones Maule en el cierre del ejercicio en 2015, por USD 99 millones).

3 Diciembre 26 de 2016

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. Un Grupo Financiero Colombiano Diversificado



CRECIMIENTO DEL IMPACTO DE TRANSMISIÓN MIENTRAS SE ESPERA QUE LA REVISIÓN DE LA TARIFA VIGENTE SEA UN CRÉDITO GLOBAL Y NEUTRAL

La regulación colombiana diferencia la remuneración de los activos de transmisión dependiendo de su fecha de comisión.

Remuneración de los activos de transmisión vigentes después de 2000

La Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) colombiana adjudicó estos proyectos bajo licitaciones competitivas y públicas. Para los primeros 25 años operacionales, los ingresos son fijados en USD e indexados para cambiar en la inflación local, incluyendo la recuperación de gastos de administración, operación y mantenimiento, así como los costes de oportunidad del capital invertido (de acuerdo con los términos de la licitación ganadora). Después de 25 años, estos activos estarán sujetos a los cargos de transmisión CREG (ver los siguientes activos previos al 2000) y a las revisiones de tarifas (programadas cada cinco años). ISA planea participar en la próxima serie de licitaciones de transmisión de UPME (proyectos identificados del plan de expansión con un valor de referencia total de \$414 millones). Sin embargo, los riesgos durante el periodo de construcción continúan, incluyendo aquellos relacionados con los derechos de paso y permisos medioambientales. Por ejemplo, durante 2016 estos cambios afectaron la terminación programada de cinco proyectos (de siete) que ISA está construyendo, pero las autoridades reconocieron un caso de Fuerza Mayor y extendieron la fecha de inicio de ejecución de los proyectos (entre cuatro y doce meses), un efecto crediticio positivo. Así mismo, entendemos que ninguno de ellos está sujeto actualmente a penalidades.

Remuneración de los activos de transmisión antes de 2000

Los activos de transmisión de ISA que se convirtieron en operacionales antes del año 2000 aún representan la mayor parte de sus activos. Sus tarifas se fijaron por última vez en 2008 y se basan en un 11,5% del costo promedio ponderado de capital (WACC) a ser aplicado en el valor de sustitución nuevo de los activos (VNR). Estas tarifas están sujetas a la revisión de CREG cada cinco años. Sin embargo, los cambios significativos propuestos por CREG en la metodología tarifaria eléctrica (para compañías de distribución y transmisión) han contribuido al retraso del proceso de revisión tarifario actual. La consideración dada a las opiniones de los accionistas sustenta nuestra opinión sobre el apoyo crediticio global del entorno regulatorio colombiano y la relación constructiva de CREG con los servicios públicos, incluyendo a ISA. La publicación de la metodología final (basada en las resoluciones recientes de CREG, números 176 y 177 de 2016) es ahora esperada antes del primer trimestre de 2017. El cambio más significativo consiste en la transición a un valor depreciado y optimizado del método básico del activo desde la metodología VNR actual para fomentar las inversiones. Aún existe incertidumbre sobre la base del valor de los activos iniciales regulados de servicios públicos, así como también la tasa efectiva WACC (este método ya estaba definido). Sin embargo, los accionistas no anticipan cambios materiales comparados con los beneficios financieros actuales. A pesar de la incertidumbre resultante de la implementación de metodología nueva, creemos que el marco (implementado por más de quince años) se compara muy bien con aquellos en otros países de América Latina en términos de previsibilidad y transparencia.

BENEFICIOS DE LA DIVERSIFICACIÓN DE LOS LÍMITES DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL EN SUBSIDIARIAS EXTRANJERAS – LA ESTRATEGIA CORPORATIVA 2020 SE ENFOCA EN LA RENTABILIDAD.

La Estrategia Corporativa 2020 de ISA procura expandir el impacto del grupo en países de la región con marcos regulatorios constructivos. También se enfoca en mejorar la rentabilidad (triplicar los beneficios 2012 por 2020) junto con la consecución de eficiencias de negocios principales. Esto incluye la generación de sinergias de acuerdo con los programas significativos de inversión del grupo en Colombia, Brasil, Perú y Chile, así como también lograr oportunidades de inversión mediante sociedades (particularmente si ISA es la parte controladora). A finales de 2015, ISA registró un margen EBITDA consolidado de 64.6% (2014: 62.2%).

