

**MOODY'S
INVESTORS SERVICE**

Opinión de Crédito: Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Investigación de Crédito Global – 12 de Agosto de 2014

Colombia

Calificaciones

| Categoría | Calificación Moody's |
|---|----------------------|
| Perspectiva | Estable |
| Calificación del Emisor | Baa2 |
| Ruta del Maipo Sociedad Concesionaria S.A. | |
| Perspectiva | Estable |
| "Bkd Senior Secured" | Baa3 |
| Ruta del Bosque S.A. | |
| Perspectiva | Estable |
| "Bkd Senior Secured – Dom Curr" | Baa3 |
| Ruta del Maule Sociedad Concesionaria S.A. | |
| Perspectiva | Estable |
| "Bkd Senior Secured" | Baa2 |

Contactos

| Analista | Teléfono |
|---------------------------------------|--------------|
| Natividad Martel/Ciudad de Nueva York | 212.553.4561 |
| William L. Hess/Ciudad de Nueva York | 212.553.3837 |

Indicadores Clave

| [1] InterconexionElectrica S.A. E.S.P. | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| (FFO + Interés) / Interés | 3.1x | 4.5x | 3.1x | 3.7x | 5.0x |
| FFO / Deuda | 20.9% | 21.7% | 11.8% | 20.7% | 26.0% |
| Deuda / Activos Fijos | 74.1% | 76.6% | 87.7% | 75.8% | 72.9% |
| RCF / Deuda | 12.1% | 12.4% | 2.7% | 7.1% | 14.6% |

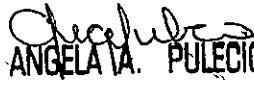
[1] Todos los indicadores son calculados de conformidad con la Metodología Global de Calificación de Redes Eléctricas y de Gas Reguladas utilizando los ajustes de estándares de Moody's.

Nota: Para conocer las definiciones de los términos de los indicadores más comunes de Moody's favor consultar la Guía de Usuario que se acompaña.

Opinión

Factores Determinantes de Calificación

- Estructura de propiedad
- La nueva estrategia corporativa es positiva en términos de calificación crediticia mientras que se espera que la reorganización de las operaciones de transmisión Colombianas sea neutra en términos de calificación crediticia.


ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor e Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

- Un marco regulatorio relativamente transparente y una exposición volumétrica limitada respaldan los flujos de caja
- Las subsidiarias extranjeras del Grupo tienen un impacto limitado sobre la calificación
- La financiación prudente de las iniciativas de crecimiento
- Se estima que las métricas crediticias se debilitarán pero permanecerán acordes dentro de la categoría de la calificación

Perfil Corporativo

Con sede principal en Medellín, Interconexión Eléctrica S.A., E.S.P. (ISA) es la compañía más grande de transmisión eléctrica en Colombia (calificaciones soberanas Baa3 de FC y LC; estable). Su participación en el mercado es cercana a 71.4% en términos de ingresos generados en el Sistema Interconectado de Transmisión Nacional (STN). Desde comienzos de este año, la operación y mantenimiento de éstos activos de transmisión están siendo realizados a través de la subsidiaria de propiedad 100% INTERCOLOMBIA E.S.P. S.A. (INTERCOLOMBIA). Las operaciones de transmisión están sujetas a la supervisión de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

La compañía también posee participación directa e indirecta en un portafolio de compañías subsidiarias de transmisión de energía que incluyen 99.99% en la colombiana Transelcae ISA Bolivia, así como el 65.58% del cual es propietaria (excluyendo acciones preferenciales) en ISA Capital do Brasil. Esta última compañía controla el 89.5% de las acciones ordinarias con derecho a voto (37.8% de las acciones de capital) de la Brasileira Companhia de Transmissao de Energia Elétrica Paulista (CTEEP).

En Perú, posee, directa e indirectamente, participación accionaria en ISA Perú (100%), Red de Energía del Perú (60%) y el Consorcio Transmantaro (60%; Baa3, estable) cuyas participaciones colectivas en el mercado totalizan actualmente alrededor del 65%. ISA además posee, directa o indirectamente, una participación del 100% en Interchile, la cual fue creada en 2013 y actualmente intenta obtener cuatro proyectos de transmisión en Chile. ISA también tiene una participación del 50% en Interconexión Eléctrica Colombia – Panamá S.A., una participación de 99.7% en la coordinadora colombiana de operaciones de energía, Compañía de Expertos en Mercados XM. También presta servicios de transporte de datos de telecomunicaciones vía fibra óptica en Colombia, Perú, Venezuela, Chile, Brasil, Argentina y Ecuador a través de sus subsidiarias Internexa y Transnexa. Las operaciones del grupo además incluyen cinco concesiones viales a través de Intervial Chile (con propiedad indirecta entre el 75% y el 100%).

