

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

OPINIÓN CREDITICIA

29 de mayo de 2019

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
Perspectiva	Estable

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

Bernardo Costa
Vicepresidente y Analista Senior
bernardo.costa@moodys.com

+55.11.3043.7353

Yug Santana
Analista Adjunto
yug.santana@moodys.com

+55.11.3043.7307

Alejandro Olivo
Director Ejecutivo Adjunto
alejandro.olivo@moodys.com

+1.212.553.3837

SERVICIOS DE CLIENTE

Américas
Asia Pacífico
Japón
EMEA

1-212-553-1653
852-3551-3077
81-3-5408-4100
44-20-7772-5454

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Actualización del siguiente cambio de perspectiva a estable

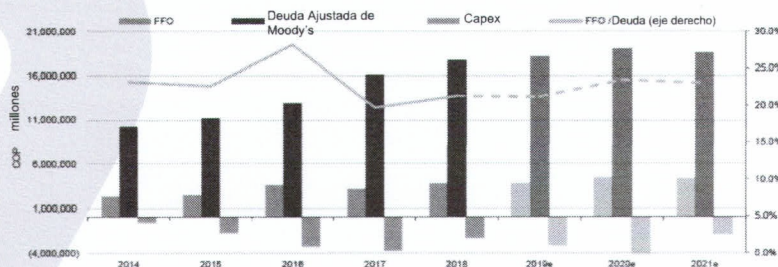
Resumen

El perfil crediticio de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA, Baa2 estable) refleja la estructura accionaria de la compañía y los vínculos con el Gobierno de Colombia (Baa2 estable) como su accionista mayoritario. La visión crediticia considera la posición de ISA como una de las compañías de transmisión más grandes de América Latina. A pesar de sus operaciones diversificadas a través de sus subsidiarias ubicadas en Brasil (Ba2 estable), Chile (A1 estable) y Perú (A3 estable), la visión crediticia refleja la importancia de las operaciones colombianas, responsables de aproximadamente el 25% de su generación de EBITDA global, y el hecho de que la calidad crediticia subyacente de la mayoría de las subsidiarias extranjeras es relativamente más débil que la calidad crediticia de las operaciones colombianas, ya sea por apalancamiento o riesgos relacionados a su soberanía.

La compañía está actualmente atravesando un importante ciclo de inversión, siendo más agresiva a niveles históricos. Esperamos que la deuda neta consolidada alcance un máximo de alrededor de COP 19 billones en 2020, de un saldo promedio de COP 13.5 billones en 2014-18. Es probable que el flujo de efectivo aumente como consecuencia de las nuevas operaciones, con fondos de las operaciones (FFO)/deuda comenzando a recuperarse del 19.6% registrado en 2017, año de mayor gasto de capital anual. Se espera que la FFO/deuda oscile entre 20% y 24% en los próximos tres años.

Gráfico 1

Se espera que las métricas crediticias clave se recuperen lentamente



ROBINSON A. MUÑOZ H.
TRADUCTOR E INTERPRETE OFICIAL
OFFICIAL TRANSLATOR AND INTERPRETER
Identificación profesional n.º 0351
Professional I.D. No. 0351
Inglés - Español - Inglés
English - Spanish - English

Yo, **Robinson A. Muñoz H.**, traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, **Robinson A. Muñoz H.**, Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Teléfono: (054) 312 5887 - Celular: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Telephone number: (574) 312 5887 - Cellphone numbers: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

Fortalezas crediticias

- » Fuerte participación de mercado en sectores estratégicos esenciales para las economías donde opera ISA.
- » Perfil geográfico diversificado.
- » Bajo apalancamiento histórico, sirviendo la deuda adicional en el corto plazo, soportada por su generación de flujo de efectivo a largo plazo de la compañía.

Desafíos crediticios

- » Incertidumbre en relación con la revisión en curso de la metodología de remuneración de las líneas de transmisión en Colombia.
- » Programa de inversiones de capital significativo que expone a la compañía a riesgos de demoras y sobrecostos típicos de los proyectos en construcción.

Perspectiva en la Calificación

La perspectiva estable refleja la expectativa de que la compañía administrará de manera prudente su programa de inversión de capital, de modo que la cobertura de intereses y la FFO/deuda neta se mantengan de 3.5x a 5.0x y de 18% a 25%, respectivamente.

Factores que podrían conducir a una mejora

La presión al alza sobre la calificación de ISA podría derivarse de una diversificación continua o una mayor presencia de las operaciones en países con calificaciones más altas que tengan perfiles de apalancamiento proporcionales. Un ritmo más lento de inversión de capital que permita el desapalancamiento, de manera que la cobertura de intereses y FFO/deuda neta excedan 6.0x y 30%, respectivamente, también puede llevar a una acción de calificación positiva.