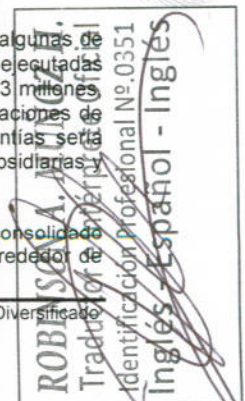
La calificación de ISA reconoce el tamaño, así como los beneficios de diversificación geográfica y operacional (particularmente en las carreteras de peaje chilenas) asociados a las operaciones del grupo fuera de Colombia. Estos representaban cerca de 70% del EBITDA consolidado y registrado de ISA para el periodo de nueve meses finalizado en septiembre de 2016 (refiérase a las subsidiarias en el organigrama de abajo).

Nuestro análisis considera que ISA garantiza conjuntamente y de manera solidaria los acuerdos financieros de algunas de sus subsidiarias hasta su participación en la propiedad. A partir de septiembre de 2016, esta incluía obligaciones ejecutadas por EPR (\$32,7 millones) e Internexa (\$11,8% millones), mientras ha pignorado sus acciones en Interchile (\$133 millones ver abajo), en ISA Bolivia (\$6,2 millones) y Red Eléctrica del Perú (\$47.3 millones) para garantizar estas obligaciones de servicio de la deuda de las subsidiarias. Así mismo, el impacto financiero sobre ISA a partir de estas garantías sería moderado. Sin embargo, también consideramos que ISA efectúa aportaciones de capital a algunas de estas subsidiarias y que ayudaría a sus subsidiarias colombianas y extranjeras en caso de dificultades.

Al final de septiembre de 2016, la contribución relativa de las subsidiarias peruanas y chilenas para el EBITDA consolidado se mantuvo alrededor del 30% del EBITDA consolidado mientras que las operaciones brasileñas alcanzaron alrededor de 20%.

4 Diciembre 26 de 2016

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. Un Grupo Financiero Colombiano Diversificado



MOODY'S INVESTORS SERVICE

INFRAESTRUCTURA Y FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

El último monto en Brasil excluye la compensación total de BRL 8600 millones que el regulador (Nota 336/2016 emitida en octubre de 2016) emitió a la Companhia de Transmissao de Energia Electrica Paulista (CTEEP, sin calificación) como compensación para los activos de transmisión (RBSE) previos a mayo de 2000, luego de la renovación acelerada del contrato de concesión 059-2001 en enero de 2013. El monto final espera confirmación. Los pagos en efectivo sólo comenzarán en julio de 2017 y se extienden por un periodo de ocho años mediante tarifas. Sin embargo, la decisión asegura la solvencia financiera de CTEEP (deuda aproximada de \$310 millones a partir de septiembre de 2016) y a ISA Capital do Brasil (capital común con derecho a voto en CTEEP: 89,5%; capital accionario: 37%), un efecto crediticio positivo. Los flujos de efectivo optimizados de CTEEP son las únicas fuentes de flujo de efectivo de ISA Capital do Brasil al servicio de su deuda, incluyendo las acciones preferentes amortizables emitidas en 2010 (BRL 712,5 millones) adeudadas en 2020. También entendemos que CTEEP recibió en noviembre de 2015 el último pago (BRL 1400 millones) que no fue pagado por adelantado en 2013 (BRL 2900 millones) para compensar los activos de transmisión de CTEEP posteriores a mayo de 2000 (renovación anticipada), otro efecto crediticio positivo. Entendemos que todos estos pagos permiten también a CTEEP la búsqueda de nuevas oportunidades de inversión en Brasil de modo que sus inversiones futuras crezcan en comparación con 2016 (aproximadamente USD125 millones). Por ejemplo, planea participar en subastas (proyectos que exceden \$3000 millones) a ser organizadas por un regulador (porciones significativas en el estado de Sao Paulo). La calificación de ISA asume que la independencia operacional y financiera entre las actividades de ISA y CTEEP continuará en el futuro próximo, sin incluir contribuciones de capital de ISA ni dividendos limitados.