El gobierno de Colombia es el accionista mayoritario de ISA (51.41% de participación). Otros accionistas mayoritarios incluyen Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (10.17%); Ecopetrol (5.32%) y Empresa de Energía de Bogotá (1.67%). De manera similar a otras entidades controladas públicamente, ISA está sujeta a control fiscal bajo la Contaduría General de la Nación y requiere la aprobación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público para incurrir en nuevas deudas u otorgar garantías.

A 30 de Junio de 2014, ISA reportó un consolidado de activos, endeudamiento y flujos de caja de los Últimos Doce Meses (LTM, por sus siglas en inglés) por aproximadamente US\$13.5 mil millones, US\$4.5 mil millones y US\$600 millones, respectivamente. Al cierre del año 2013, ISA registró de forma individual activos, deudas y flujos de caja en aproximadamente US\$5.4 mil millones, US\$744 millones y US\$164 millones, respectivamente. Esto equivale en aproximadamente 40%, 20%, y 21% del consolidado de activos, deuda y flujos de caja, respectivamente.

Razonamiento de la Calificación

Dado que el gobierno colombiano es el accionista mayoritario de ISA, ISA se encuentra dentro del alcance de la metodología de calificación de Moody's para Emisores Relacionados con el Gobierno (GRIs, por sus siglas en inglés). Como se explica más adelante, esta metodología incorpora cuatro componentes: (1) calificación soberana de Colombia (Baa2, estable), (ii) evaluación de Moody's de una probabilidad media

ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductora e Interprete Oficial,
Resol No. 0177 del/97 Min.Justicia

de un apoyo extraordinario del gobierno, (iii) un alto nivel de dependencia, así como, (iv) la Base de Evaluación Crediticia de ISA, (BCA, por sus siglas en inglés) de baa2, con base en una escala de aaahasta c en donde aaa indica la calidad crediticia más alta.

La BCA de ISA es una representación de su capacidad crediticia intrínseca antes de considerar un posible apoyo extraordinario del gobierno. La BCA tiene en cuenta la posición principal de sus operaciones de transmisión en Colombia junto con la visibilidad de estos flujos de caja impulsados por un ambiente regulatorio general que respalda el crédito, la exposición volumétrica limitada y el perfil de riesgo bajo de negocios de estas operaciones. Aunque reconoce la importancia de las subsidiarias extranjeras del grupo, el impulso es limitado dado que la calificación asume una independencia financiera y operacional suficiente entre ISA y estas subsidiarias. La BCA asume que la implementación de la reorganización de ISA de sus actividades de transmisión colombiana no tendrá implicaciones crediticias y considera que la Estrategia Corporativa anunciada este año, la cual se encuentra enfocada en fortalecer la rentabilidad del grupo, también contribuirá a la expansión disciplinada a medida que el grupo busque nuevas oportunidades de crecimiento en Colombia, particularmente en el sector vial y otros países regionales con marcos regulatorios transparentes. La calificación asume que estas inversiones serán financiadas de manera prudente, de tal manera que los indicadores crediticios permanecerán alineados con la categoría crediticia actual. La calificación también considera el riesgo de moneda extranjera limitado del grupo. Otros factores clave que equilibran la calificación incluyen la dependencia material de ISA a los mercados de capital para financiar necesidades de flujo de caja considerando una administración adecuada de su perfil actual de vencimiento.

CONSIDERACIONES DETALLADAS DE LA CALIFICACIÓN

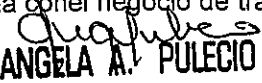
ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD

El gobierno colombiano no garantiza las obligaciones de deuda de ISA y no hay evidencia de que esto podría cambiar en el futuro; sin embargo, consideramos que existe una probabilidad "media" de un apoyo del gobierno en caso de dificultades por diversas razones, entre ellas la actual participación del 51.41% y la importancia estratégica de las operaciones de la compañía para la economía del país. Nuestra estimación de "alta" dependencia de incumplimiento refleja la importante exposición de Colombia a los mismos riesgos que aquellos que pudieran afectar la calidad crediticia de las operaciones domésticas de ISA y nuestra expectativa de que existe una elevada probabilidad de que el gobierno e ISA incumplan simultáneamente debido a factores de riesgo comunes.

