

Energía
Colombia
Análisis de Riesgo

INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S.A. E.S.P.

ISA

Revisión Anual

Calificaciones

Instrumentos	Calificación Actual
Tercera Emisión de Bonos	AAA (col)
Programa Emisión de Bonos	AAA (col)

Outlook

Estable

Watch

N.A.

Datos Financieros

ISA S.A. E.S.P. Cifras Consolidadas
Cifras en millones de pesos (\$Col)

	31-03-10	31-12-09
Ingresos	3.311.603	3.307.064
EBITDA	2.335.596	2.341.479
Margen de EBITDA (%)	73,1%	70,8%
FCF	n.a.	847.217
Deuda Fin. / EBITDA (x)	2,1	2,0
Deuda Neta / EBITDA (x)	1,4	1,5
EBITDA/Gastos Financieros (x)	6,7	5,1
CFO/CAPEX (x)		

* LTM últimos doce meses

Analistas

Milena Carrizosa
+571 326 9999 Ext. 1100
Natalia.Obyrne@fitchratings.com

Lucas Aristizabal
+571 326 9999 Ext. 1110
Lucas.aristizabal@fitchratings.com

Informes relacionados

- "Metodología de Calificaciones Corporativas". Junio 13, 2006.

Resumen de la calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del 3 de junio de 2010, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de las revisiones periódicas de las calificaciones de la tercera emisión de bonos ordinarios ISA S.A. por un monto de \$130.000 millones realizada en el año 2001 y del programa de emisión y colocación de bonos ordinarios ISA S.A. por un billón doscientos mil millones de pesos (\$1.200.000.000.000) que se ampliará a un billón setecientos mil millones de pesos (\$1.700.000.000.000), afirmó ambas calificaciones en 'AAA' (Triple A) con perspectiva estable, según consta en el Acta # 1681 de la misma fecha.

Las calificaciones asignadas significan la más alta calidad crediticia. Representan la máxima calificación asignada por Fitch Colombia en su escala de calificaciones domésticas. Estas calificaciones se asignan a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponden a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

Fundamentos de la calificación

- Las calificaciones de ISA reflejan el sólido perfil financiero caracterizado por flujos de caja estables y predecibles, holgados niveles de liquidez y adecuados indicadores de cobertura de la deuda. Adicionalmente, las calificaciones están soportadas en el bajo nivel de riesgo del negocio de transmisión de energía, la naturaleza de monopolio natural, la diversificación geográfica de sus operaciones y la fuerte posición competitiva en los mercados en que opera.
- La incursión de ISA en negocios como infraestructura lineal, no implicará un cambio sustancial en su perfil de riesgo, toda vez que la actividad de transmisión continuará conservando una participación preponderante (75%) en el EBITDA generado por la compañía.
- La calificación de ISA refleja el bajo nivel de riesgo de la compañía que está sustentado en la característica regulada de sus ingresos y en su condición de monopolio natural. El Grupo ISA es un conglomerado que ha logrado una posición competitiva preponderante en negocios de transporte de energía y telecomunicaciones en países como Colombia, Perú, Bolivia y Brasil.
- ISA posee un sólido perfil financiero, caracterizado por una fuerte generación de caja, bajos niveles de endeudamiento y saludables indicadores de cobertura de intereses. A marzo de 2010 (LTM), ISA en términos consolidados registró un EBITDA de \$2,3 billones y una deuda total consolidada y ajustada de cerca de \$5,0 billones. Esto se traduce en un indicador de apalancamiento de 2,1x, el cual es considerado fuerte para la categoría de calificación.
- La cobertura de intereses, medida como EBITDA/intereses es también considerada saludable para la categoría de calificación y se sitúa en niveles de 5,4x a marzo de 2010 (LTM- consolidado). El indicador de Deuda / (EBITDA +

dividendos) de ISA Matriz fue de 2,2x y el indicador de EBITDA /intereses de 3,9x, a marzo de 2010 (LTM).

