

Moody's Investor Service

Calificación: Moody's asigna Calificación de Emisor Baa3 a ISA

Investigación de Crédito Global – Oct 26 de 2010

Calificación Asignada de Emisor de Primera Vez

Nueva York, 26 de octubre de 2010 – Moody's Investors Service asignó hoy una Calificación de Emisor en Moneda Local Baa3 y una Calificación de Emisor en Moneda Extranjera Baa3 a Interconexión Eléctrica S. A. E. S. P. –ISA– de Colombia. La perspectiva de la calificación es estable.

JUSTIFICACIÓN DE LA CALIFICACIÓN

La calificación tiene en cuenta el bajo perfil de riesgo comercial de ISA derivado de sus principales operaciones como principal empresa de transmisión colombiana. La calificación reconoce los estables flujos de caja de ISA soportados por una muy limitada exposición volumétrica y el relativamente transparente marco regulatorio colombiano, si bien ciertos aspectos técnicos continúan evolucionando. La calificación captura además la relación de apoyo crediticio con la Comisión de Regulación de Electricidad y Gas (CREG) que históricamente ha permitido una revisión por lo general tranquila de sus tarifas de transmisión. Sin embargo, en contraposición está nuestra opinión de que la independencia de la CREG ante la interferencia política no está garantizada a la luz de la composición y proceso de elección de sus miembros lo cual matiza nuestra opinión sobre el marco regulatorio. La calificación tiene en cuenta el bajo perfil de riesgo comercial de ISA derivado de sus principales operaciones como principal empresa de transmisión colombiana.

Debido a que el gobierno colombiano (calificación de los bonos del gobierno en ME: Ba1; calificación del tope de país en ME: Baa3; perspectiva estable) es el principal accionista de ISA (51.41% de participación), los factores de la Calificación de Emisor Baa3 influyen en la aplicación de la metodología de calificación de incumplimiento conjunta para los emisores relacionados con el gobierno (GRIs, por sus iniciales en inglés). El análisis de incumplimiento conjunto es parte de una evaluación crediticia de línea básica o independiente (BCA, por sus iniciales en inglés) de 10 (expresado en una Baa3), y, en el caso de ISA, un supuesto de nivel medio de soporte por parte del gobierno en el evento de estrés financiero, y un alto nivel de correlación del riesgo de incumplimiento entre ISA y el gobierno de Colombia.

Moody's reconoce la importancia de las operaciones extranjeras del grupo, en especial su subsidiaria de transmisión brasileña, la Companhia de Transmissao de Energia Electrica Paulista (CTEEP), cuya propiedad se tiene a través de ISA Capital do Brasil. Sin embargo, la calificación de ISA incorpora una mejora limitada de estas subsidiarias dado el hecho de que la compañía no puede confiar plenamente en sus flujos de caja debido a las restricciones impuestas a los dividendos incorporadas en su documentación de endeudamiento y el hecho de que se espera reinvertir dicho flujo de caja para la expansión de las operaciones actuales. En ese sentido, mientras se espera que las subsidiarias de transmisión brasileñas y peruanas de ISA crecerán sustancialmente, no se espera que ISA provea capital para financiar dicha expansión ya que ambas operaciones confiarán en que el flujo de caja excedente generado por las operaciones existentes será reinvertido para financiar dicho crecimiento. Además, ISA aporta una modesta suma de las garantías financieras como soporte a sus subsidiarias (alrededor de USD 50 millones) en donde a ISA Bolivia le corresponde la mitad del total. Moody's entiende además que ISA no planea otorgar ninguna garantía significativa adicional en nombre de sus subsidiarias de telecomunicaciones y transmisión.