REORGANIZACIÓN DE LAS OPERACIONES DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA DE COLOMBIA: CALIFICACIÓN CREDITICIA NEUTRAL

Como parte de su Estrategia 2020, la compañía decidió concentrarse exclusivamente en los asuntos estratégicos del grupo. Para tal fin, y luego de obtener todas las aprobaciones requeridas, incluyendo las autorizaciones de los titulares de bonos, accionistas y de las entidades reguladoras, a comienzos de este año ISA separó y colocó la operación y mantenimiento de sus activos de transmisión en Colombia en manos de INTERCOLOMBIA, la cual prestará dichos servicios e ingeniería a terceros. ISA capitalizó a INTERCOLOMBIA con aportes en efectivo y en especie que suman alrededor de US\$400 millones, y transfirió alrededor de 560 empleados, incluyendo un equipo de gestión totalmente dedicado a estas operaciones de transmisión.

Entendemos que ISA ha organizado con el operador del sistema, XM, una división de flujo de caja mediante la cual INTERCOLOMBIA e ISA reciben directamente 20% y 80%, respectivamente, de la remuneración por transmisión programada. La división de flujos de caja permite a INTERCOLOMBIA recuperar sus costos operativos y aprovechar los excesos de flujo de caja para mitigar de alguna manera el potencial de la subordinación estructural. Este habría sido el caso si INTERCOLOMBIA recibiera el 100% de los flujos de efectivo de la operación lo cual obligaría a ISA a depender totalmente del reparto de dividendos de sus subsidiarias. Cabe señalar que ISA ha conservado toda la deuda pendiente (al cierre de Junio de 2014, alrededor de US\$724 millones) relacionada con el negocio de transmisión de Colombia. ISA


ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

incurrirán nuevos endeudamientos necesarios para financiar nuevas iniciativas de inversión que le sean adjudicadas bajo los procesos de convocatoria realizados por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) aunque INTERCOLOMBIA llevará a cabo la construcción de nuevas estructuras de transmisión. No se espera la emisión de endeudamiento en INTERCOLOMBIA.

Esta separación de los ingresos es una consideración importante desde nuestra perspectiva dado que la calificación actual de ISA captura su dependencia relativamente modesta sobre los dividendos recibidos de sus demás subsidiarias para el servicio de su deuda. En 2013, los dividendos recibidos sumaban alrededor de US\$66 millones por cuenta de un dividendo de US\$24 millones proveniente de ISA Perú (2012: alrededor de US\$3 millones) comparado con menos de US\$35 millones en 2012 (2011: alrededor de US\$25 millones; 2010: US\$44 millones). Se estima que TRANSELCA seguirá siendo la compañía que más reparte dividendos (2013: alrededor de US\$36 millones; 2012: US\$27 millones; 2011: US\$20.5 millones) seguido de ISA Bolivia (2013: alrededor de US\$2.1 millones; 2012: alrededor de US\$3.2 millones; 2011: US\$2.2 millones) mientras que estimamos que los flujos generados provenientes de las subsidiarias peruanas, incluyendo a CTM, seguirán siendo modestas teniendo en cuenta los programas materiales capex que actualmente se intentan en ese país. Al cierre de Junio de 2014, la deuda individual de ISA representaba alrededor del 16% de la deuda consolidada.

LA EXPOSICIÓN VOLUMÉTRICA LIMITADA Y EL MARCO REGULATORIO FORTALECEN LA VISIBILIDAD DEL FLUJO DE CAJA RELACIONADO CON LA TRANSMISIÓN

La visibilidad de los flujos de caja operacionales de ISA constituye un factor de crédito positivo desde una perspectiva crediticia, dado que mejora la capacidad de la compañía para cumplir su deuda pendiente. Sus activos de transmisión son de larga vida, con un riesgo operacional relativamente bajo, junto con altos factores históricos de disponibilidad (alrededor del 99.9%) y bajas pérdidas de energía (0.01%). A pesar de los esfuerzos para eliminar las barreras de entrada, las cinco principales empresas de transmisión en Colombia (en total son nueve) representan alrededor del 90% de la participación del mercado con ISA y Transelca, las cuales representan alrededor del 80% en el futuro previsible. Observamos que Transelca otorgó varios préstamos inter-compañías a su empresa matriz con un saldo total que en la actualidad se aproxima a US\$150 millones. Estos préstamos vencen entre octubre de 2022 y 2027. ISA también recibió un préstamo inter-compañías de ISA Capital do Brasil en alrededor de US\$24 millones, con vencimiento en diciembre de 2014.