- El plan de crecimiento del Grupo ISA es agresivo, toda vez que espera duplicar sus ingresos en los próximos seis años mediante inversiones que en su mayoría están relacionadas con el negocio de transmisión de energía (80%), dentro y fuera de Colombia. El 20% de los ingresos que espera alcanzar provendrán de otro tipo de negocios como proyectos viales, orientados a la prestación de servicios de ingeniería, construcción y desarrollo integral de proyectos.
- Este agresivo plan de expansión debilitará los indicadores de cobertura de la deuda de ISA en términos consolidados, pero tendrá un menor impacto en los indicadores de deuda de ISA Matriz, toda vez que el mayor endeudamiento se realizará a nivel de las subsidiarias.
- El total de inversiones de capital en los próximos cinco años se espera que sea de \$9,3 billones y serán financiados con una nueva deuda de aproximadamente \$8 billones que será emitida durante los próximos cinco años. Estas inversiones de capital resultarán en un apalancamiento consolidado de máximo 4,0 x y una cobertura de intereses de 2,5 veces. En el caso de ISA Matriz, se espera un indicador de apalancamiento de máximo 2,7x y de cobertura de intereses de mínimo 3,3 x.
- El nivel de liquidez de ISA es muy fuerte caracterizado por un saludable nivel de caja (\$1,7 billones consolidado), un manejable perfil de amortizaciones de capital y un adecuado acceso al mercado de capitales tanto a nivel local como internacional con emisiones de bonos vigentes por \$2,2 billones Colombia, Perú y Brasil. Igualmente, ISA ha realizado emisiones de acciones en Colombia, de ADR's en el exterior y recientemente acciones preferenciales en Brasil.

Factores Clave

- Negocio de bajo nivel de riesgo
- Adecuadas métricas crediticias
- Agresivo plan de expansión
- Altos niveles de liquidez

Eventos Recientes

El 28 de diciembre de 2009, ISA llegó a un acuerdo con la empresa Cintra Infraestructuras de España para adquirir el 60% de la participación accionaria que esta compañía tiene en Cintra Chile Ltda. Esta operación es trascendental para ISA, toda vez que a través de esta empresa ISA adquirirá el conocimiento, la experiencia y el know how en el manejo de concesiones viales, necesarias para avanzar exitosamente en otros proyectos de objeto similar.

El 28 de enero de 2010, ISA y la Nación firmaron un contrato inter - administrativo, en el que ISA se comprometió a desarrollar los respectivos estudios de la viabilidad técnica, legal y financiera de las obras del proyecto de Autopistas de la Montaña. Dependiendo del resultado del mencionado estudio, que tomará un año, ISA llevaría a cabo el proyecto, que consiste en construir cuatro corredores viales de doble calzada de 900Km y operar y mantener 1,251 Km de vías que se espera tengan una tiempo de construcción entre 10 y 12 años, bajo un contrato de concesión de 31 años con posibilidad de prórroga hasta 48 años.

En el primer trimestre del año 2010, el Grupo ISA realizó una reestructuración de la deuda de su filial ISA Capital do Brasil. Esta operación consistió en la ejecución de la opción *call* por la totalidad de los bonos colocados en el mercado internacional con vencimiento en el año 2012 (US\$200 millones) y la recompra de US\$322 millones de los bonos colocados en el 2017, redimiendo el 91% de estos títulos.

Para llevar a cabo esta operación, ISA Capital do Brasil emitió acciones preferenciales a un banco brasilero por un monto equivalente a la cancelación de las emisiones de bonos (US\$522 millones), quedando esta entidad con el 41% de las acciones preferenciales de ISA Capital. Esta transacción permitió a ISA liquidar las operaciones de cobertura de los bonos en dólares, reducir el costo de la deuda a un 10%BRL de un 16% BRL, liberar capacidad de endeudamiento de CTEEP y realizar inversiones a futuro en otro tipo de negocios diferentes a CTEEP.

ISA Capital se comprometió a pagar a los accionistas preferenciales dividendos fijos trimestrales a una tasa de CDI+1%, los cuales deberán pagarse a partir del año 2011 podrán ser acumulativos hasta por tres periodos consecutivos o cinco periodos no consecutivos, en caso contrario se acelerará la obligatoriedad de recompra de las acciones. Las acciones preferenciales deberán ser recompradas a partir de febrero de 2013 hasta febrero de 2016. Por las características propias de estas acciones, Fitch Ratings en sus análisis considera estas acciones preferenciales como deuda.

Liquidez y Estructura de Deuda

A marzo de año 2010, el saldo de la deuda del Grupo ISA era de \$5,0 billones, del cual \$1,4 billones estaba colocado en ISA Matriz, representando el 28% de la deuda total del Grupo. Por su parte, el 45% de la deuda del Grupo ISA corresponde a emisiones de bonos en Colombia, Perú y Brasil, el 23% con acciones preferenciales y el 33% con bancos y entidades multilaterales. La deuda está denominada en un 31% en pesos colombianos, el 35% en reales, el 33% en dólares y el 1% en soles.