Habiendo dicho esto, la calificación de ISA está de algún modo atemperada por una agresiva estrategia de crecimiento en el sector de carreteras, una nueva línea de negocios iniciada con la adquisición en septiembre de 2010 de un interés del 60% en Cintra Chile por cerca de USD 290 millones. La transacción estuvo financiada con efectivo y cerca de USD 124 millones de deuda; los términos de la transacción incluyen una opción para adquirir el 40% restante dentro de los dos años siguientes. Moody's cree que la expansión de la compañía hacia este negocio no está carente de riesgos dado el hecho de que ISA carece de experiencia previa relevante en este sector, y que a ISA se le exigirá hacer importantes aportes de capital en el mediano y largo plazo (hasta 2025) para el desarrollo del proyecto Autopistas de la Montaña lo cual tendrá como resultado un moderado aumento en el apalancamiento. Sin embargo, la calificación reconoce los beneficios de la diversificación geográfica y operacional asociada a la expansión de ISA hacia este negocio, las condiciones comerciales favorables del proyecto de carreteras colombiano, y las calificaciones de grado de inversión de tres de los cinco proyectos adquiridos a través de Cintra Chile (los dos restantes no están calificados públicamente). El flujo de caja residual de esta inversión está sujeto a pruebas de distribución en cada una de las subsidiarias del proyecto, y además ISA otorga una garantía de cumplimiento a los mono-línea que expira en diciembre de 2011 relacionada con la culminación del acceso Maipo Sur programada para principios de 2011. El Ministerio de Hacienda colombiano aprobó montos para la garantía de USD 856.4 millones, aunque Moody's entiende que el monto garantizado actualmente por ISA es un máximo de USD 442 millones.

La relación de ISA de Fondos de Operaciones (FFO, por sus iniciales en inglés) con respecto a deuda y la cobertura de intereses para 2007-2009 tuvieron un promedio de 18% y 2.9x, respectivamente, ambas bien posicionadas dentro de la categoría de calificación actual del emisor. Moody's espera que estos valores específicos se debiliten en el corto plazo debido al mayor apalancamiento asociado a sus iniciativas de crecimiento. Sin embargo, se espera que este debilitamiento en las cifras crediticias sea mitigado por los relativamente prudentes planes de financiación de la compañía tal como lo demuestra la emisión de USD 176 millones de capital al final de 2009. Moody's también ve que existe una prueba de incumplimiento en los documentos de financiación de la compañía que exige que la deuda neta no exceda 4 veces el EBITDA, lo cual de cierta manera, limita la capacidad de ISA de incurrir en mayor deuda ante la ausencia de una mayor generación de EBITDA. Así, Moody's espera que las cifras de ISA permanezcan razonablemente bien posicionadas dentro de su categoría de calificación actual; la FFO con respecto a la deuda se espera que permanezca cercana a 20 y la cobertura de intereses se espera que sea superior a 3x.

Las calificaciones también están limitadas por una falta de líneas de crédito que den apoyo de liquidez lo cual es una característica común observada en el grueso de los otros emisores latinoamericanos calificados por Moody's. Esta deficiencia está compensada en parte por el saldo del efectivo y valores negociables de ISA y su manejable perfil de vencimiento de deuda en el mediano plazo. También tomamos nota de la política de riesgo de moneda extranjera de la administración que trata de optimizar la cobertura natural asociada con las operaciones de las empresas del grupo, de manera que su distribución de la deuda por monedas refleja su flujo de ingresos. En este sentido, a junio de 2010, cerca del 91% de la deuda independiente pendiente de pago de ISA está denominada en pesos colombianos y el remanente corresponde a endeudamiento en USD; cerca del 75% de la deuda en pesos está indexada al Índice de Precios al Consumidor (IPC) para cubrir contra las variaciones inflacionarias. En un sentido de menor soporte crediticio, ISA está obligada legalmente a pagar dividendos de al menos el 70% de sus utilidades netas ajustadas si sus reservas exceden el 100% del capital suscrito.