Al igual que en otros países de Latinoamérica, los proyectos de transmisión en Colombia se enfrentan cada vez más a los desafíos para obtener derechos de tránsito, servidumbres y permisos ambientales. Por ejemplo, entendemos que éstos últimos causaron retrasos en la fecha de puesta en servicio del proyecto de transmisión Sogamoso. Su fecha de culminación estaba programada inicialmente para Junio de 2013 pero después de varias prórrogas, se completó en Agosto de 2014. En sus reportes de ganancias de primer semestre de 2014 y de cierre del ejercicio 2013, ISA informó que durante 2014 sus inversiones estimadas en Colombia, en gran medida en proyectos de transmisión, se aproximarían a US\$210 millones mientras que con base en los proyectos de transmisión asignados hasta ahora se espera que éstos desembolsos de capital disminuyan significativamente hacia el futuro (menos de S\$100 millones por año). Visto lo anterior, la calificación asume que ISA seguirá participando en las nuevas iniciativas de transmisión en Colombia que se otorgan en virtud de un proceso de licitación coordinado por el Ministerio de Minas y Energía. La base de activos de generación y la expansión de la red de transmisión requerida en Colombia son actualizadas anualmente por el órgano administrativo especial del Ministerio de Minas y Energía, la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME).

Consideramos que el marco regulatorio colombiano se compara bien con el de otros países de América Latina en términos de estabilidad y transparencia. Esto se sustenta en su trayectoria previsible desde la promulgación en 1994 de la Ley 142 (Ley de Servicios Públicos Domiciliarios; LSPD), el Decreto 1524 asociado, así como otras partes de la legislación, incluida la Ley de Electricidad (Ley 143) y el reglamento adicional que ha desarrollado aún más el marco en los últimos quince años. También consideramos que las decisiones de la CREG son en general constructivas en términos crediticios; sin embargo, nuestra

ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductora e Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del 97 MinJusticia

opinión sobre el marco regulatorio está un tanto atenuada por la composición y elección de los miembros de la junta directiva de la CREG, la cuales no aísla completamente las posibles injerencias políticas. Dicho esto, no ha habido ninguna prueba en este sentido hasta la fecha.

La mayor parte de los activos de transmisión de ISA comenzó a operar antes del año 2000. Estos están sujetos a las tarifas fundamentadas actualmente en una tasa de retorno del 11.5 % que se aplicará sobre el valor de reposición de los activos y las revisiones de la CREG cada cinco años donde la siguiente no se prevé para antes del año 2015. Para los demás activos de transmisión de ISA que comenzaron a operar después del año 2000, durante los primeros 25 años de operación, la remuneración de estos activos se ha basado en la oferta ganadora que incluyó los ingresos estimados anuales en dólares, junto con los gastos de Administración, Operación y Mantenimiento, así como los costos de oportunidad del capital invertido. Después de 25 años, estos activos también estarán sujetos a revisiones periódicas de las tarifas de transmisión por parte de la CREG. Consideramos como un factor positivo de crédito la exposición volumétrica muy limitada de la remuneración para ambos tipos de activos. Observamos además que los costos de la transmisión también están vinculados a la inflación, pero les falta ajustes por cambios en la tasa cambiaria (USD/moneda local), como es el caso en otras jurisdicciones, un factor negativo de crédito.


También consideramos una debilidad crediticia que los daños causados por ataques terroristas no sean considerados Fuerza Mayor. El año pasado 57 torres (2012: 88) fueron atacadas con costos de recuperación asociados de aproximadamente US\$5 millones el año pasado. Dicho esto, se compensa a la compañía a través de las tarifas por el costo asociado con la reparación de los activos de transmisión atacados que entraron en operación antes de 2000, mientras que estos costos para los activos posteriores a 2000 fueron considerados en la oferta presentada. Debe tenerse en cuenta que la compañía ha sido capaz de hacer frente a estos ataques sin mayores consecuencias sobre los servicios de energía eléctrica en el país.