Factores que podrían conducir a un descenso

La calificación de emisor de ISA podría descender debido a bajas en las calificaciones soberanas de los países en los que ISA mantiene operaciones sustanciales, particularmente Brasil, Perú y Colombia. Además, la calificación podría experimentar un descenso si el resultado del proceso de revisión de tarifas en Colombia, esperado en 2019, causa una reducción significativa en los niveles de generación de flujo de efectivo de la compañía. La presión de calificación negativa también podría resultar de un plan de inversión de capital más agresivo, o si la compañía enfrenta demoras importantes o sobrecostos que retrasen significativamente o detengan la recuperación de las métricas crediticias clave mientras se mantienen las distribuciones de dividendo. Cuantitativamente, las calificaciones de ISA podrían descender si:

- » FFO/deuda neta disminuye por debajo de 15%
- » El índice de cobertura de interés desciende a menos de 3.0x
- » Los flujos de efectivo retenidos/deuda neta descienden a menos de 4%

Indicadores clave

Gráfico 2

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (consolidado)

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	2019e	2020e
Cobertura de intereses FFO	5.2x	4.4x	5.0x	4.7%	5.2x	4.4x	4.9x
Deuda Neta/Activos Fijos	47.0%	47.6%	39.0%	44.1%	47.3%	42.0%	39.7%
FFO/Deuda Neta	26.5%	24.9%	31.2%	21.8%	23.2%	23.4%	26.5%
RCF/Deuda Neta	23.9%	21.9%	27.5%	15.9%	11.7%	16.2%	19.5%

Fuente: Moody's Financial Metrics™

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

Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

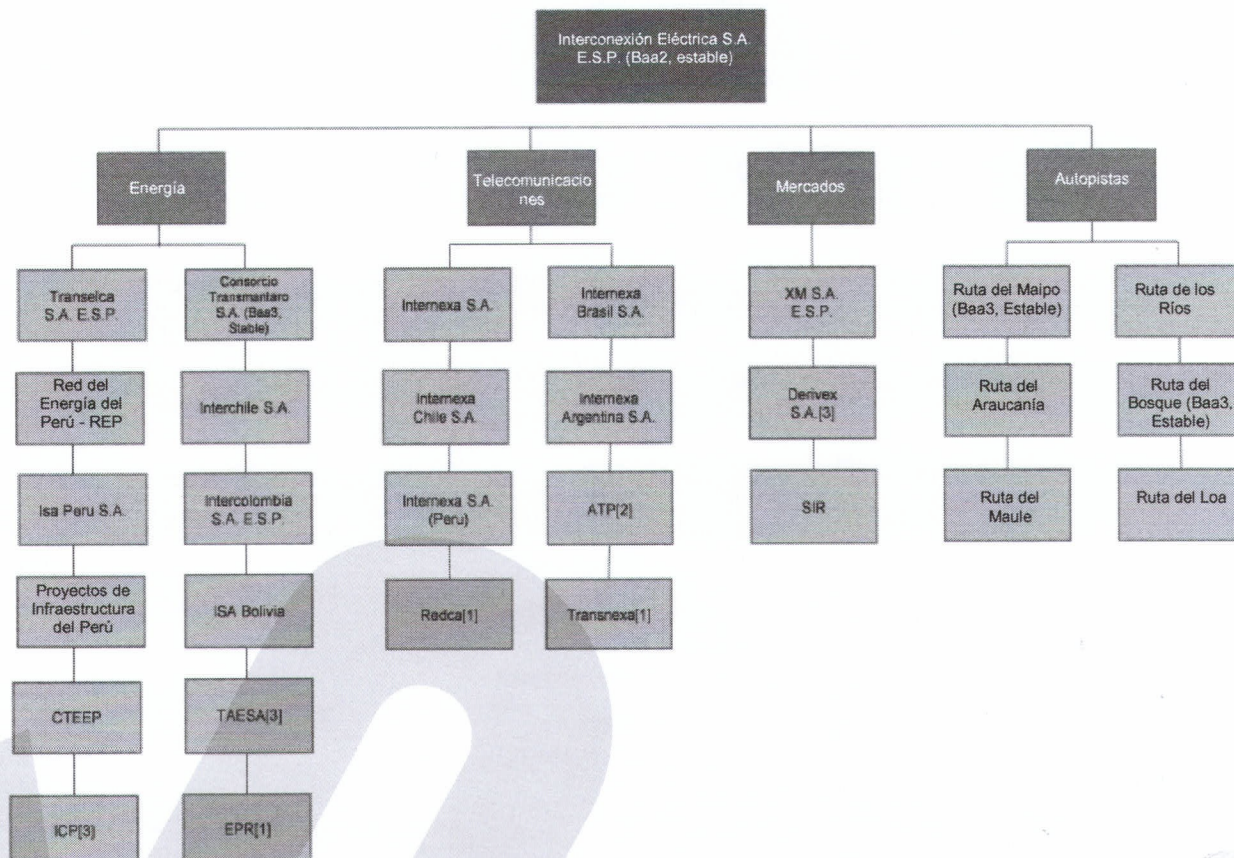
MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

Perfil

Con sede en Medellín, Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) es una compañía matriz operativa que opera en los sectores de transmisión de electricidad, autopistas, telecomunicaciones y administración de sistemas. La compañía tiene su sede en Colombia y posee intereses accionarios directos e indirectos en un portafolio de subsidiarias ubicadas en Colombia, Brasil, Chile y Perú.