La perspectiva de la calificación BCA de ISA es estable, y para ello nos basamos en nuestra expectativa de flujos de efectivos continuos y predecibles de sus negocios fundamentales de transmisión en Colombia, junto con el manejo prudente de los programas de expansión del grupo para las compañías de transmisión peruanas y brasileñas en donde las operaciones existentes proveen suficiente efectivo interno para financiar tal crecimiento sin aportes de capital ni garantías de ISA. La calificación también tiene en cuenta nuestra creencia de que el recién adquirido negocio

de carreteras en concesión deberá proveer flujos de efectivo bastante predecibles para ISA lo cual deberá ayudar a financiar los requerimientos de capital asociados con esta operación.

Las probabilidades de una mejora de la calificación BCA de ISA están algo restringidas dadas las agresivas iniciativas de crecimiento en curso en el negocio de concesión de carreteras y en las subsidiarias brasileñas y peruanas. Sin embargo, podría ocurrir una mejora en la calificación si ISA presenta relaciones de FFO con respecto a deuda y cobertura de intereses cercanas al 30% y 5x, ambas de manera sostenible.

La calificación BCA podría ser rebajada como resultado de un deterioro en el apoyo que ofrece el marco regulatorio colombiano. También podría dispararse una acción de calificación si el apalancamiento termina siendo mayor que el esperado actualmente, o si el supuesto clave de Moody's sobre la participación limitada de ISA en la expansión de sus subsidiarias brasileñas y peruanas en términos de aportes de capital o garantías, resulta ser incorrecto. También podría ocurrir una rebaja si hay un deterioro sustancial en los valores crediticios de ISA de manera que su cobertura de intereses y la relación de FFO con respecto a deuda caigan por debajo de 3x y 15%, respectivamente, de manera sostenida. Más aún, una rebaja en el tope en moneda extranjera de Colombia podría afectar negativamente las calificaciones de ISA.

La metodología principal utilizada para calificar a ISA es la metodología para calificación de Redes Reguladas de Electricidad y Gas publicada en agosto de 2009. Además, dada la propiedad del 51.41% de ISA por parte del Estado colombiano (Ba1 Escala Global; calificación de moneda local y extranjera; perspectiva positiva), cabe dentro del alcance de la metodología de calificación de Moody's titulada "Aplicación de Análisis de Incumplimiento Conjunto a Emisores Relacionados con el Gobierno (GRI, por sus iniciales en inglés)". Otras metodologías y factores que pueden haber sido tenidos en cuenta en el proceso de calificación de este emisor pueden encontrarse también en el sitio Web de Moody's.

Con oficinas principales en Medellín, ISA es la empresa de transmisión de electricidad más grande del país, con una participación de mercado superior al 71.4% en términos de utilidades generadas en el Sistema Interconectado de Transmisión Nacional (STN). ISA tiene participaciones directas o indirectas en un portafolio de subsidiarias de transmisión de energía en Colombia, Perú, Brasil, Bolivia, así como en las empresas que están desarrollando los proyectos de transmisión SIEPAC y la interconexión Colombia – Panamá. ISA es dueña única de la coordinadora colombiana de las operaciones de energía en el STN - Compañía de Expertos en Mercados XM. El grupo presta además servicios de transmisión de datos de telecomunicaciones por fibra óptica a través de sus subsidiarias Internexa y Transnexa que operan en Colombia, Perú, Venezuela, Chile, Brasil y Ecuador. Después de la culminación en septiembre de 2010 de la adquisición de un 60% de interés en Cintra Chile, ISA empezó su negocio de carreteras por concesión.

DIVULGACIONES REGLAMENTARIAS

Las siguientes son las fuentes de información utilizadas para preparar la calificación de crédito: partes involucradas en las calificaciones, las partes no involucradas en las calificaciones, información pública, información de propiedad exclusiva y confidencial de Moody's Investors Service, información de propiedad exclusiva y confidencial de Moody's Analytics.

Moody's Investors Service tiene en cuenta la calidad de la información disponible sobre el emisor u obligación satisfactoria para los fines de asignar una calificación crediticia.

Moody's adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que Moody's considera confiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es un auditor y no puede en cada instancia verificar o validar independientemente la información recibida en el proceso de calificación.

Por favor vea la última acción de calificación y la historia de la calificación en la pestaña de calificaciones, en la página del emisor/entidad en Moodys.com.

La fecha en la cual se publicaron por primera vez algunas Calificaciones Crediticias se remonta a la época anterior a que las Calificaciones Crediticias de Moody's Investors Service estuvieran totalmente digitalizadas y puede que no haya datos precisos disponibles. En consecuencia, Moody's Investors Service da una fecha que cree es la más confiable y exacta basado en la información que tiene disponible. Por favor refiérase a la página de divulgación de calificaciones en nuestro sitio Web www.moodys.com para obtener mayor información.

En la página Política de Crédito en Moodys.com encontrará las metodologías utilizadas para determinar las calificaciones, mayor información sobre el significado de cada categoría de calificación, y la definición de incumplimiento y recuperación.

Nueva York
Natividad Martel
Analista Asociada
Grupo de Finanzas de Infraestructura
Moody's Investors Service
PERIODISTAS: 212-553-0376
SUSCRIPTORES: 212-553-1653

Nueva York
A.J. Sabatelle
Vicepresidente Senior
Grupo de Finanzas de Infraestructura
Moody's Investors Service
PERIODISTAS: 212-553-0376
SUSCRIPTORES: 212-553-1653

Moody's Investors Service
250 Greenwich Street
Nueva York, NY 10007
EE. UU.

© 2010 Moody's Investors Service, Inc. y/o sus licenciatarios y filiales (en conjunto, "MOODY'S").
Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS SON LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE LAS ENTIDADES, LOS COMPROMISOS CREDITICIOS, O LOS VALORES DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MIS DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS A MEDIDA QUE SE VENCEN Y CUALQUIER PÉRDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN EL EVENTO DE UN INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO SE OCUPAN DE NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUYENDO PERO SIN ESTAR LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO CONSTITUYEN UN CONSEJO DE INVERSIÓN O FINANCIERO, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO SON RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES ESPECÍFICOS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO SON COMENTARIOS SOBRE LA CONVENIENCIA DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MIS PUBLICA SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS CON LA EXPECTATIVA Y ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA HARÁ SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE ESTÁ BAJO CONSIDERACIÓN PARA SER COMPRADO, MANTENIDO O VENDIDO.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LA LEY, INCLUYENDO PERO SIN ESTAR LIMITADO A, LEYES SOBRE DERECHOS DE AUTOR, Y NINGUNA INFORMACIÓN TAL PODRÁ SER COPIADA O DE OTRA MANERA REPRODUCIDA, REEMPACADA, RETRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DISEMINADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, O ALMACENADA PARA USO SUBSIGUIENTE PARA CUALQUIER PROPÓSITO, TOTAL O PARCIALMENTE, DE CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALESQUIER MEDIOS, POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S. Toda la información contenida en el presente documento es obtenida por Moody's de fuentes que se creen son precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico así como a otros factores, toda la información contenida en el presente documento se entrega "COMO ESTÁ" sin garantía de ninguna clase. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que Moody's considera confiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es un auditor y no puede en cada instancia verificar o validar independientemente la información recibida en el proceso de calificación. Bajo ninguna circunstancia MOODY'S tendrá responsabilidad alguna frente a ninguna persona o entidad por (a) cualquier pérdida o daño total o parcial causado por, resultante de, o relacionado con, algún error (culposos o de otro tipo) u otra circunstancia o contingencia dentro o por fuera del control de MOODY'S o cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados o agentes en conexión con el suministro, recolección, compilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de tal información, o (b) cualesquier daños directos, indirectos, especiales, emergentes, compensatorios o contingentes de cualquier tipo (incluyendo sin limitación, pérdida de utilidades), aún si a MOODY'S se le avisa con anticipación la posibilidad de tales daños, resultantes del uso de o incapacidad de usar, cualquier información tal. Las calificaciones, análisis de informes financieros, proyecciones y otras observaciones, si las hubiere, que hacen parte de la información contenida en el presente documento son, y deben ser interpretados únicamente como, declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones de comprar, vender o mantener ningún valor. Cada usuario de la información contenida en el presente documento debe hacer su propio estudio y evaluación de cada valor que esté considerando comprar, mantener o vender. Moody's no da ninguna garantía expresa o implícita de ninguna forma o manera, sobre la exactitud, oportunidad, completitud, comerciabilidad o aptitud para cualquier propósito particular de ninguna calificación tal u otra opinión o información.

MIS, un organismo subsidiario de calificación crediticia de propiedad total de Moody's Corporation (MCO"), por el presente documento divulga que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluyendo bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y papeles comerciales) y acciones privilegiadas calificados por MIS han, con anterioridad a la asignación de una calificación, acordado pagarle a MIS por los servicios de avalúo y calificación prestados por ella, comisiones que van desde \$1.500 hasta aproximadamente \$2.500.000. MCO y MIS también tienen políticas y procedimientos para ocuparse de la independencia de las calificaciones de MIS y los procesos de calificación. La información referente a ciertas afiliaciones que existan entre los directores de MCO y las entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y han además informado públicamente ante la SEC un interés de propiedad en MCO de más del 5%, es publicada anualmente en www.moodys.com bajo el título "Relaciones con los Accionistas – Gobierno Corporativo – Política de Afiliación de Directores y Accionistas".

Cualquier publicación en Australia de este documento es hecha por la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61003 399 657, con Licencia Australiana de Servicios Financieros No. 336969. Este documento tiene la intención de ser entregado sólo a los "clientes mayoristas" dentro del significado de la sección 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Con el acceso continuo a este documento desde Australia, usted le declara a MOODY'S que usted es, o está teniendo acceso al documento como representante de un "cliente mayorista" y que ni usted ni la entidad que usted representa diseminarán directa o indirectamente este documento o sus

contenidos a "clientes minoristas" dentro del significado de la sección 761G de la Ley de Sociedades de 2001.

No obstante lo anterior, las calificaciones crediticias asignadas en y después de octubre 1 de 2010 por Moody's Japan K.K. ("MJKK") son las opiniones actuales de MJKK sobre el riesgo crediticio futuro de las entidades, los compromisos crediticios, o la deuda o los valores de deuda o similares de deuda. En tal caso, "MIS" en las declaraciones anteriores deberá ser considerada remplazada por "MJKK". MJKK es un organismo subsidiario de calificación crediticia de propiedad total de Moody's Group Japan G.K. quien es de propiedad total de Moody's Overseas Holdings Inc., una subsidiaria de propiedad total de MCO.

Esta calificación crediticia es una opinión sobre la solvencia crediticia de una obligación de deuda del emisor, no sobre los títulos participativos del emisor o cualquier forma de valor que esté disponible para los inversionistas minoristas. Sería peligroso para los inversionistas minoristas tomar una decisión de inversión basada en esta calificación crediticia. Si tiene dudas usted debería contactar a su asesor u otro profesional financiero.

=====

REPÚBLICA DE COLOMBIA

MEDELLÍN, ANTIOQUIA

DECLARACIÓN

La suscrita, **ANA LUCIA URIBE DE R.**, Traductora Oficial e Intérprete para la República de Colombia, con Licencia del Ministerio de Justicia de Colombia otorgada mediante Resolución No. 3157 del 20 de noviembre de 1989, debidamente registrada y calificada para actuar como tal, declara por la presente, que la anterior es una traducción completa y veraz en quince páginas del Informe de Calificación de Moody's.

ANA LUCIA URIBE DE R.

Traductora Oficial

Medellín 3 de noviembre de 2010.