LA CALIFICACIÓN INCORPORA UN IMPACTO LIMITADO PROVENIENTE DE LAS OPERACIONES EXTRANJERAS DEL GRUPO

Reconocemos la importancia de las operaciones extranjeras del grupo en términos de tamaño, particularmente aquellas en Brasil (deuda en el 2T2014: alrededor de US\$647 millones o 14.4% de la deuda consolidada; de la cual 72% estaba pendiente en CTEEP), Perú (deuda: US\$797 millones; 17.7% del consolidado) y Chile (deuda: US\$2.1 mil millones; 46.55%). Al cierre de 2013, el aporte de las anteriores al EBITDA del grupo (sin ajustes por intereses minoritarios) representaron 11.3% (Brasil), 14.7% (Perú), 34.4% (Chile), respectivamente.

Consideramos a las subsidiarias peruanas en nuestra evaluación analítica de ISA, teniendo en cuenta los aportes de capital y las garantías de la compañía (proporcionales a su participación) otorgadas a los prestamistas para financiar, por ejemplo, las obras de construcción de CTM, en caso de no poder completarias, una consideración clave en la calificación de CTM. Tras la puesta en marcha exitosa de la concesión Trujillo-Chiclayo en Julio (capex total: US\$116.9 millones; deuda asociada US\$100 millones), CTM está intentando la concesión Machupicchu-Cotaruse. Entendemos que este proyecto está avanzando sin contratiempos luego de unos retrasos iniciales por permisos ambientales por fuera del control de CTM con su culminación estimada en Enero de 2015 (capex total alrededor de US\$100 millones; a Junio de 2014: US\$51.5 millones). CTM también está iniciando la concesión Marcona-Montalvo de 900 km. de longitud (capex: más de US\$450 millones) con una puesta en marcha estimada en 2016 y actualmente está en proceso de cierre de los acuerdos financieros relacionados.

ISA también otorgó garantías financieras para los acuerdos financieros suscritos por EPR hasta 2027 (con cierre a 2013: US\$40.9 millones) e Internexa (US\$56.6 millones; hasta 2017), mientras que ha entregado en prenda sus acciones en ISA Bolivia (alrededor de US\$14 millones hasta el año 2019) y REP (US\$46.7 millones hasta el año 2013) como garantías de servicio de la deuda. Entendemos que ISA no planea proveer ninguna garantía adicional en nombre de sus subsidiarias existentes de telecomunicaciones y transmisión.


ANGELA AI PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

Sin embargo, la calificación de ISA tiene en cuenta que no depende de los flujos de efectivo provenientes de sus operaciones Brasileñas a pesar del préstamo inter-compañías de ISA Capital do Brasil mencionado anteriormente, y que no tiene la intención de hacer ningún aporte de capital para ayudar en la financiación de los programas de desembolso de capital sustancial de subsidiarias de CTEEP. Tras la renovación anticipada del contrato de concesión 059/2001 en Enero de 2013, los flujos de efectivo operativo bajaron sustancialmente (una reducción alrededor de 70% en los ingresos) únicamente para recuperar los gastos de O&M incurridos más una tarifa que ha reducido su capacidad de hacer repartos sustanciales de dividendos. La calificación de ISA anticipa que ISA Capital do Brasil utilizará los dividendos recibidos para efectuar pagos sobre capital preferencial redimible emitido en 2010 (alrededor de US\$32 millones en bonos no ofrecidos, aún se encuentran pendientes de pago). Además consideramos que ISA no está expuesta a las cláusulas de incumplimiento cruzado de ninguna deuda incurrida por CTEEP para sustentar nuestra opinión sobre el grado suficiente de independencia operativa y financiera que existe entre las actividades de ISA y de CTEEP. Dicho esto, aunque la calificación de ISA asume que CTEEP e ISA Capital do Brasil podrán reembolsar en su totalidad sus obligaciones financieras pendientes, también creemos que algún riesgo de reputación podría incentivar a ISA a ofrecer apoyo financiero a sus subsidiarias Brasileñas si su efectivo disponible fuere insuficiente para reembolsar sus deudas vencidas. En 2013, CTEEP recibió casi BRL1.5 mil millones (alrededor de US\$750 millones) de pagos por adelantado en relación con la remuneración por BRL2.9 mil millones por la renovación temprana de los activos de transmisión de CTEEP (posteriores a Mayo de 2000), mientras que está recibiendo el 50% restante en 31 cuotas mensuales hasta Julio de 2015. Estas cuotas se indexan con el llamado Índice de Precios al Consumidor (IPC) armonizado + 5.59%. CTEEP también está usando estos montos para reembolsar su deuda pendiente que vence entre 2013 y 2015, un factor positivo de crédito. Una nota menos positiva, el valor de la remuneración por los activos que comenzaron operación antes de Mayo de 2000 aún se encuentra pendiente. Esperamos que esto sea suficiente para reembolsar la deuda pendiente de CTEEP, la cual se estima en BRL862 millones (alrededor de US\$345 millones) para finales de Julio de 2015.