Gráfico 3

Estructura Organizacional de ISA

[1] Propiedad de interés minoritario.

[2] Subsidiaria con influencia significativa, pero sin control.

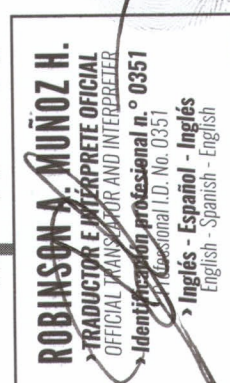
[3] Subsidiaria con control compartido.

Fuente: ISA

El gobierno colombiano es el accionista mayoritario de ISA (51.41% de interés accionario), seguido por Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (10.17%, Baa3 negativo). El flotante del 38.42% es mantenido públicamente, incluyendo inversionistas institucionales (23.13%). De manera similar a otras entidades sometidas a control público, ISA está sujeta a control fiscal bajo la Autoridad de la Contaduría General de la Nación, y requiere la aprobación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia para incurrir en una nueva deuda o proveer garantías.

Consideraciones de Calificación Detalladas**Potencial para el apoyo extraordinario del accionista mayoritario**

ISA es controlada por el Gobierno de Colombia, que posee una participación accionaria del 51.41%. La calificación de ISA refleja la aplicación de nuestro marco de Análisis de Incumplimiento de Pago Conjunto (JDA) para emisores relacionados con el gobierno (GRI en inglés). Nuestra metodología GRI considera los siguientes cuatro factores de información:



Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

(1) una probabilidad moderada de apoyo extraordinario del soberano en caso de que ISA enfrente dificultades financieras, (2) nuestra estimación de un nivel muy alto de dependencia entre la compañía y el soberano, (3) la calificación soberana de Colombia de Baa2 estable, y (4) la calidad crediticia intrínseca de ISA, medida por su evaluación crediticia de referencia (bca) de baa2.

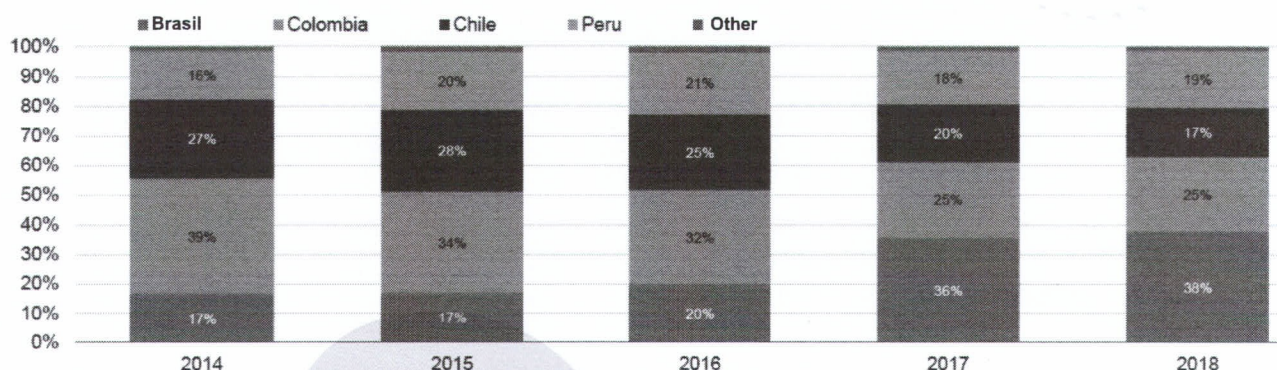
La diversificación geográfica favorece el crédito; las operaciones colombianas tienen mayor calidad crediticia.

El perfil crediticio de ISA se beneficia de la diversificación geográfica de sus operaciones en cuatro países diferentes con diferentes regímenes regulatorios. A lo largo de los últimos cinco años, como resultado de su gran ciclo de inversión, las operaciones en Brasil han aumentado en representación general, con la contribución del EBITDA de las operaciones colombianas disminuyendo de 34% en 2015 a 25% en 2018. Esperamos que la participación de las operaciones colombianas mantenga niveles alrededor del 25% en adelante. El EBITDA incremental en Perú ha permitido una contribución relativamente estable al EBITDA global consolidado.