Igualmente, anticipamos que los dividendos de ISA de sus subsidiarias peruanas se mantendrán moderados, particularmente del Consorcio Transmataro S.A. (Baa3 estable; 60% de participación). Sin embargo, esto aún requiere contribuciones de capital para ayudar a financiar la última parte de este programa de inversión material (2016: más de \$400 millones).

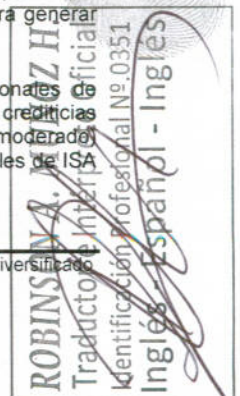
Así mismo, las subsidiarias de ISA en Chile buscan inversiones significativas que también limitan su capacidad para distribuir dividendos. Reconocemos las calificaciones de grado de inversión del endeudamiento incurrido para financiar porciones de dos de las cinco concesiones de las carreteras de peaje existente en Chile, denominadas Ruta del Maipo (Baa3; estable) y Ruta del Bosque (Baa3; estable). Las tres carreteras restantes no son calificadas públicamente. La calificación de ISA considera que cualquier dividendo recibido de las concesiones viales está sujeto a una prueba de distribución y será muy usado para financiar iniciativas de crecimiento (oportunidades identificadas: USD442 millones a partir de septiembre de 2016) como también para reembolsar el préstamo interempresarial pendiente otorgado a ISA Inversiones Maule (saldo actual cercano a USD68 millones) para contribuir con el financiamiento de la adquisición en 2011 del 40% de la participación accionaria minoritaria (consideración total USD211 millones). Entendemos que Interchile S.A. sigue progresando en la obtención de los derechos de paso para construir sus proyectos de transmisión (longitud de la red: aproximadamente 917 kilómetros; periodo de diseño y construcción: 5 años). Este proceso también representa un reto en Chile (inversión de capital total: alrededor de USD1000 millones que alcanzó su nivel máximo en 2016 a casi \$400 millones, restando unos \$400 millones), pero también entendemos que ISA está implicando a las autoridades para facilitar el proceso. Estos proyectos de transmisión son clave para el mercado energético chileno (requerido para interconectar los dos sistemas principales). Los retrasos pueden exponer a Interchile a penalidades; sin embargo, Interchile está operando bajo la suposición de que los proyectos alcanzarán sus fechas de finalización programadas entre el segundo trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018.

MÉTRICAS CREDITICIAS QUE SE PREVÉ SIGAN PROPORCIONALES A LA CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

La BCA de ISA asume que registrará métricas crediticias clave que se mantendrán proporcionales a la categoría de calificación Baa de acuerdo con las directrices proporcionadas bajo la metodología de las Redes Reguladas de Energía y Gas publicadas en octubre de 2014. Específicamente, se espera que sus Fondos de Operaciones (FFO) con promedio de tres años para la deuda, la cobertura de intereses y el Flujo de Efectivo Retenido (RCF) para la deuda excedan 15%, 3,5x y 7%, respectivamente. Los motores clave incluyen un resultado neutral crediticio de la revisión tarifaria de transmisión vigente, el enfoque de la Estrategia Corporativa 2020 sobre la rentabilidad y que las nuevas inversiones sean financiadas de manera prudente con un índice de desembolso que no exceda el 70% de su utilidad neta distribuable.

También ganamos confort adicional de la prueba de ocurrencia incluida en la documentación financiera de la compañía que exige que la deuda neta para EBITDA permanezca por debajo de 4x. Esto fija límites a la capacidad de ISA para generar una deuda progresiva a falta de algún apoyo adicional de generación de EBITDA, un efecto crediticio positivo.

- En 2015, ISA empezó a preparar sus estados financieros de acuerdo con los Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La mayoría de los cambios no afectaron nuestros cálculos de métricas crediticias clave excepto el requerimiento de registrar bajo endeudamiento financiero ciertas rentas (impacto moderado) como también en los estados financieros consolidados de las obligaciones de capital social preferenciales de ISA Capital do Brasil (previamente registrados bajo intereses minoritarios).