La calificación de ISA reconoce los beneficios de la diversificación asociada con Intervial Chile S.A., así como las calificaciones de grado de inversión del endeudamiento incurrido para financiar partes de tres de las cinco concesiones viales existentes en la actualidad, particularmente Ruta del Maipo (Baa3;Estable), Ruta Maule (Baa3; Estable) y Ruta del Bosque (Baa3;Estable). Las dos autopistas restantes no se han calificado públicamente. La habilidad de estas concesiones de generar dividendos está sujeta al análisis de distribución en cada uno de los instrumentos de deuda o acuerdos crediticios de las vías (a finales de Junio de 2014: alrededor de \$2.1 mil millones de deuda asociada a estas concesiones). La calificación de ISA incorpora la expectativa de que cualquier dividendo de estas concesiones se utilizará principalmente para financiar las iniciativas de crecimiento y para reembolsar el préstamo inter-compañías por US\$140 millones que ISA otorgó a ISA Inversiones Chile en Diciembre de 2011 (saldo actual alrededor de US\$108 millones) para ayudar en la adquisición de la participación minoritaria del 40% (contraprestación total: US\$211 millones).

NUEVA ESTRATEGIA CORPORATIVA APOYA UNA IMPLEMENTACIÓN PRUDENTE DE LOS PLANES DE EXPANSIÓN AGRESIVA

En 2013, ISA declaró la implementación de su Estrategia ISA 2020 que se concentra en mejorar la rentabilidad y eficiencia de sus principales negocios. Esto es positivo en términos de crédito, dado que en lugar del crecimiento de los ingresos (objetivo anterior de US\$3.5 mil millones para 2016), la compañía se ha enfocado en triplicar sus utilidades consolidadas para el año 2020. Para este fin, ISA pretende capturar sinergias para la contratación de materiales teniendo en cuenta los programas de inversión significativos que actualmente están intentado sus subsidiarias, especialmente en Colombia, Brasil, Perú y Chile. ISA también espera seguir siendo un líder en el mercado en los sectores de transmisión de energía y telecomunicaciones (transportador de datos) en Latinoamérica mientras que captura oportunidades de crecimiento con una rentabilidad superior. Lo anterior se define en términos de exceder sus costos de capital que varían de país en país. La nueva estrategia también pretende manejar el portafolio de negocios y países del grupo de una forma más dinámica para mejorar el aprovechamiento de las oportunidades de compra y venta.