El incremento de las operaciones de transmisión en Brasil y Chile también ha reducido la contribución del EBITDA general del negocio de autopistas del 28% en 2015 al 15% en 2018. Por ahora, el negocio de las autopistas se concentra en Chile, pero la compañía ha comentado que está estudiando oportunidades en Colombia y Perú, lo que favorecería el crédito.

Gráfico 4

La contribución del EBITDA de Brasil está aumentando [1]



[1] El EBITDA se ajusta para elementos no recurrentes como la Red Básica del Sistema Existente (RBSE) en Brasil
Fuente: ISA

La diversificación es en general positiva, pero la visión general es que las operaciones colombianas tengan la más alta calidad crediticia. La calidad crediticia de las operaciones brasileñas, a través de Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (ISA CTEEP) se considera vinculada a la calificación soberana de Brasil. El perfil crediticio de la compañía peruana de transmisión Consorcio Transmancora S.A. (Baa3 estable) está limitado por el apalancamiento, al igual que las autopistas chilenas Ruta del Maipo (Baa3 estable) y Ruta del Bosque (Baa3 estable).

La diversificación internacional apoya el crecimiento a largo plazo

La estrategia corporativa 2030 de ISA procura expandir el impacto del grupo fuera de Colombia, en países y regiones con marcos regulatorios constructivos. También se enfoca en mejorar la rentabilidad junto con la consecución de eficiencias de sus negocios principales.

La estrategia también incluye sinergias de adquisición dados los programas significativos de inversión del grupo en Colombia, Brasil, Perú y Chile, así como el aprovechamiento de oportunidades de inversión mediante sociedades (particularmente si ISA es la parte controladora). En diciembre de 2018, la compañía anunció un acuerdo de inversión con Construcciones El Cóndor S.A. para ingresar al negocio de concesiones viales en los mercados de Colombia y Perú, de los cuales ISA controlará al menos el 51%.

Su liderazgo a gran escala a nivel nacional apuntan a un sólido perfil de sus negocios en Colombia

ISA es la compañía de transmisión eléctrica líder en Colombia, responsable del 70% de la capacidad de transmisión general en el país. A finales de 2018, las operaciones de la compañía en Colombia abarcaban 12,269 kilómetros de líneas de transmisión y subestaciones que cubrían 20,402 MVA (Megavoltamperios). El perfil comercial de la compañía se ve mejorado por la alta confiabilidad de su infraestructura, arrojando índices de disponibilidad del 99.92%, lo que es muy positivo para el perfil de ingresos basado en disponibilidad de sus contratos. Los activos de la compañía se mantienen a perpetuidad y las tarifas están sujetas a revisiones periódicas.

ROBINSON A. MUÑOZ H.
TRADUCTOR E INTERPRETE OFICIAL
Identificación profesional n.º 0351
Inglés - Español - Inglés
English - Spanish - English

Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

La cartera de líneas de transmisión colombianas se maneja mediante un acuerdo de gestión contractual con la subsidiaria de la empresa, Intercolombia. Con el objetivo de separar las operaciones de transmisión colombianas de ISA de otros negocios, su propia subsidiaria se encarga de la administración real de los activos de transmisión. Los activos siguen siendo propiedad de ISA como una compañía matriz operativa. El acuerdo contractual de operación y mantenimiento, que lleva el sello del operador de la red del sistema, XM S.A. E.S.P. (otra subsidiaria de ISA), establece un mecanismo de costo/ganancia, donde Intercolombia tiene un margen operativo sobre los costos incurridos, con el flujo de efectivo restante asignado a ISA. Independientemente del hecho de que Intercolombia no tiene deuda financiera, el acuerdo contractual mitiga los riesgos de subordinación estructural.

Actualización de procesos de revisión regulatorios en Colombia

Seguimos observando el marco y entorno regulatorio en Colombia como favorecedor del crédito a nivel general. Dicho esto, ha habido algunas demoras en los procesos de revisión de tarifas para los activos de distribución y transmisión que se relacionan con las discusiones en curso y la opinión del mercado sobre resoluciones publicadas por la entidad reguladora (Comisión de Regulación de Energía y Gas - CREG). Los cambios metodológicos clave que pudieran aplicarse se relacionan con la base de activos en transición hacia el método costo de reposición depreciado desde el valor de reposición de nuevas sustituciones además de cambios al costo medio ponderado de capital. En enero de 2018, a través de la Resolución 015/2018, CREG estableció una nueva metodología de remuneración para las empresas de distribución basada en el método optimizado de valor depreciado.

