

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Fitch Ratings afirmó las calificaciones del Programa de Emisión y Colocación de Valores de Deuda Pública Interna de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) por COP6,5 billones en 'AAA(col)' y 'F1+(col)', respectivamente. La Perspectiva es Estable.

Las calificaciones de ISA reflejan el perfil de riesgo bajo de negocio de la empresa, característica de su negocio de transmisión de energía. Las calificaciones también contemplan la diversificación geográfica de su fuente de ingresos que, aunada a la predictibilidad alta de su flujo de caja operativo (FCO), se traduce en un perfil crediticio fuerte. Asimismo, incorporan la liquidez adecuada de la empresa y su estrategia de crecimiento agresiva.

Factores Clave de la Calificación

Perfil de Riesgo de Negocio Bajo: El perfil de riesgo de negocio bajo de ISA proviene de su participación en monopolios naturales regulados, así como de su diversificación geográfica a través de siete países en Latinoamérica. A diciembre de 2019, alrededor de 69,5% de sus ingresos consolidados, excluyendo construcción, provinieron de países calificados en grado de inversión, como Colombia, Perú y Chile, mientras que Brasil representó 28,8%. El negocio de transmisión de energía que, históricamente, ha representado la mayor parte de la generación de caja de ISA, contribuyó con 82,9% del EBITDA en 2019. ISA mantiene riesgo de negocio bajo, dado que sus ingresos son regulados en cada país y no están expuestos a riesgos de demanda.

FCO Altamente Predecible: La predictibilidad del FCO de ISA se beneficia de la fortaleza y diversificación de su portafolio de activos de transmisión, conjuntamente con su participación en otros negocios que también tienen riesgo de demanda limitado. ISA no está expuesta a riesgo volumétrico en su negocio de transmisión, dado que los ingresos de este negocio no dependen de la cantidad de electricidad transportada, sino de la disponibilidad de las líneas de transmisión en todos los países en donde opera.

En el negocio de concesiones viales, el segundo en importancia para ISA, la empresa mantiene cinco concesiones en operación en Chile, las cuales incorporan un mecanismo de compensación si las concesiones registran volúmenes de tráfico bajos, ya sea extendiendo el período de concesión (Maipo, Maule, Bosque, Araucanía) o recibiendo un ingreso mínimo garantizado (Ríos).

Riesgo Regulatorio Manejable: La diversificación geográfica y por negocio de ISA mitiga efectivamente su exposición a riesgo regulatorio, el cual proviene de la naturaleza regulada de sus ingresos. Dado que no se considera que haya una correlación significativa entre los diferentes marcos regulatorios que derivan los ingresos de ISA, Fitch considera que la generación de flujo de caja de la empresa es resiliente para afrontar algunos escenarios regulatorios adversos.

La agencia incorpora en su análisis el cambio regulatorio periódico aplicable a la actividad de transmisión eléctrica en Colombia. Aunque en este momento hay visibilidad limitada sobre el esquema de tarifas a ser aprobado por el regulador, Fitch considera que el resultado final no se refleja en una presión significativa en las métricas financieras de la empresa, dada la naturaleza balanceada de la regulación en Colombia, la cual incluye la participación de los agentes del mercado, así como la porción limitada de los ingresos consolidados de ISA que serían afectados inmediatamente bajo el cambio del marco regulatorio.

Calificaciones

Tipo	Calif.	Perspectiva	Última Acción de Calif.
Bonos del Programa de Emisión y Colocación de Valores de Deuda Pública Interna	AAA(col)	Estable	Afirmada el 28 de abril de 2020
Papeles Comerciales del Programa de Emisión y Colocación de Valores de Deuda Pública Interna	F1+(col)		Afirmada el 28 de abril de 2020

[Pulse aquí para ver la lista completa de clasificaciones](#)

Metodologías Aplicables y Publicaciones Relacionadas

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Abril 16, 2019\);](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Agosto 2, 2018\);](#)

[Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno \(Febrero 5, 2020\).](#)

Analysts

Lincoln Webber
+1 646 582 3523
lincoln.webber@fitchratings.com

Jose Luis Rivas
+57 1 484 6770
joseluis.rivas@fitchratings.com

Estrategia Agresiva de Crecimiento: La estrategia de crecimiento de ISA está basada en la participación activa en procesos de licitación para la adjudicación de proyectos de transmisión de energía y otros proyectos de infraestructura, así como crecimiento inorgánico a través de la adquisición de participaciones accionarias en empresas que operan en los negocios estratégicos de ISA. La estrategia de largo plazo de la compañía incluye alcanzar COP8 billones en EBITDA para 2030, así como invertir USD12.500 millones en negocios y geografías tanto actuales como en los nuevos dentro de los próximos 13 años.

Fitch anticipa que la generación de flujo de fondos libres (FFL) estará presionada en los próximos dos años, dado que el plan de inversiones más reciente anunciado por la empresa para el período 2020 a 2024 implica alrededor de COP14,3 billones en inversiones, concentrado principalmente entre 2020 y 2021 en proyectos en Colombia, Perú y Brasil.

Métricas Crediticias Adecuadas: Las métricas crediticias de ISA reflejan su generación sólida de FCO, niveles moderados de apalancamiento y liquidez adecuada. Fitch espera que la empresa mantenga su nivel de apalancamiento por debajo de las 4 veces (x) en el horizonte de proyección, considerando únicamente los proyectos en ejecución y el inicio estipulado de proyectos nuevos en los próximos años. Considera que este comportamiento en el apalancamiento es consistente con las calificaciones de ISA, dada la predictibilidad del desempeño de su flujo de caja. La agencia considera que la estrategia agresiva de crecimiento no deteriorará sus métricas crediticias. A diciembre de 2019, el apalancamiento fue de 3,2 veces (x).

Enfoque de Perfil Crediticio Individual: Bajo la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno”, las calificaciones de ISA derivan de su perfil crediticio individual, dado que se considera un vínculo moderado con el gobierno colombiano, el cual mantiene una participación de 51,4% en la empresa. ISA es una entidad relacionada con el gobierno financieramente fuerte, que no ha requerido soporte.

Además, el marco regulatorio en Colombia es considerado como justo y balanceado, los procesos de convocatorias en el segmento de transmisión eléctrica son competitivos y abiertos a participantes diversos del mercado. Los accionistas minoritarios que poseen alrededor de 49% de la empresa están constituidos principalmente por accionistas privados e inversionistas institucionales. Actualmente, siete de nueve miembros de la junta directiva son independientes.

Resumen de Información Financiera

	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020P	Dic 2021P
Ingresos Netos (COP millones)	7.173.967	8.139.008	10.131.715	10.068.890
Margen de EBITDAR Operativo (%)	70,6	67,8	54,2	60,6
Flujo de Fondos Libre (COP millones)	(1.497.030)	190.921	(3.682.107)	(1.503.399)
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo (x)	3,3	3,2	3,7	3,6
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos (x)	5,3	4,9	4,4	4,2

P - Proyección. x - Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Derivación de la Calificación respecto a Pares

ISA está bien posicionada entre los pares nacionales que participan en el negocio de transmisión eléctrica, como Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. (GEB) [AAA(col); Perspectiva Estable] y Empresas Públicas de Medellín S.A. E.S.P. (EPM) [AAA(col); Observación Negativa]. En conjunto, estas empresas poseen gran parte de la red de transmisión de electricidad en Colombia. El perfil crediticio de ISA y EPM se beneficia de una diversificación mayor tanto geográfica como por negocio, así como de no depender de dividendos recibidos de sus participaciones no controladas dentro de su estructura de FCO. La generación de flujo de caja de ISA es más fuerte, dada su predictibilidad, mientras que la observación negativa de las calificaciones de EPM refleja la incertidumbre asociada al desarrollo de su proyecto clave Ituango.

Sensibilidad de la Calificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

- un incremento sostenido del apalancamiento sobre 4,5x a nivel consolidado o individual, producto de un deterioro progresivo de la generación de caja o incrementos de niveles de deuda por encima del escenario base de Fitch;
- cambios regulatorios que presionen significativamente la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa;
- cambio en la estrategia de la empresa que debilite el desempeño del FCO o que implique incrementos importantes de inversiones de capital y apalancamiento;
- una acción negativa sobre la calificación de Colombia.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

No es posible un alza en la calificación ya que la misma está en el nivel más alto de la escala nacional de Fitch.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Adecuada: La posición de liquidez de ISA es considerada adecuada y se caracteriza por saldos de efectivo saludables, FCO fuerte, un perfil de amortización de deuda manejable y acceso amplio a los mercados financieros. Al cierre de 2019, ISA reportó aproximadamente COP4,9 billones de saldo de efectivo para atender COP1,7 billones de deuda de corto plazo. Al nivel del holding, la caja cerró en COP541.371 millones y la deuda de corto plazo era de COP215.000 millones.

El perfil de vencimiento de la deuda de ISA es manejable, sus amortizaciones de deuda están distribuidas hasta 2047. A nivel del holding, los vencimientos de deuda de 2020 y 2021 están constituidos por créditos bancarios, con una amortización máxima anual de COP183 mil millones, lo cual es manejable para ISA. A nivel consolidado, Fitch espera que la empresa

registre FFL negativo durante 2020 y 2021, dadas las inversiones de capital previstas por alrededor de COP9,9 billones en proyectos adjudicados. Así, Fitch espera que los vencimientos de deuda consolidada sean mayoritariamente refinanciados.

Escenario de Liquidez y Vencimientos de Deuda sin Refinanciamiento

Resumen de Liquidez

(COP millones)	31/12/18	31/12/19
Efectivo Disponible y Equivalentes	1.522.060	2.487.201
Inversiones de Corto Plazo	912.334	2.384.381
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos		
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	2.434.394	4.871.582
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
Liquidez Total	2.434.394	4.871.582

EBITDA después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas de los Últimos 12 meses	5.186.699	5.608.156
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	(1.497.030)	190.621

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, ISA.

Vencimientos de Deuda Programados

(COP millones)	31 dic 2019
2020	1.698.042
2021	1.062.638
2022	1.100.645
2023	2.684.358
2024	0
Después	11.211.874
Total	17.757.557

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, ISA.

Supuestos Clave

Supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor:

- ingresos y EBITDA proyectados para el período de 2020 a 2023 incorporan los proyectos que ya han sido adjudicados a ISA;
- cambios en el marco regulatorio en Colombia no afectan de forma significativa las métricas crediticias de la empresa;
- el negocio de transmisión de energía mantiene una participación de más de 70% de los ingresos consolidados de ISA durante el horizonte de proyección;
- ingresos y EBITDA de países con grado de inversión representan más de 50% de los ingresos consolidados de ISA;
- las inversiones de capital incorporan la fase de construcción de los proyectos ya adjudicados a la empresa y sus subsidiarias.

Información Financiera

(COP millones)	Histórico			Proyección		
	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020P	Dic 2021P	Dic 2022P
RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS						
Ingresos Brutos	5.699.243	7.173.967	8.139.008	10.131.715	10.068.890	9.573.178
Crecimiento de Ingresos (%)	(13,8)	25,9	13,5	24,5	(0,6)	(4,9)
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	3.685.599	5.064.677	5.519.284	5.495.197	6.105.714	6.235.622
Margen de EBITDA Operativo (%)	64,7	70,6	67,8	54,2	60,6	65,1
EBITDAR Operativo	3.685.599	5.064.677	5.539.328	5.495.197	6.105.714	6.235.622
Margen de EBITDAR Operativo (%)	64,7	70,6	68,1	54,2	60,6	65,1
EBIT Operativo	2.553.496	4.038.060	4.460.301	4.514.297	4.941.947	5.022.656
Margen de EBIT Operativo (%)	44,8	56,3	54,8	44,6	49,1	52,5
Intereses Financieros Brutos	(967.433)	(1.089.905)	(1.202.478)	(1.251.762)	(1.440.989)	(1.495.178)
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/ Pérdidas de Compañías Asociadas)	3.260.106	3.184.121	3.531.177	3.331.075	3.540.091	3.568.702
RESUMEN DE BALANCE GENERAL						
Efectivo Disponible y Equivalentes	1.486.270	2.434.394	4.871.582	1.565.317	1.648.964	1.557.013
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	15.689.028	17.190.586	17.757.557	20.263.382	21.850.429	20.974.784
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	15.775.602	17.275.200	17.857.777	20.263.382	21.850.429	20.974.784
Deuda Neta	14.202.758	14.756.192	12.885.975	18.698.065	20.201.465	19.417.771
RESUMEN DE FLUJO DE CAJA						
EBITDA Operativo	3.685.599	5.064.677	5.519.284	5.495.197	6.105.714	6.235.622
Intereses Pagados en Efectivo	(679.074)	(979.005)	(1.155.037)	(1.251.762)	(1.440.989)	(1.495.178)
Impuestos Pagados en Efectivo	(926.612)	(1.154.797)	(982.706)	(729.023)	(774.767)	(781.029)
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	0	122.022	88.872	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	522.209	-133.517	150.894	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	2.710.503	2.998.428	3.673.910	3.582.953	3.929.091	4.000.640
Margen de FGO (%)	47,6	41,8	45,1	35,4	39,0	41,8
Variación del Capital de Trabajo	(260.303)	(418.553)	(83.623)	(737.163)	23.241	183.379
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	2.450.200	2.579.875	3.590.287	2.845.790	3.952.332	4.184.019
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0			
Inversiones de Capital (Capex)	(2.271.409)	(2.213.344)	(2.229.569)			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	39,9	30,9	27,4			
Dividendos Comunes	(858.082)	(1.863.561)	(1.169.797)			
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(679.291)	(1.497.030)	190.921			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.758	2.317	9.706			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	(1.957.078)	263.945	224.154	0	0	0
Variación Neta de Deuda	3.017.320	1.211.277	554.944	2.505.825	1.587.047	(875.645)
Variación Neta de Capital	0	0	(14.582)	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	382.709	(19.491)	965.143	(1.176.282)	83.648	(91.951)
RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)						
Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR Operativo	3,9	2,9	2,3	3,4	3,3	3,1
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	4,3	3,3	3,2	3,7	3,6	3,4

Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por la agencia. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch utiliza para asignar una calificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de calificación de Fitch sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch que emplea los supuestos propios de la calificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo.

Información Financiera

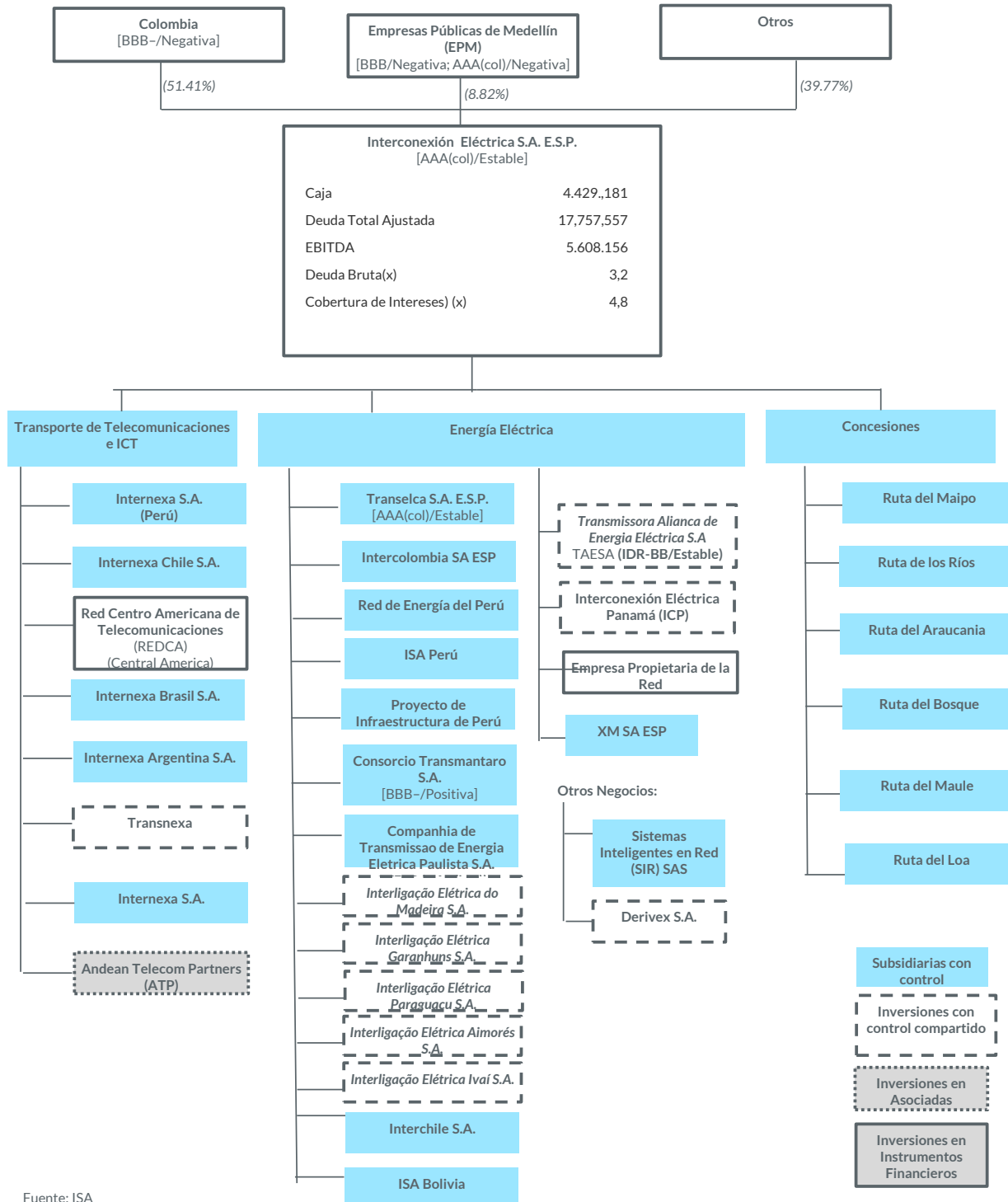
	Histórico			Proyección		
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	3,9	3,0	2,7	3,4	3,3	3,1
Deuda Ajustada respecto al FGO	4,8	4,4	3,7	4,3	4,1	3,8
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	4,4	3,8	2,7	3,9	3,8	3,6
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	(3.127.733)	(4.074.588)	(3.389.660)	(6.527.897)	(5.455.731)	(3.400.325)
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	(677.533)	(1.494.713)	200.627	(3.682.107)	(1.503.399)	783.694
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	(11,9)	(20,8)	2,5	(36,3)	(14,9)	8,2
RAZONES DE COBERTURA (VECES)						
FGO a Intereses Financieros Brutos	4,8	4,0	4,1	3,8	3,7	3,6
FGO a Cargos Fijos	4,8	4,0	4,1	3,8	3,7	3,6
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	5,4	5,3	4,9	4,4	4,2	4,2
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	5,4	5,3	4,9	4,4	4,2	4,2
Métricas Adicionales						
FGO-capex/ Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (%)	1,1	2,1	7,7	(14,1)	(0,9)	10,3
FGO-capex / Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (%)	1,3	2,3	9,1	(15,3)	(1,0)	11,2

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Organizacional – Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2019)



Fuente: ISA

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Netos (COP millones)	Margen de EBITDAR Operativo (%)	Flujo de Fondos Libre (COP millones)	Deuda Total Ajustada/ EBITDAR Operativo (x)	EBITDAR Operativo/ Intereses Pagados en Efectivos + Arrendamientos (x)
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2019	8.139.008	67,8	190.921	4,8	3,2
	AAA(col)	2018	7.173.967	70,6	-1.497.030	5,3	3,3
	AAA(col)	2017	5.699.243	64,7	-679.291	5,4	4,3
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. (GEB)	AAA(col)						
	AAA(col)	2019	4.887.194	39,6	-414.411	4,8	3,9
	AAA(col)	2018	4.001.754	39,5	-670.527	5,3	4,0
	AAA(col)	2017	3.322.420	43,9	-52.579	3,9	4,0
Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM)	AAA(col)						
	AAA(col)	2019	18.358.038	33,5	-1.507.641	3,8	3,4
	AAA(col)	2018	16.314.032	29,7	-2.062.602	3,6	4,5
	AAA(col)	2017	14.948.701	31,0	-2.455.850	4,2	3,7

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

(COP millones)	31 dic 2019
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados	
EBITDA Operativo	5.519.284
+ Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias	0
+ Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	88.872
+ Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas	0
= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)	5.608.156
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	
= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)	5.608.156
Resumen de Deuda y Efectivo	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)	17.757.557
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)	17.757.557
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	2.487.201
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	2.384.381
= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)	4.871.582
Deuda Neta Ajustada (b)	12.885.975
Resumen del Flujo de Efectivo	
Dividendos Preferentes (Pagados) (f)	0
Intereses Recibidos	52.603
+ Intereses (Pagados) (d)	(1.155.037)
= Costo Financiero Neto (e)	(1.102.434)
Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)	3.673.910
+ Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	(83.623)
= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)	3.590.287
Inversiones de Capital (m)	(2.229.569)
Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos	5,0
Apalancamiento Bruto (veces)	
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo^a (a/j)	3,2
Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))	3,7
<i>Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo^a (l/k)	3,7
Apalancamiento Neto (veces)	
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo^a (b/j)	2,3
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))	2,7
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))	3,1
Cobertura (veces)	
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)a (j/-d+h)	4,9
EBITDA Operativo/Intereses Pagados^a (k/(-d))	4,9
FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	4,1
<i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/</i> <i>(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))	4,1
<i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/</i> <i>(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	

^aEBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.
Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía.

Ajuste de Conciliación de Fitch

(COP millones)	Valores Reportados 31 dic 2019	Suma de Valores Ajustados por Fitch	Valores Ajustados por Fitch
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados			
Ingresos Netos	8.139.008	0	8.139.008
EBITDAR Operativo	5.467.101	52.183	5.519.284
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	5.467.101	141.055	5.608.156
Arrendamiento Operativo	20.044	0	20.044
EBITDA Operativo	5.467.101	52.183	5.519.284
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	5.467.101	141.055	5.608.156
EBIT Operativo	4.749.923	(289.622)	4.460.301
Resumen de Deuda y Efectivo			
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.757.557	0	17.757.557
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.857.777	0	17.857.777
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	4.871.582	0	4.871.582
Efectivo y Equivalentes Restringidos	0	0	0
Resumen del Flujo de Efectivo			
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0
Intereses Recibidos	25.503	27.100	52.603
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	(208.505)	(946.532)	(1.155.037)
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	4.505.576	(831.666)	3.673.910
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	(83.623)	0	(83.623)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	4.421.953	(831.666)	3.590.287
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	(2.229.569)	0	(2.229.569)
Dividendos Comunes (Pagados)	(1.169.797)	0	(1.169.797)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.022.587	(831.666)	190.921
Apalancamiento Bruto (veces)			
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	3,2		3,2
Deuda Ajustada respecto al FGO	3,8		3,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	3,2		3,2
Apalancamiento Neto (veces)			
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	2,4		2,3
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	2,7		2,7
Deuda Neta Ajustada/(FCO - Capex) (veces)	5,9		9,5
Cobertura (veces)			
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Alquileres) ^a	26,2		4,9
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	26,2		4,9
FGO/Cargos Fijos	22,5		4,1
FGO/Intereses Financieros Brutos	22,5		4,1

^aEBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.
Fuente: Fitch con base en reportes de la compañía

Sensibilidad a Variación en Tipo de Cambio (FX Screener)

ISA tiene cierta exposición a riesgo cambiario. Su deuda financiera consolidada está expresada en pesos colombianos y otras monedas latinoamericanas, con 65,1% de participación, y el resto (34,9%) está denominado en dólares estadounidenses. La empresa no mantiene cobertura financiera significativa, dado que trata de ajustar el flujo de caja con la deuda financiera en cada moneda latinoamericana. La exposición cambiaria es mitigada por ingresos denominados en dólares, principalmente en Perú, además de algunos ingresos en Colombia provenientes de los procesos de subasta de proyectos de transmisión de la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME).

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2020 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".