MOODY'S INVESTORS SERVICE

INFRAESTRUCTURA Y FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

Análisis de la Liquidez

La calificación de ISA está atenuada por su dependencia de los mercados de capital para financiar sus requerimientos de capital y cumplir con los déficits inesperados de efectivo a falta de facilidades crediticias comprometidas. Históricamente, esta debilidad ha sido compensada de alguna manera por los saldos materiales de efectivo de ISA y los valores negociables (sobre una base consolidada al final de septiembre de 2016: \$1500 millones). La calificación también considera el perfil del vencimiento manejable de la deuda con aproximadamente \$40 millones adeudados en 2017, seguidos unos \$15 millones en 2018 y 2019, respectivamente.

Otras Consideraciones

La póliza de riesgo del tipo de cambio de moneda extranjera procura optimizar la cobertura natural asociada con las operaciones del grupo de modo que el desglose por monedas de la deuda refleje las fuentes de ingresos esperadas. En tal sentido, más del 90% de la deuda independiente y pendiente de ISA está expresada en pesos colombianos con un endeudamiento en dólares, teniendo en cuenta el resto. Además, cerca de 75% del endeudamiento de ISA expresado en pesos colombianos está indexada en el Índice de Precios al Consumidor a cubrir contra las variaciones inflacionarias.

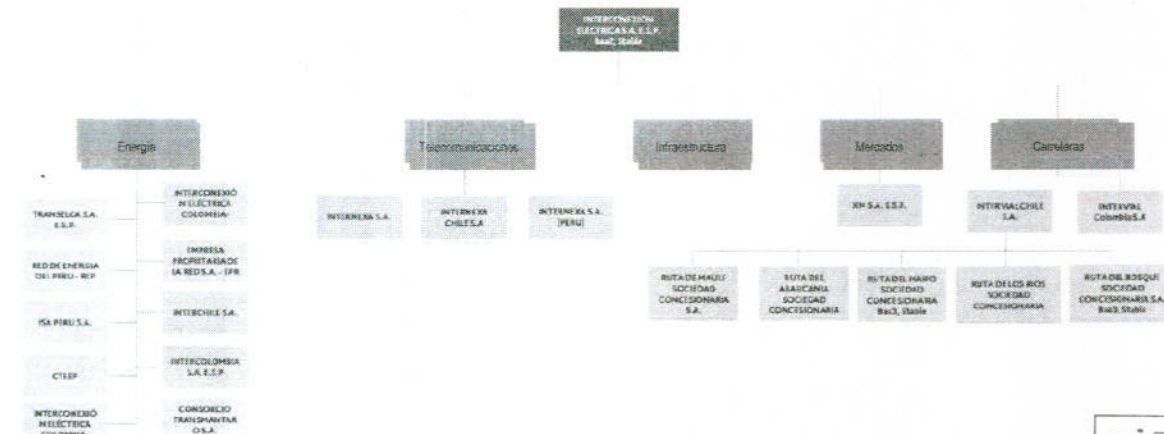
Perfil Corporativo

Con sede en Medellín, Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) es la compañía de transmisión de energía eléctrica más grande en Colombia (Baa2 estable). Como se ilustra en la gráfica abajo, la compañía posee participaciones accionarias directas e indirectas en un portafolio de subsidiarias que provee servicios de transmisión de energía eléctrica, transferencia de datos en telecomunicaciones y fibra óptica. Las operaciones del grupo además incluyen cinco concesiones viales mantenidas a través de Intervial Chile (con la participación indirecta de ISA en las concesiones entre 75% y 100%).

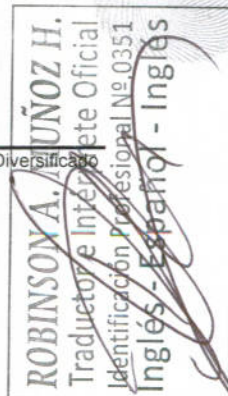
El gobierno colombiano es el accionista mayoritario de ISA (51,41% de participación accionaria), seguido por Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (10,17%), Ecopetrol (1,67% a partir de septiembre de 2016) y Empresa de Energía de Bogotá (1,23%). El saldo de 35,53% está en manos del sector público, incluyendo a inversionistas institucionales (20,6%). De modo similar a otras entidades controladas por el sector público, ISA está sujeta a control fiscal bajo la Autoridad General en Contabilidad Nacional, y requiere aprobación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público colombiano para incurrir nueva deuda o proveer garantías.