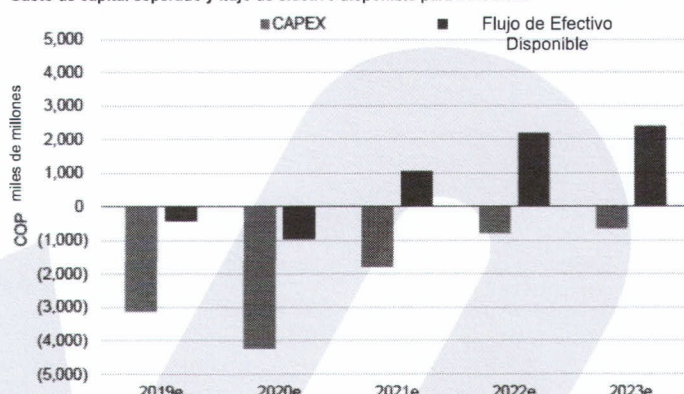
La versión definitiva de la metodología para los segmentos de transmisión sigue en retraso y solo se espera que entre en vigencia a partir de 2020 como más temprano. Los resultados de los procesos de revisión de tarifas podrían acarrear una disminución de ingresos de ISA, aunque limitada.

Programa de expansión exige la generación de flujo de efectivo disponible a corto plazo.

La compañía se está sometiendo a un importante programa de inversión de capital, por un monto de alrededor de COP 10.8 billones entre 2019 y 2023. Aproximadamente el 68% de la inversión se destina a transmisión de energía, mientras que aproximadamente el 26% se destina al negocio de las autopistas. La mayor parte de la inversión está enfocada en Chile (30%), seguida de Brasil (26%), Perú (22%) y Colombia (21%).

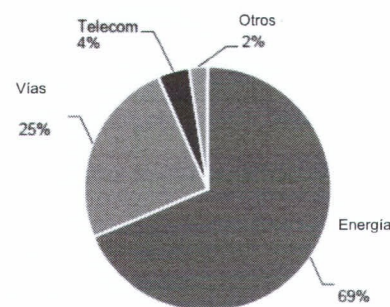
Como resultado del programa de inversión de capital, esperamos que la generación de flujo de efectivo disponible de la compañía permanezca negativa y que el apalancamiento se mantenga por encima de los niveles históricos, con una deuda neta/EBITDA oscilando entre 2.7x y 3.2x hasta 2021. Esperamos que el apalancamiento disminuya una vez que estos proyectos se hagan operativos. Estas métricas continúan siendo adecuadas dado el bajo perfil de riesgo empresarial de los activos.

Gráfico 5
Inversión de capital que exige el flujo de efectivo disponible a mediano plazo...
Gasto de capital esperado y flujo de efectivo disponible para 2019-2023



Fuente: ISA, Moody's Investors Service

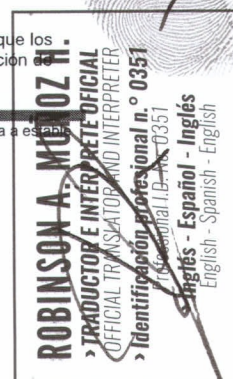
Gráfico 6
... pero enfocada en negocios con flujos de efectivo predecibles
Desglose por negocio: gasto de capital para 2019-2023



Fuente: ISA

Métricas crediticias clave para continuar en recuperación

La visión crediticia reconoce el aumento del apalancamiento, pero también la expectativa de que los ingresos y el flujo de efectivo aumentarán a medida que los proyectos en construcción comiencen a operar. La FFO/deuda neta aumentó en 2018 a 23.2% de 21.7% en 2017 como reflejo del aumento en la generación de flujo de efectivo. Esperamos que la FFO/deuda neta se mantenga entre 23% y 27% en los próximos tres años.



Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

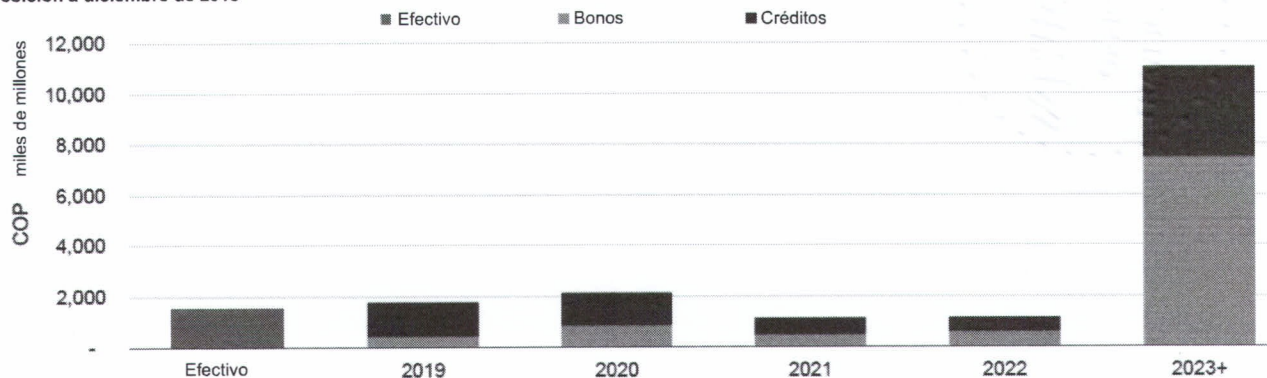
MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

Análisis de Liquidez

ISA tiene un perfil de liquidez adecuado. Para marzo de 2019, ISA reportó una posición en efectivo consolidada de COP 1.8 billones frente a COP 1.6 billones de deuda con vencimiento en los próximos 12 meses. A nivel de matriz, la compañía reportó un efectivo disponible de COP 524 mil millones contra COP 153 mil millones con vencimientos a corto plazo. Los vencimientos de deuda a corto plazo a nivel de las subsidiarias representan la mayoría de las necesidades de refinanciamiento de ISA y deberían estar cubiertos por las operaciones de generación de efectivo y refinanciamiento de las compañías operativas. Sobre una base consolidada, el perfil de vencimientos de ISA es altamente manejable, con un plazo promedio de alrededor de siete años y la mayoría de los vencimientos importantes ocurriendo desde 2023 en adelante, extendiéndose hasta 2047.

Gráfico 7

Perfil de liquidez adecuado
Posición a diciembre de 2018

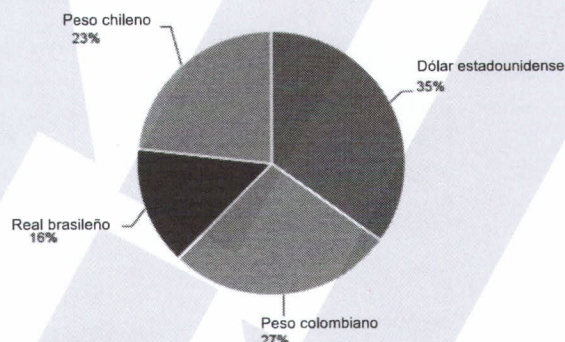
Fuente: ISA

Consideraciones estructurales

La política de riesgo de tipo de cambio de moneda extranjera procura minimizar la exposición a los riesgos de tipo de cambio al tratar de que se incurra en deuda de manera proporcional al flujo de efectivo consolidado. Este desajuste existe porque las subsidiarias subyacentes presentan diferentes perfiles de apalancamiento, en gran parte en función de dónde se encuentran dentro de su ciclo de inversión de capital.

Para septiembre de 2018, aproximadamente el 35% de la deuda consolidada de ISA estaba denominados en dólares estadounidenses, respaldado en gran parte por las concesiones de transmisión peruanas, que actualmente están más apalancadas que el perfil consolidado. Por otra parte, las operaciones brasileñas están menos apalancadas. En consecuencia, la deuda contraída en BRL representa el 16% del total, mientras que el EBITDA derivado de Brasil representa una participación del 38% del total. Sobre una base consolidada, ISA no posee coberturas financieras significativas.

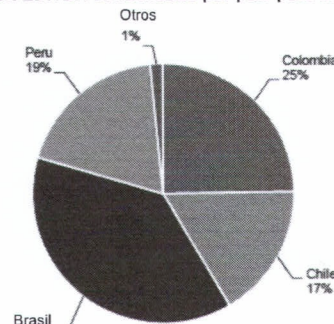
Gráfico 8

Porcentaje de la deuda consolidada por país para diciembre de 2018

Fuente: ISA

6 29 de mayo de 2019

Gráfico 9

Porcentaje del EBITDA consolidado por país para diciembre de 2018

Fuente: ISA

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.: Actualización del siguiente cambio de perspectiva a es

ROBINSON A. MUÑOZ H.
 > **TRADUCTOR E INTERPRETE OFICIAL**
 > **OFFICIAL TRANSLATOR AND INTERPRETER**
 > **Identificación profesional n.º 0351**
 > **Professional I.D. No. 0351**
 > **Inglés - Español - Inglés**
 > **English - Spanish - English**

Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Teléfono: (054) 312 5887 - Celular: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Telephone number: (574) 312 5887 - Cellphone numbers: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y 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 marzo de 2017. Como se ilustra más abajo, las calificaciones actuales y proyectadas indicadas en el cuadro son Baa2, la misma calificación de su BCA asignada actualmente y su calificación de emisor.