ANGELA A. PULECIO MAYORGA

Traductor e Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

TRADUCCIÓN OFICIAL No. 134-14 DE UN DOCUMENTO ESCRITO EN INGLÉS

MOODY'S

Angela Pulecio – Traductora Oficial

En Marzo de 2014, ISA reveló que el programa capex del grupo 2014-2020 se aproximaría a US\$3.4 mil millones (considerando únicamente los proyectos adjudicados). Los desembolsos de capital en Perú se aproximan a US\$750 millones incluyendo el proyecto Marcona-Montalvo (US\$450 millones; culminación 2016) mientras que ha ganado dos nuevos proyectos durante 2010 (capex total: US\$100 millones). Se espera que su puesta en marcha sea para antes de finalizar el año 2016 y a comienzos de 2017, respectivamente. Alrededor un tercio del presupuesto ha sido asignado para los cuatro proyectos de transmisión ganados por Interchile en subastas públicas en 2012 y 2013 con una longitud total de 1.905,8 km, incluyendo 1.503 km de redes a 500KV (circuito sencillo) en tres proyectos. Entendemos que la mayoría de la financiación se requiere en los últimos años de estos proyectos estimados a cinco años. Se estima que los ingresos anuales de los proyectos durante los primeros veinte años será aproximadamente de US\$63 millones; posteriormente, los proyectos estarán sujetos a las tarifas de transmisión reguladas. Dada la transparencia y estabilidad del marco regulatorio Chileno y la experiencia de ISA en el sector de transmisión, creemos que estas inversiones son un factor positivo de crédito aunque no deja de tener riesgos. Dicho esto, entendemos que se está avanzando en la consecución de servidumbres de paso, un factor positivo de crédito y que ISA ha incorporado un margen de maniobra en el cronograma de culminación dados los riesgos inherentes asociados con este tipo de proyectos. El grupo planea además participar en licitaciones públicas para la asignación de nuevos proyectos de transmisión eléctrica en Colombia, Perú y Chile.

Entendemos que ISA planea participar en la segunda ronda de proyectos de concesiones viales en Colombia. Esto sigue a continuación de la adjudicación por parte de la autoridad Colombiana (ANI) de la primera ronda de proyectos (10) que se espera para finales del año. ISA planea aprovechar el conocimiento adquirido en sus operaciones viales en Chile y eventualmente también incorporar las alianzas en sus ofertas para reducir los riesgos y la carga financiera. Esto es un factor positivo de crédito que ha sido utilizado en otros esfuerzos. Por ejemplo, la subsidiaria de ISA INTERNEXA, firmó un acuerdo con las subsidiarias brasileñas de la International Finance Corporation (IFC; Aaa, estable) y la administradora de fondos de inversión (IGF) para participar en la financiación y estructuración de proyectos de telecomunicaciones y de TI en Brasil. Para ello, la subsidiaria INTERNEXA Participacoes recibirá aportes de capital que inicialmente sumarán hasta US\$50 millones. También, Empresas de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. (EEB) tiene una participación minoritaria del 40% en las subsidiarias peruanas de transmisión de ISA, REP y CTM.

SE ESPERA QUE LOS INDICADORES CREDITICOS PERMANEZCAN ACORDES CON LA CATEGORÍA DE LA CALIFICACIÓN

Según lo señalado en el cuadro anterior, ISA continúa reportando indicadores crediticios que son acordes con la categoría de calificación Baa de conformidad con las pautas en virtud de la metodología de Redes Reguladas de Electricidad y Gas publicada en Agosto de 2009. La calificación de ISA asume que las nuevas inversiones se financiarán de manera prudente y que su razón de pago objetivo no excederá de 70% de su ingreso neto distribuible. De manera importante, mientras la BCA prevé un deterioro del indicador crediticio individual de ISA a medida en que la compañía incurra en nuevo endeudamiento para financiar sus aportes de capital a estos nuevos proyectos, también asume que seguirán estando bien posicionados dentro de la categoría de calificación Baa; en concreto, se estima que sus Fondos provenientes de Operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) con promedio de 3 años frente a la deuda, la cobertura de intereses y el Flujo de Caja Retenido (RCF, por sus siglas en inglés) frente a la deuda se sitúan alrededor del 15%, y excederá 3,5 veces y el 7%, respectivamente. También ganamos tranquilidad adicional con la prueba de incumplimiento incluida en la documentación financiera de la compañía que requiere que la deuda neta a EBITDA permanezca por debajo de 4x, lo cual pone límites a la capacidad de ISA de incurrir en deuda incremental en ausencia de una generación de EBITDA de respaldo adicional.

Perfil de Liquidez

La calificación de ISA se modera por su dependencia a los mercados de capitales para financiar sus necesidades de capital y para cubrir los déficits de efectivo inesperados en ausencia de líneas de crédito

ANGELA A. PULECIO MAYORGA

Traductor e Intérprete Oficial
Resol. No. 0177 del/97 MinJusticia

comprometidas. Históricamente, esta debilidad se ha compensado en cierta medida por los altos saldos de efectivo y los títulos valores negociables de ISA. A finales de Junio, ISA reportó efectivo e inversiones a corto plazo de forma consolidada e individual en alrededor US\$1 mil millones y US\$280 millones, respectivamente. ISA actualmente no está divulgando los resultados financieros del semestre de manera individual; sin embargo, entendemos que al cierre del año 2014, ISA mantendrá como mínimo un saldo de US\$35 millones de efectivo e inversiones a corto plazo a pesar de un uso importante de ello para ayudar a financiar sus requerimientos de capital, lo cual incluye aportes de capital a sus subsidiarias pero también reembolsos de deudas (total de vencimientos en 2014 por cerca de US\$35 millones). La calificación también considera que el perfil de madurez de la deuda de ISA se mantendrá manejable con alrededor de US\$117 millones y US\$100 millones con vencimiento en 2015 y 2016, respectivamente.

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva estable de la calificación para la calificación baa2 BCA de ISA y la calificación de Emisor Baa2 refleja la expectativa de Moody's para la generación de flujo de efectivo predecible, continua a partir de los negocios básicos de transmisión en Colombia, junto con el manejo prudente de los programas de expansión de capital del grupo para las subsidiarias extranjeras. La perspectiva estable también implica según nuestras expectativas que el crecimiento futuro será logrado únicamente en los negocios regulados y que serán apropiadamente financiados de tal forma que ISA continuará reportando indicadores que sean razonables con la categoría de calificación Baa de conformidad con las pautas establecidas en la metodología de redes reguladas de Moody's.

Lo Que Puede Cambiar la Calificación Hacia Arriba

Es poco probable que haya presión al alza sobre la calificación positiva de ISA dado que la calificación soberana del gobierno de Colombia es Baa2 con perspectiva estable. Adicionalmente, la calificación está limitada por el deterioro esperado de sus indicadores crediticios clave aunque se espera que se mantengan en consonancia con la categoría de calificación Baa.

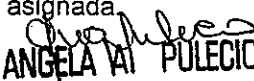
Lo Que Puede Cambiar la Calificación Hacia Abajo

La BCA de ISA podría bajar y/o la calificación de Emisor podría desmejorar como resultado de un deterioro en el apoyo crediticio del marco regulatorio colombiano. Una acción de calificación negativa podría ser también activada si no se demuestra que es correcta nuestra suposición clave respecto del progreso sin contratiempos de las nuevas iniciativas de crecimiento de las subsidiarias extranjeras, particularmente en Perú y Chile. También podría haber una calificación hacia abajo si el apalancamiento resulta ser más alto que lo actualmente esperado o por un deterioro material en los indicadores crediticios. Específicamente si su FFO con promedio de 3 años frente a la deuda, la cobertura de intereses y el RCF frente a la deuda caen por debajo de 12.5%, 3.0x, y 7%, respectivamente, de forma sostenible.

Otras Consideraciones

La política de riesgo de tipo de cambio de la Gerencia se esfuerza por optimizar la cobertura natural asociada a las operaciones del grupo de forma que el desglose por monedas de la deuda refleje los flujos de ingresos esperados. En este sentido, más del 90% de la deuda autónoma pendiente de ISA está denominada en pesos colombianos con endeudamiento en dólares norteamericanos que representan el remanente. Además, alrededor del 75% de la deuda de ISA denominada en pesos colombianos está indexada al Índice de Precios al Consumidor para protegerse contra las variaciones de la inflación.

Evaluamos la BCA de ISA principalmente en relación con la metodología de Redes Reguladas de Electricidad y Gas de Moody's publicada en agosto de 2009. Como se representa en el siguiente cuadro, la calificación de la BCA indicada por el emisor con base en los indicadores crediticios tanto históricos como proyectados es Baa2, lo mismo que su actual BCA asignada.


ANGELA M. PULECIO MAYORGA
Traductor e Intérprete Oficial
Resol No. 0177 de 1997 MinJusticia

Factores de Calificación

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

| Redes Eléctricas y de Gas Reguladas [1] [2] | 12/31/2013 | | Visión a Futuro* a 12 meses de Moody's a Agosto de 2014 | |
|--|------------|------|---|------|
| Factor 1: Ambiente Regulatorio y Modelo de Propiedad de (40%) | | | | |
| a) Estabilidad y Predictibilidad del Régimen Regulatorio | | Baa | | Baa |
| b) Modelo de Titularidad de Activos | | Aa | | Aa |
| c) