

Energía  
Colombia  
Análisis de Riesgo

# INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S.A. E.S.P. ISA

## 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- LTM)

	30-06-10	31-12-09
Ingresos	3.312.975	3.307.064
EBITDA	2.320.229	2.341.479
Margen de EBITDA (%)	70,0%	70,8%
FCF	n.a.	847.217
Deuda Fin. / EBITDA (x)	2,0	2,0
Deuda Neta / EBITDA (x)	1,4	1,5
EBITDA/Gastos Financieros (x)	6,1	5,1
CFO/CAPEX (x)		

\* LTM últimos doce meses

## Analistas

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

Lucas Aristizabal  
+312 3683260  
Lucas.aristizabal@fitchratings.com

## Informes relacionados

- *Metodología de Calificación de Empresas no Financieras. 24 de Noviembre de 2009.*

## Resumen de la calificación

El Comité Técnico de Calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del 6 de septiembre de 2010, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión extraordinaria de la calificación 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 la calificación en 'AAA' (Col) con perspectiva estable, según consta en el Acta # 1811 e la misma fecha.

La calificación asignada significa la más alta calidad crediticia. Representa la máxima calificación asignada por Fitch Colombia en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

## Fundamentos de la calificación

- La calificación del programa de emisión de bonos ordinarios ISA S.A. que se ampliará nuevamente en \$500.000 mil millones para alcanzar un cupo global de un billón setecientos mil millones de pesos se ve inalterada ante cambios en las características de la emisión entre las que se encuentra la modificación del plazo máximo de colocación a 50 años cuando éste era de 30 años.
- Igualmente, 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 junio de 2010 (LTM), ISA en términos consolidados registró un EBITDA de \$2,3 billones y una deuda total consolidada y ajustada de cerca de \$4,7 billones. Esto se traduce en un indicador de apalancamiento de 2,0x, 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 6,1x a junio de 2010 (LTM-consolidado).

- 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 (\$1,2 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

### Características de la Emisión

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. en 2004 estableció el esquema de Programa de Bonos con un cupo global inicial de hasta \$450.000 millones de pesos colombianos, en enero de 2006 amplió este cupo en \$400.000 millones, en febrero de 2009 se realizó la segunda ampliación en \$350.000 millones, para alcanzar el Programa un monto de un billón doscientos mil millones de pesos (\$1.200.000.000.000). Actualmente, se encuentra gestionando las autorizaciones para realizar la tercera ampliación del Programa en Quinientos mil millones de pesos (\$500.000 millones) para ascender a un cupo global de Un billón setecientos mil millones de pesos (\$1.700.000 millones). El Programa se desarrolla mediante la colocación de tramos en el mercado local.

Características de las emisiones	
Plazo de la emisión	Entre 1 y 50 años
Amortizaciones	Bullet, Amortizaciones periódicas iguales con tres o más años de gracia
Moneda	Pesos, dólares, UVR
Tasa de interés	COP: Tasa fija (COP-UVR) Tasa Variable (DTF-IPC-IBR) USD: Tasa Fija
Periodicidad del título	Trimestral, semestral, anual
Modalidad Intereses	Vencido
Agente Administrador	DECEVAL S.A.
Colocadores	Correval, Citivalores, Valores Bancolombia
Representante Tenedores	Corficolombiana

Fuente: ISA S.A. E.S.P. Adendo no. 5 al prospecto de emisión y colocación del programa de bonos de deuda pública interna.

**Resumen Financiero - ISA S.A. E.S.P. Cifras Consolidadas**  
Cifras en Millones de Pesos Corrientes

	jun-10	dic-09	jun-09	dic-08	dic-07	dic-06
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	2.320.229	2.341.479	2.373.778	2.255.448	1.954.514	1.113.138
EBITDAR Operativo	2.336.045	2.352.023	2.373.778	2.255.448	1.954.514	1.113.138
Margen de EBITDA (%)	70,0%	70,8%	71,9%	71,3%	69,3%	55,2%
Margen de EBITDAR (%)	70,5%	71,1%	71,9%	71,3%	69,3%	55,2%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) LTM	n.a.	9,7%	n.a.	13,3%	4,2%	0,5
Margen del Flujo de Caja Libre (%) LTM	n.a.	25,6%	24,9%	22,8%	-70,6%	-54,1%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) LTM	2,4%	3,6%	4,3%	3,3%	3,3%	3,0%
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos LTM	n.a.	3,0	n.a.	3,9	1,0	20,3
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	6,1	5,1	5,5	5,3	4,1	4,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,1	5,0	5,5	5,3	4,1	4,8
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda LTM	2,7	1,7	2,2	1,7	1,6	0,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda LTM	2,7	1,7	2,2	1,7	1,6	0,8
FGO / Cargos Fijos LTM	n.a.	3,0	n.a.	3,9	1,0	20,3
FCL / Servicio de Deuda LTM	n.a.	1,0	n.a.	0,9	(1,2)	(0,6)
(FCL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda LTM	n.a.	1,7	n.a.	1,4	(0,6)	0,0
FCO / Inversiones de Capital LTM	n.a.	6,8	n.a.	4,3	(0,2)	0,8
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO LTM	n.a.	3,4	n.a.	2,9	9,9	0,7
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM	2,0	2,0	1,9	2,1	2,5	3,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo LTM	1,4	1,5	1,6	1,8	2,1	2,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo LTM	1,6	2,0	1,9	2,125	2,5	3,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo LTM	1,0	1,5	1,6	1,8	2,1	2,4
Costo de Financiamiento Estimado (%) LTM	7%	10%	9%	9%	11%	9%
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	13%	19%	14%	19%	15%	31%
<b>Balance</b>						
Total Activos	16.945.166	17.049.375	15.299.416	14.439.690	13.887.489	12.861.198
Caja e Inversiones Corrientes	1.282.049	1.016.822	593.474	644.865	787.146	889.214
Deuda Corto Plazo	466.832	891.498	644.703	864.817	746.479	1.094.145
Deuda Largo Plazo	3.123.965	3.688.609	3.844.387	3.789.509	4.135.722	2.455.287
Deuda Total	3.590.797	4.580.106	4.489.090	4.654.326	4.882.201	3.549.432
Deuda asimilable al Patrimonio	1.023.036	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.613.833	4.580.106	4.489.090	4.654.326	4.882.201	3.549.432
Deuda Fuera de Balance	110.710	73.807	-	138.654	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.724.543	4.653.913	4.489.090	4.792.980	4.882.201	3.549.432
Total Patrimonio (Incluye interés minoritario)	10.410.664	9.658.575	8.388.341	7.718.336	6.811.810	6.727.418
Total Capital Ajustado	15.135.207	14.312.488	12.877.430	12.511.317	11.694.011	10.276.850
<b>Flujo de Caja (LTM)</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	n.a.	918.767	n.a.	1.240.243	18.427	4.505.163
Variación del Capital de Trabajo	n.a.	262.283	n.a.	(110.309)	(316.657)	111.959
Flujo de Caja Operativo (FCO)	n.a.	1.181.050	n.a.	1.129.934	(298.230)	4.617.122
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	n.a.	-	n.a.	-	-	-
Inversiones de Capital	n.a.	(173.559)	n.a.	(261.631)	(1.568.078)	(5.596.581)
Dividendos	n.a.	(160.274)	n.a.	(147.373)	(126.653)	(111.880)
Flujo de Caja Libre (FCL)	n.a.	847.217	n.a.	720.930	(1.992.961)	(1.091.339)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	n.a.	106.706	n.a.	151.537	-	177.179
Otras Inversiones, Neto	n.a.	-	n.a.	-	246.940	(152.046)
Variación Neta de Deuda	n.a.	(478.707)	n.a.	(595.169)	1.200.950	1.568.441
Variación Neta del Capital	n.a.	384.198	n.a.	-	399.047	-
Otros (Inversión y Financiación)	n.a.	(487.458)	n.a.	(419.578)	43.955	43.776
Variación de Caja	n.a.	371.956	n.a.	(142.280)	(102.069)	546.011
<b>Estado de Resultados (LTM)</b>						
Ventas Netas*	3.312.975	3.307.064	3.301.162	3.165.042	2.821.675	2.016.321
Variación de Ventas (%)	0,4%	4,5%	n.a.	12,2%	39,9%	n.a.
EBIT Operativo	1.706.610	1.743.538	1.829.990	1.716.149	1.286.303	338.563
Intereses Financieros Brutos	282.769	456.778	441.655	425.554	474.955	233.092
Alquileres	5.272	10.544	-	-	-	-
Resultado Neto	227.350	314.878	333.952	236.594	226.021	150.469

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, María Paula Moreno, Andrés Marquez, María Pia Medrano y Milena Carrizosa.

\*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página Web de la Sociedad Calificadora: [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://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](http://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.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información 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 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 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 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación. La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. 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, suspendidas, 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, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. 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. 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 títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.