Gráfico 3

Organigrama de las Subsidiarias Claves de ISA



Fuente: ISA



MOODY'S INVESTORS SERVICE

INFRAESTRUCTURA Y FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

Metodología de Calificación y Factores de Puntuación

Evaluamos la BCA de ISA principalmente en relación con la metodología de Redes Eléctricas y de Gas Reguladas de Moody's, publicada en octubre de 2013. Como se ilustra abajo, el emisor ha indicado la calificación BCA basado en que las métricas crediticias proyectadas corresponden a Baa2, la misma calificación de su BCA actualmente asignada.

Gráfico 4

Factores de Calificación

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Redes Industriales Eléctricas y de Gas Reguladas [1] [2]

Actual
FY 12/31/2015

Factor 1: Entorno Regulador y Modelo de Propiedad de Activos (40%)	Nivel	Puntuación
a) Estabilidad y Previsibilidad del Régimen Regulatorio	Baa	Baa
b) Modelo de Propiedad de Activos	Aa	Aa
c) Costo y Recuperación de la Inversión (Capacidad y Oportunidad)	Baa	Baa
d) Riesgo de Ingresos	Aa	Aa
Factor 2: Escala y Complejidad del Programa de Capital (10%)		
a) Escala y Complejidad del Programa de Capital	B	B
Factor 3: Póliza Financiera (10%)		
a) Póliza Financiera	Baa	Baa
Factor 4: Apalancamiento y Cobertura (40%)		
a) Cobertura de Interés FFO (promedio de 3 años)	6.0x	Aa
b) Deuda / Activos Fijos (promedio de 3 años)	70.0%	Baa
c) FFO / Deuda (promedio de 3 años)	37.9%	Aaa
d) RCF / Deuda (promedio de 3 años)	22.7%	Aa
Calificación:		
Calificación Indicada a partir de los Factores de la Red 1-4-		Baa1
Mejora de Calificación		
a) Calificación Indicada a partir de la Red		Baa1
b) Calificación Actual Asignada		Baa2

Moody's para los próximos 12-18 meses
Vista

A partir de la fecha publicada [3]

Nivel	Puntuación
Baa	Baa
Aa	Aa
Baa	Baa
Aa	Aa
B	B
3.5x - 5x	A
60% - 75%	Baa
18% - 25%	A
7% - 14%	Baa
	Baa2
	Baa2
	Baa2

[1] Todas las relaciones se basan en los datos financieros "ajustados" y ajustes estándares globales de Moody's para corporaciones no financieras.

[2] A partir de 12/31/2015 (L).

[3] Esto representa una vista hacia adelante, no la vista del emisor; y a menos que se indique en el texto, no incorpora adquisiciones y desinversiones significativas.

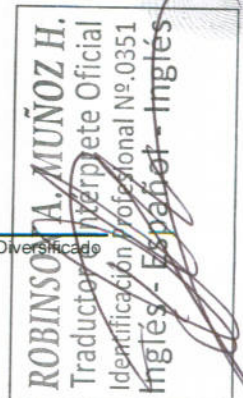
Fuente: Moody's Financial Metrics™

Calificaciones

Gráfico 5

Categoría	Calificación de Moody's
INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S.A. E.S.P.	
Perspectiva	Estable
Calificación del Emisor	Baa2
RUTA DEL MAIPO SOCIEDAD CONCESIONARIA S.A.	
Perspectiva	Estable
BKS Senior Asegurada	Baa3
RUTA DEL BOSQUE S.A.	
Perspectiva	Estable
BKS Senior Asegurada - Moneda Nacional	Baa3

Fuente: Moody's Investors Service



MOODY'S INVESTORS SERVICE

INFRAESTRUCTURA Y FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

© 2016 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente, "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACIÓN ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD PUEDA NO ASUMIR LAS OBLIGACIONES CONTRACTUALES O FINANCIERAS A SU VENCIMIENTO ASÍ COMO CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO ABORDAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO PERO NO LIMITÁNDOSE A: RIESGOS DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DEL PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUYENDO LAS PUBLICACIONES NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PUEDEN ASIMISMO INCLUIR VALORACIONES BASADAS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO DE CRÉDITOS Y OPINIONES RELACIONADAS O COMENTARIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O TENER CIERTOS VALORES. NINGUNA CALIFICACIÓN CREDITICIA NI UNA PUBLICACIÓN DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR ESPECÍFICO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES CON LA EXPECTACIÓN Y ENTENDIMIENTO QUE CADA INVERSOR HARÁ, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE SE CONSIDERE PARA SU COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y SUS PUBLICACIONES NO ESTÁN DIRIGIDAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO PARA LOS MINORISTAS QUE USEN ESTAS CALIFICACIONES CREDITICIAS O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S EN SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. SI SE ENCUENTRA EN DUDA, DEBE CONTACTAR CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO A MODO DE EJEMPLO, LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NADA DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA, REPLANTEADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ALMACENADA PARA USO POSTERIOR PARA CUALQUIER PROPÓSITO, EN TODO O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información aquí contenida es obtenida por MOODY'S de fuentes correctas y fiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de errores humanos o mecánicos así como por otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO CORRESPONDA" sin ningún tipo de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que usa en la asignación de una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que MOODY'S considera fiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditores y no puede en todas las instancias verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o en la preparación de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida indirecta, especial, consecutiva o incidental o cualesquiera daños que deriven de o en relación con la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para utilizar dicha información, incluso si MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores es informado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o potenciales o (b) cualquier pérdida o daño que derive donde el instrumento financiero correspondiente no sea el sujeto de un rating crediticio específico por MOODY'S.

Hasta el límite permitido por la ley, MOODY'S y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad por cualquier pérdida directa o compensatoria o daños causados a cualquier persona o entidad, incluyendo pero no limitado a por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, mala conducta deliberada o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar cualquier duda, por ley no puede ser excluida) en parte de, o cualquier contingencia en el ámbito o fuera del control de MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores que proceda de o en relación a la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para el uso de dicha información.

NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN CUANTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, PLENITUD, COMERCIABILIDAD O ADECUACIÓN PARA CUALQUIER USO ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN ES OTORGADA O LLEVADA A CABO POR MOODY'S EN CUALESQUIERA FORMAS.

Moody's Investors Service, Inc. agencia de calificación crediticia, propiedad en su totalidad de Moody's Corporation ("MCO"), aquí expone que la mayoría de los emisores de valores de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, obligaciones, notas y pagarés) y capital preferente valorado por Moody's Investors Service, Inc. tienen, previo a la asignación de cualquier rating, acordado pagar a Moody's Investors Service, Inc. por los servicios de valoración y calificación prestados por sus honorarios entre 1.500\$ y 2.500.000\$ aproximadamente. MCO y MIS asimismo mantienen políticas y procedimientos dirigidos a la independencia de los ratings de MIS y procedimientos de calificación. La información sobre ciertas afiliaciones que puedan existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y asimismo tienen presentado al SEC una participación accionarial de más del 5%, se publica anualmente en www.moody.com bajo el título "Relaciones de Inversores - Gobierno Corporativo - Política de afiliación de directores y socios".

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a 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 corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del FSA Comisionado (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y aproximadamente los JPY350.000.000.

MJKK y MSFJ asimismo mantienen políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

NÚMERO DE REPORTE 1052807

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

8 Diciembre 26 de 2016

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. Un Grupo Financiero Colombiano Diversificado



La autenticidad de esta traducción puede ser verificada ingresando el código **I4YKKRLZ2957** en la
Página web www.successcommunicationservice.com

[Traducción oficial realizada el 29 de diciembre de 2016]

ROBINSON H. MUNOZ H.
Traductor e intérprete Oficial
Identificación Profesional N° 0351
Inglés - Español - Inglés

Success Communication Service SAS, empresa legalmente constituida ante la Cámara de Comercio de Medellín, identificada con NIT 900.332.885-0 certifica a través del traductor oficial, debidamente autorizado por el Ministerio de Relaciones Exteriores, quien firma, que este documento es una traducción oficial y verdadera correspondiente a su documento original.

Datos de contacto: E-mail: success@successcommunicationservice.com - Número de Oficina: (054) 312 5887 - Celular: 314 7648985 - 310 828 6691.

Número de folio: 14973