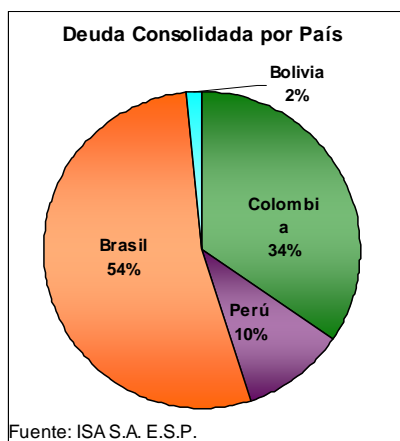
ISA posee una variedad de instrumentos de liquidez que le otorgan flexibilidad financiera ante cualquier eventualidad. En este sentido ISA cuenta con un buen historial de acceso al mercado de capitales en Colombia, Brasil y Perú con aproximadamente un saldo de \$2,2 billones. En Colombia, ISA posee emisiones vigentes por cerca de \$1,2 billones; en Perú, a través de REP y Transmataro por \$343 mil millones; y en Brasil por medio de CTEEP posee bonos por valor de \$ 611 mil millones.

Del programa de emisión y colocación de bonos que ISA tiene aprobado en el mercado colombiano hasta por \$1,2 billones, posee un cupo disponible por \$141.635 millones que está vigente hasta el año 2012. Adicionalmente, ISA está tramitando una tercera ampliación del programa de bonos en \$500.000 millones, quedando así con un cupo disponible de \$641.635 millones.

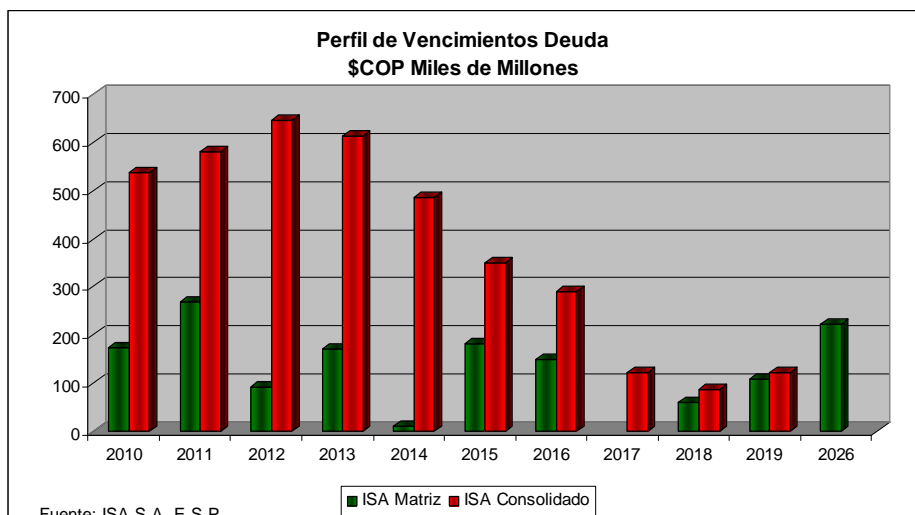
Igualmente, en los últimos 10 años, ISA ha realizado varias emisiones de acciones, diluyendo la participación accionaria de la Nación al 56,7% (incluyendo Ecopetrol). La última emisión de acciones que realizó en el mercado local fue a finales del año 2009, de la que obtuvo recursos por valor de \$384.198 millones, los cuales aún están en caja y se esperan destinar a la capitalización de compañías filiales y a nuevos negocios y adquisiciones, entre ellos Cintra Chile.

La incursión de ISA en el mercado de acciones a nivel internacional se da con la recientemente emisión de acciones preferenciales por parte de ISA Capital do Brasil por valor de US\$522 millones. Igualmente, aunque la participación de ADR's dentro de la composición accionaria de ISA aún es muy baja 0,1%, es un instrumento de liquidez que podría ser utilizado en cualquier momento.

Tanto ISA Matriz como el consolidado del Grupo ISA mantienen un perfil de vencimientos muy bien estructurado y la deuda de corto plazo se ha mantenido y se mantendrá en niveles promedio del 15% de la deuda total. A marzo de 2010, la deuda de corto plazo de



ISA Matriz era de \$138.942 millones y la del Grupo de \$573.039 millones y representó el 10% y 15% de la deuda total respectivamente. A marzo de 2010, la caja del Grupo ISA era de \$1,7 billones (US\$856 millones), de la cual ISA Matriz aportó \$630 mil millones.



Flujo de Caja y Métricas Crediticias

El perfil financiero de ISA Matriz es considerado fuerte para la categoría de calificación. La compañía se caracteriza por generar holgados y estables márgenes de EBITDA (65%) y de flujos caja operativos (69%), con bajos requerimientos de capital de trabajo, adecuados niveles de endeudamiento y una política de dividendos que se ajusta en función del plan de inversiones de la compañía.

El Grupo ISA tiene como política que sus filiales realicen sus inversiones con recursos propios y/o con deuda en cabeza de la misma filial, con una política de dividendos muy restringida hacia la matriz. En línea con esto, históricamente ISA Matriz ha generado un flujo caja operativo suficiente para cubrir holgadamente las inversiones de capital y repartir dividendos, manteniendo un constantemente un flujo de caja libre positivo, que a diciembre de 2009 se ubicó en niveles de \$376.845 millones.

Los dividendos recibidos por ISA Matriz en el año 2009 fueron de \$34.571 millones, donde los aportes más importantes provienen de Transelca e Internexa. Igualmente, Transelca ha otorgado préstamos a su matriz que a marzo de 2010 ascendieron a \$218.885 millones. A futuro, se espera que la política de dividendos de sus filiales sea muy similar a la de los dos últimos años, toda vez que las filiales más importantes se encuentran realizando inversiones de gran magnitud.

Las medidas de protección a la deuda son adecuadas. En el último año ISA Matriz presentó una disminución en el nivel de deuda al situarse en \$1,4 billones (Mar-10) de (\$1,7 billones) en el 2008. En este sentido, el indicador de Deuda / EBITDA + dividendos disminuyó a 2,2x (Mar-10) de 2,7x (dic-08) y el de cobertura de intereses aumentó a 3,9x (Mar-09) de 3,1x (dic-08). Al incluir el pasivo pensional en los indicadores de cobertura de la deuda, el indicador de endeudamiento se sitúa en niveles de 2,4 veces a marzo de 2010. En los próximos tres años, se espera que ISA mantenga indicadores de cobertura de deuda en niveles cercanos a 2,0x. No obstante, a partir del año 2014 se espera un aumento en el nivel de deuda, donde los indicadores de cobertura de la deuda podrían llegar a situarse en niveles máximos de 2,7x y de cobertura de intereses en niveles mínimos de 3,3x.

Al analizar en términos consolidados, el Grupo ISA mantiene unos indicadores de cobertura de la deuda en línea con la categoría de calificación. A marzo de 2010, el indicador de Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM se ubicó en niveles de 2,0x, manteniendo niveles muy similares al de años anteriores. La cobertura de intereses es muy saludable y se sitúa en 5,4x veces a marzo de 2010. En el año 2010, el Grupo ISA alcanzará un nivel máximo de apalancamiento de 4,0x por el alto requerimiento de inversiones, del 2011 en adelante, con la entrada en operación de diversos proyectos, el indicador se mantendrá en niveles de 2,5x.

Perfil de la Compañía

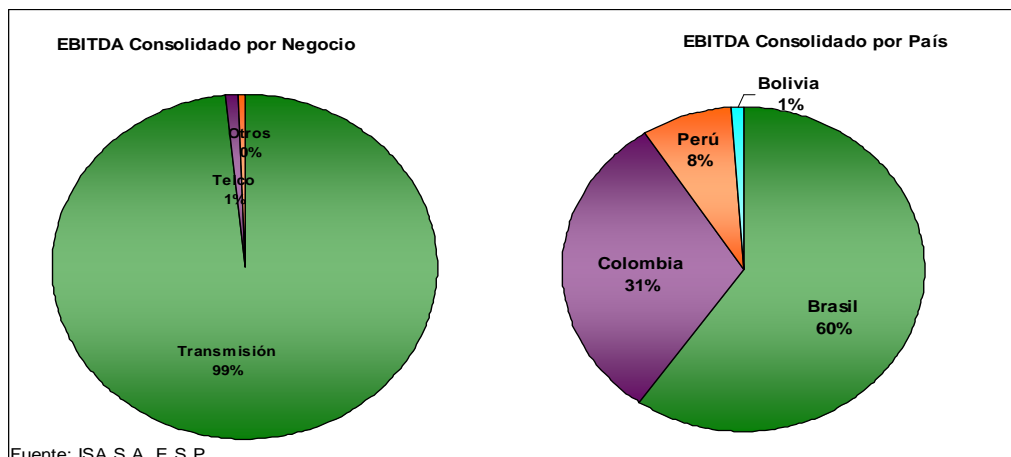
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA E.S.P.) es la compañía de transmisión de energía más grande de Colombia y es la matriz de un conglomerado que ha logrado una posición competitiva preponderante en los negocios de transporte de energía y telecomunicaciones en Latinoamérica. Los negocios que desarrolla ISA están enfocados a tres grandes unidades de negocio principalmente: Transmisión y Conexión de energía, Transporte de Telecomunicaciones, Operación y Administración de Mercados y Construcción de Proyectos de Infraestructura y Concesiones Viales en mercados como Colombia, Brasil, Chile, Bolivia, Ecuador, Panamá y América Central.

ISA es una empresa de orden nacional, donde la República de Colombia posee el 51.41% de la participación accionaria de forma directa y el 5,32% de forma indirecta a través de Ecopetrol. El segundo accionista más importante es Empresas Públicas de Medellín con el 10,17% y cuenta con un capital flotante del 31,44%.

	TRANSPORTE ENERGIA	TRANSPORTE TELCO	INFRAESTRUCTURA
COLOMBIA	ISA MATRIZ TRANSELCA (99,9%)	INTERNEXA (100%)	AUTOPISTAS DE LA MONTAÑA
BRASIL	CTEEP(ISA Capital do Brasil 89,4% acciones ordinarias y el 37,6% derecho económico) ISA Capital Do Brasil (58,6%) PINHEIROS (100%) IE Madeira (CTEEP 51%) IEMG (CTEEP 60%) IESUL (CTEEP 100%) IENNE (CTEEP 25%) SERRA DO JAPI (100%)	INTERNEXA PARTICIPACIONES (99,95%)	
PERU	ISA PERU (82,93%) REP (60%) TRANSMANTARO (60%)	INTERNEXA (100%)	
BOLIVIA	ISA BOLIVIA (100%)		
PANAMÁ	INTERCONEXION ELECTRICA COLOMBIA PANAMÁ -ICP- (50%)		
CENTRO AMERICA	EPR (11%)		
CHILE		COMPANIA TELECOMUNICACIONES INTERMEDIAS	CINTRA CHILE
VENEZUELA		INTERNEXA (asocio con CANTV)	
ECUADOR		TRANSNEXA (INTERNEXA 50%)	

Fuente: ISA S.A. E.S.P.

Operaciones



Transmisión de Energía

ISA presta los servicios de transmisión de energía en Colombia, Brasil, Perú y Bolivia con 38.551 km de red. En este sentido, ISA ocupa el quinto lugar en Latinoamérica en cuanto a kilómetros de red de transporte de energía construidos. Además, el Grupo ha logrado consolidar sus operaciones en cada uno de los países donde opera, puesto que los ingresos generados son muy representativos en cada una de las áreas de influencia. De acuerdo con esto, el Grupo ISA en Colombia posee el 81% de los ingresos de transporte de energía, el 77% en Perú, el 34% Bolivia y el 16% en Brasil

En los dos últimos años, el Grupo ISA ha sido muy activo en la participación de convocatorias públicas y ha sido adjudicatario de numerosos proyectos de construcción, operación y mantenimiento de líneas de transmisión en Brasil, Perú y Colombia por cerca de 4.794 Km de circuito y 18.956 MVA de transformación, con una inversión estimada de US\$2.570 millones y con entrada en operación entre los años 2011 y 2013.

País	Empresa	Valor Inversión US\$MM	Transmisión Km circuito	Transformación MVA
Colombia	ISA	70	76	174
Perú	REP		215	461
	TRANSMANTARO	500	936	4.560
Brasil	CTEEP		229	2.511
	Otras empresas	2.000	3.338	11.250
TOTAL		2.570	4.794	18.956

Fuente: ISA S.A. E.S.P.

En Centroamérica, ISA incursionará en el negocio de transmisión de energía a través de su participación en la Empresa Propietaria de la Red, la cual interconectará a seis países en Centroamérica en el año 2011, a través de 1.776 Km de líneas a 220 Kv.

Por su parte, con el fin de avanzar en la viabilidad de operar y construir la línea de transmisión de energía entre Panamá y Colombia, en el año 2009 se creó la empresa Interconexión Eléctrica Colombia Panamá ICP, donde participan como accionistas ISA y ETESA (sociedad panameña).

Las perspectivas de crecimiento de ISA en Latinoamérica son muy prometedoras, toda vez que estos países continúan ofreciendo oportunidades de expansión en el negocio de transmisión de energía. Brasil es el país con mayor expectativa de crecimiento en transmisión de energía, toda vez que, el Plan Decenal de Expansión de Energía 2008-2017, aprobado por el Ministerio de Minas y Energía estima una inversión cercana a los US\$11 billones. En Perú, se prevén inversiones por US\$400 millones para ampliaciones y refuerzos y nuevos procesos de concesión. En Colombia, la Unidad de Planeación Minero Energética estima inversiones en transmisión por US\$550 millones para los próximos 13 años. En Panamá, ISA continuará promoviendo la interconexión con Panamá, con una inversión estimada de US\$450 millones.

Telecomunicaciones

ISA a través de su filial INTERNEXA juega un papel muy importante en el negocio de transporte de telecomunicaciones en Latinoamérica. INTERNEXA accede a una red de fibra óptica de 10.848 km que une a Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela y cruza 63 ciudades en Suramérica. A esta red se le adicionarán 1.815 Km en Perú y Chile en el 2010.

Por su parte, en el negocio de telecomunicaciones, el Grupo ISA se posiciona como un jugador muy importante en la región Andina, con 10.848 Km en redes de fibra óptica que cruzan 63 ciudades de Colombia, Venezuela, Ecuador y Perú.

La intención de ISA en esta unidad de negocio es la de aprovechar la infraestructura eléctrica existente en todos los países que opera para ofrecer el servicio de transporte de telecomunicaciones. En este sentido, el Grupo ISA posee inversiones en Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela y Brasil para atender este negocio. Las inversiones en telecomunicaciones para los próximos cuatro años tan solo son cerca de US\$45 millones.

Recientemente, INTERNEXA adquirió el 90% de las acciones de la compañía de telecomunicaciones intermedias en Chile, el cual posee la titularidad de redes de fibra óptica ánodos en ese país y permitiría conectar las principales ciudades.

En Centroamérica INTERNEXA continuará asesorando a la EPR para la implementación del negocio de telecomunicaciones. Adicionalmente, en Brasil tiene previsto iniciar la prestación de servicios de tráfico regional desde y hacia este país.

Proyectos de Infraestructura

Actualmente, la unidad de negocio de Proyectos de Infraestructura del Grupo ISA viene adelantando proyectos en Colombia y Perú por US\$658 millones, orientados primordialmente orientados al negocio de transmisión de energía. A futuro se espera que esta unidad de negocio tome más relevancia con la MEGA propuesta por el Grupo ISA con la posible adquisición de Cintra Chile y la ejecución del proyecto de Autopistas de la Montaña.

De llevarse a cabo la viabilidad de proyecto de Autopistas de la Montaña, se espera que ISA reciba ingresos por concepto de peajes existentes del INVIAS y 6 peajes nuevos. Se estima que la inversión total puede ascender a los \$5,6 billones, de los cuales el 18% serán financiados con aportes de la Nación, el 11% por la Gobernación de Antioquia, el 7% por el Municipio de Medellín y el 64% restante a través de ISA con recursos de capital y deuda.

Al ser fruto de convenio inter-administrativo, ISA no asumirá el riesgo de construcción y de tráfico en Autopistas de la Montaña. Solo tendrá a cargo el riesgo financiero, tributario y de mantenimiento rutinario. El alcance del proyecto es variable, toda vez que, una vez

ISA realice todos los estudios correspondientes, se determinará la viabilidad o no del proyecto y el alcance del mismo (Km de distancia).

La transacción con Cintra Infraestructuras de España, propietaria de Cintra Chile se encuentra en proceso de aprobación por parte de las debidas autoridades en Chile, España y Colombia y se espera tener una decisión para el tercer trimestre del año. El 60% de la participación accionaria en Cintra Chile tendrá un costo de aproximadamente US\$ 300 millones, los cuales ISA espera financiar en un 50% con deuda y un 50% con recursos propios, parte de éstos provenientes de la emisión de acciones realizada a finales del año 2009. No obstante, tanto ISA como Cintra España tienen una opción de compra y venta respectivamente por el 40% de la participación restante, por un periodo hasta de dos años.

Cintra Chile Ltda es el principal operador de concesiones viales en Chile; bajo su administración están cinco concesiones con una longitud de 907 km. Las concesiones que opera Cintra Chile corresponden a cinco de las ocho concesiones que componen la Ruta 5, principal vía Norte-Sur del país y columna vertebral del transporte en Chile. Concesiones que tienen una gran importancia debido a que en su zona de influencia se concentra aproximadamente el 50% de la población y el 50% del PIB del país.

Estrategia

El Grupo ISA posee un agresivo plan estratégico que se enmarca dentro de una MEGA que tiene como objetivo alcanzar en el año 2016 ingresos hasta por US\$3.500 millones, de los cuales el 80% de estos se generarán por fuera de Colombia y el 20% corresponderán a ingresos de proyectos de infraestructura lineal. La intención de ISA es la de mantener una relación de ingresos y de EBITDA, en donde la caja generada del negocio de transmisión se mantenga en niveles del 80% y la proveniente de otro tipo de negocios no supere el 20%.

El objetivo primordial estará enfocado a crecer agresivamente en cada uno de los mercados donde ISA tiene presencia e incursionar en otros países de Latinoamérica de bajo riesgo a través de la integración energética y de telecomunicaciones. Igualmente, se espera que el grupo ISA sea reconocido entre los tres primeros transportadores eléctricos de América y el más grande de Latinoamérica, consolidando sus plataformas de Brasil y la región Andina y siendo un jugador relevante en otros países. En este sentido, actualmente ISA está desarrollando importantes proyectos de expansión de transmisión de energía en Brasil, Perú, Colombia y Panamá, con inversiones que ascienden a los \$5,5 billones aproximadamente entre los años 2010 y 2014.

En el negocio de proyectos de infraestructura lineal, incluyendo el proyecto de Autopistas de la Montaña y la posible adquisición de Cintra Chile espera realizar inversiones que en los próximos cuatro años pueden llegar a ser de \$2,5 billones aproximadamente.

Actualmente, el Grupo ISA ha realizado importantes avances en el desarrollo de su MEGA, a diciembre del año 2009 consolidó ingresos hasta por US\$1.618 millones y los ingresos generados por ISA por fuera de Colombia actualmente representan el 63%.

El total de inversiones de capital en los próximos cinco años se espera que sea de \$9,2 billones y serán financiados con nueva deuda de aproximadamente \$5 billones que será emitida durante los próximos cinco años.

Regulación

El negocio de transmisión de energía se caracteriza por tener ingresos regulados o garantizados por periodos de tiempo determinados. En el caso de Colombia, el

90% de los ingresos se encuentran regulados por periodos de cinco años. En los dos últimos años, el regulador ha desarrollado los nuevos parámetros regulatorios que se espera que entren en vigencia a partir del segundo semestre del año 2010. En este sentido, ISA ya ha realizado estimaciones y espera que los ajustes regulatorios los ingresos por transmisión tiendan a mantenerse.

El 10% de los ingresos generados por ISA en Colombia corresponden a convocatorias públicas, donde los ingresos son garantizados por un valor fijo en dólares, igual a la oferta presentada y para los proyectos construidos luego de 2003, dichos ingresos son ajustados anualmente con el PPI de estados unidos, por el periodo de tiempo que fue adjudicada la convocatoria (25 años). Las últimas convocatorias adjudicadas a ISA tienen vigencia hasta el 2035; cumplido dicho término, estos proyectos se remuneran con parámetros regulados.

En Brasil, CTEEP posee dos concesiones de transmisión de energía que vencen en el año 2015 y 2031. El 94% de los ingresos de CTEEP corresponden a la concesión del 2015, que en caso de no ser renovada, el Estado deberá devolver al concesionario el valor de los activos no depreciados en el año de terminación de la concesión. El 80% de los ingresos de las dos concesiones poseen un valor fijo garantizado por la vigencia de la concesión y son ajustados anualmente por el IGPM. El 20% de los ingresos están sujetos a las revisiones tarifarias que realiza el regulador cada cuatro años. Este componente debió ser revisado y actualizado por el regulador en julio del año 2009, no obstante, se prevé que la nueva vigencia regulatoria inicie en el segundo semestre del año 2010. ISA estima que estos ingresos pueden llegar a disminuir en un 20% aproximadamente, ante los cambios regulatorios anunciados.

Los ingresos de ISA Perú e ISA Bolivia están garantizados por la vigencia de la concesión y son ajustados anualmente con el índice estipulado en cada jurisdicción. En este sentido, los ingresos en ambos países están garantizados por 30 años en promedio.

La calificación de riesgo crediticio de FitchRatings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información.

Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Glauca Calp, Carlos Ramírez, José Luis Villanueva, Lucas Aristizábal y Natalia O'Byrne.

*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página Web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co

INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S.A. E.S.P.
Millones de pesos Corrientes
Pesos colombianos

Resumen Financiero

	mar-10	dic-09	dic-08	dic-07	dic-06
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.335.595	2.341.479	2.255.449	1.954.514	1.113.138
EBITDAR Operativo	2.348.775	2.352.023	2.255.449	1.954.514	1.113.138
Margen de EBITDA	70,5	70,8	71,3	69,3	55,2
Margen de EBITDAR	70,9	71,1	71,3	69,3	55,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	n.a.	9,7	13,5	4,2	46,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	n.a.	25,6	22,8	(70,6)	(54,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	3,4	3,6	3,3	3,3	4,5
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	n.a.	3,0	3,9	1,0	20,3
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	5,4	5,1	5,3	4,1	4,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,3	5,0	5,3	4,1	4,8
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	2,3	1,7	1,7	1,6	0,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	n.a.	1,7	1,7	1,6	0,8
FGO / Cargos Fijos	n.a.	3,0	3,9	1,0	20,3
FFL / Servicio de Deuda	n.a.	1,0	0,9	(1,2)	(0,6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	n.a.	1,7	1,4	(0,6)	0
FGO / Inversiones de Capital	n.a.	6,8	4,3	(0,2)	0,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,7	3,4	2,8	9,9	0,7
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,1	2,0	2,1	2,5	3,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,4	1,5	1,8	2,1	2,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,2	2,0	2,1	2,5	3,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,4	1,5	1,8	2,1	2,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,9	9,9	8,9	11,3	13,1
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Balance					
Total Activos	17.347.648	17.049.376	14.439.690	13.887.489	12.861.198
Caja e Inversiones Corrientes	1.745.274	1.016.822	644.865	787.146	889.214
Deuda Corto Plazo	573.039	891.498	864.817	746.479	1.094.145
Deuda Largo Plazo	3.299.998	3.688.609	3.789.509	4.135.723	2.455.287
Deuda Total	3.873.037	4.580.107	4.654.326	4.882.202	3.549.432
Deuda asimilable al Patrimonio	(1.084.913)				
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.957.950	4.580.107	4.654.326	4.882.202	3.549.432
Deuda Fuera de Balance	92.260	73.808	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.050.210	4.653.915	4.654.326	4.882.202	3.549.432
Total Patrimonio	10.351.752	9.658.575	7.718.337	6.811.810	6.727.419
Total Capital Ajustado	15.401.962	14.312.490	12.372.663	11.694.012	10.276.851
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	n.a.	918.767	1.240.244	18.427	4.505.164
Variación del Capital de Trabajo	n.a.	262.283	(110.309)	(316.657)	111.959
Flujo de Caja Operativo (FCO)	n.a.	1.181.050	1.129.935	(298.230)	4.617.123
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	n.a.	0	0	0	0
Inversiones de Capital	n.a.	(173.559)	(261.631)	(1.568.078)	(5.596.581)
Dividendos	n.a.	(160.274)	(147.373)	(126.653)	(111.880)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	n.a.	847.217	720.931	(1.992.961)	(1.091.338)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	n.a.	106.706	151.537	0	177.179
Otras Inversiones, Neto	n.a.	0	0	246.940	(152.046)
Variación Neta de Deuda	n.a.	(478.707)	(595.169)	1.200.950	1.568.441
Variación Neta del Capital	n.a.	384.198	0	399.047	0
Otros (Inversión y Financiación)	n.a.	(487.458)	(419.578)	43.955	43.776
Variación de Caja	n.a.	371.956	(142.279)	(102.069)	546.012
Estado de Resultados					
Ventas Netas	3.311.603	3.307.064	3.165.042	2.821.675	2.016.321
Variación de Ventas (%)		4,5	12,2	39,9	
EBIT Operativo	1.728.494	1.743.537	1.716.149	1.286.303	338.564
Intereses Financieros Brutos	430.492	456.778	425.554	474.955	233.092
Alquileres	13.180	10.544	0	0	0
Resultado Neto	318.494	314.877	236.595	226.021	150.470

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.