Gráfico 10

Tabla de factores de calificación

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (consolidado)

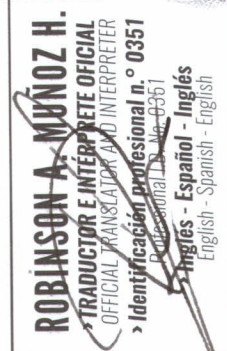
Redes Industriales Eléctricas y de Gas Reguladas [1] [2]	UDM Actuales 31/12/2018		Perspectiva de Moody's para los próximos 12-18 meses al 29/05/2019 [3]	
	Nivel	Puntuación	Nivel	Puntuación
Factor 1: Entorno Regulatorio y Modelo de Propiedad de Activos (40%)				
a) Estabilidad y Previsibilidad del Régimen Regulatorio	Baa	Baa	Baa	Baa
b) Modelo de Propiedad de Activos	Aa	Aa	Aa	Aa
c) Costo y Recuperación de la Inversión (Capacidad y Oportunidad)	Baa	Baa	Baa	Baa
d) Riesgo de Ingresos	Aa	Aa	Aa	Aa
Factor 2: Escala y Complejidad del Programa de Capital				
a) Escala y Complejidad del Programa de Capital	B	B	B	B
Factor 3: Póliza Financiera (10%)				
a) Póliza Financiera	Baa	Baa	Baa	Baa
Factor 4: Apalancamiento y Cobertura (40%)				
a) Cobertura de Interés FFO (promedio 3 años)	5.0x	A	4.5X - 5.0X	A
b) Deuda Neta/Activos Fijos (promedio 3 años)	43.8%	Aa	40% - 45%	Aa
c) FFO/Deuda Neta (promedio de 3 años)	24.8%	A	22% - 25%	A
d) RCF/Deuda Neta (promedio de 3 años)	17.4%	A	14% - 18%	A
Resultado indicado				
Resultado indicado por sistema de puntuación, Factores de la Red 1-4		Baa2		Baa2
Mejora de Calificación				
a) Resultado indicado por sistema de puntuación		Baa2		Baa2
b) Calificación real asignada		Baa2		Baa2
Emisor relacionado con el gobierno	Factor			
a) Evaluación de crédito de Línea de Base	Baa2			
b) Calificación en Moneda Local del Gobierno	Baa2			
c) Dependencia por Defecto	Muy Alta			
d) Soporte	Moderado			
e) Resultado Final de Calificación	Baa2			

[1] Todas las relaciones se basan en información financiera "ajustada" e incorporan los Ajustes Estándar Globales de Moody's para Corporaciones No Financieras.

[2] A partir del 31/12/2018.

[3] Esto representa una perspectiva de Moody's a futuro, no la perspectiva del emisor, y a menos que se indique en el texto, no incorpora adquisiciones y desinversiones significativas.

Fuente: Moody's Financial Metrics™



Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

Anexo

Gráfico 11

Tabla de comparación por pares [3][4]

	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (Cons.) [2]		Consortio Transmancor S.A. [2]		Transmissora Alianza de Energía Eléctrica [1]		Transelec S.A. [1]	
Pais	Diversificado		Perú		Brasil		Chile	
Calificación / Perspectiva	Baa2	Estable	Baa3	Estable	Ba1	Estable	Baa1	Estable
FYE	FYE	FYE	FYE	FYE	FYE	FYE	FYE	FYE
(En miles de USD)	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Ingresos	2,093,157	2,189,786	128,889	174,804	309,543	333,473	429,652	513,332
EBITDA	1,448,323	1,451,644	120,453	162,905	261,260	283,595	364,310	446,436
Total Activos	14,778,056	15,284,707	1,419,543	1,471,055	2,436,438	2,362,564	3,819,897	3,826,739
Total Deuda	5,316,242	5,966,107	787,429	822,657	914,127	909,204	2,266,677	2,304,929
(FFO + Gastos por intereses)/Gastos por intereses	4.7x	5.2x	3.2x	4.1x	6.8x	6.8x	3.6x	4.4x
Deuda neta / Activos fijos [2] o Deuda neta / RAB [1]	44.1%	47.3%	60.8%	62.4%	56.8%	60.6%	56.1%	53.9%
FFO/Deuda Neta	21.8%	23.2%	11.2%	15.8%	47.5%	52.9%	13.8%	17.8%
RCF/Deuda Neta	15.9%	11.7%	11.2%	7.7%	27.1%	23.8%	7.8%	13.5%

[1] Deuda Neta / Activos Fijos

[2] Deuda neta / base de activos regulados

[3] Todas las cifras se basan en información financiera 'ajustada' e incorporan los Ajustes Estándar Globales de Moody's para Corporaciones No Financieras.

[4] Consortio Transmancor S.A. está totalmente consolidado por Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Fuente: Moody's Financial Metrics™

Gráfico 12

Deuda Ajustada por Moody's [1]
millones de COP

	2014	2015	2016	2017	2018
Según Deuda Reportada	9,902,983	10,922,279	12,471,425	15,689,028	17,190,586
Ajuste de Pensiones	208,727	211,195	218,682	225,041	222,473
Ajuste de Arrendamiento Operativo	89,384	153,632	172,516	203,760	226,036
Deuda Ajustada de Moody's	10,201,094	11,287,106	12,862,623	16,117,829	17,639,095

[1] Todas las cifras se basan en información financiera 'ajustada' e incorporan los Ajustes Estándar Globales de Moody's para Corporaciones No Financieras.

Fuente: Moody's Financial Metrics™

Calificaciones

Gráfico 13

Categoría	Calificación de Moody's
INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S.A. E.S.P.	
Perspectiva	Estable
Calificación del Emisor	Baa2
MATRIZ: COLOMBIA, GOBIERNO DE	
Perspectiva	Estable
Calificación del Emisor	Baa2
Sénior no garantizado	Baa2
Calificación del Emisor ST	P-2
RUTA DEL MAIPO SOCIEDAD CONCESIONARIA S.A.	
Perspectiva	Estable
Bonos Garantizados Prioritarios Bkd	Baa3
RUTA DEL BOSQUE S.A.	
Perspectiva	Estable

8 29 de mayo de 2019

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.: Actualización del siguiente cambio de perspectiva a estable

ROBINSON A. MUÑOZ H.
 > TRADUCTOR E INTERPRETE OFICIAL
 > OFFICIAL TRANSLATOR AND INTERPRETER
 > Identificación profesional n.º 0351
 (Colombia) I.D. No. 0351
 English - Español - Inglés
 English - Spanish - English

Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Teléfono: (054) 312 5887 - Celular: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Telephone number: (574) 312 5887 - Cellphone numbers: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

TRADUCCIÓN OFICIAL

OFFICIAL TRANSLATION

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

Bonos Garantizados Sénior Bkd -Dom Curr
Fuente: Moody's Investors Service

Baa3

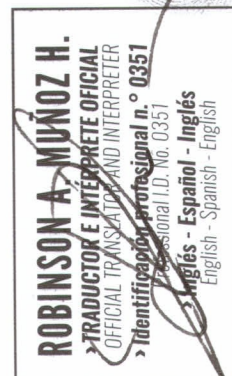
9 29 de mayo de 2019

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.: Actualización del siguiente cambio de perspectiva a estable



La autenticidad de esta traducción puede ser verificada ingresando el código **0EW77Y4G1008** en la
Página web www.successcommunicationsservice.com

[Traducción oficial realizada el 10 de junio de 2019]



Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

E-mail: success@successcommunicationsservice.com - Teléfono: (054) 312 5887 - Celular: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

E-mail: success@successcommunicationsservice.com - Telephone number: (574) 312 5887 - Cellphone numbers: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691


SUCCESS
Communication Service

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

© 2019 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 INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PERDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SÍMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL 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 PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS, TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN, EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO O CON SU ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCCIÓN, RECOPIADA, TRANSMITIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUEDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's. En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy" ("Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas").

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.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, subsidiaria 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 será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las 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 Comisionado FSA (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 opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

NUMERO DE REPORTE

1177928

10

29 de mayo de 2019

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.: Actualización del siguiente cambio de perspectiva a estable

ROBINSON A. MUÑOZ H.
 > TRADUCTOR E INTERPRETE OFICIAL
 > IDENTIFICACIÓN PROFESIONAL N.º 0351
 > IDENTIFICACIÓN PROFESIONAL N.º 0351
 Inglés - Español - Inglés
 English - Spanish - English

Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Teléfono: (054) 312 5887 - Celular: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

E-mail: success@successcommunicationservice.com - Telephone number: (574) 312 5887 - Cellphone numbers: (+57) 314 7648985 - (+57) 310 828 6691

TRADUCCIÓN OFICIAL

OFFICIAL TRANSLATION

MOODY'S INVESTORS SERVICE

FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA Y PROYECTOS

SERVICIOS DE CLIENTE

Américas	1-212-553-1653
Asia Pacífico	852-3551-3077
Japón	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

11

29 de mayo de 2019

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.: Actualización del siguiente cambio de perspectiva a su

ROBINSON A. MUÑOZ H.
TRADUCTOR E INTERPRETE OFICIAL
OFFICIAL TRANSLATOR AND INTERPRETER
Identificación profesional n.º 0351
Professional I.D. No. 0351
Inglés - Español - Inglés
English - Spanish - English

Yo, Robinson A. Muñoz H., traductor oficial con identificación profesional n.º 0351, otorgada por la Universidad Nacional de Colombia, el 10 de agosto de 2012, por medio de la presente certifico que he traducido el documento anterior. Adicionalmente certifico que, según mi conocimiento, esta es una traducción verdadera y correcta del(los) documento(s) en inglés adjunto(s).

I, Robinson A. Muñoz H., Official Translator with Professional I.D. No. 0351, granted by Universidad Nacional de Colombia on August 10, 2012, hereby certify that I have translated the above document. I further certify, to the best of my knowledge, that this is a true and accurate translation of the attached document(s) in Spanish.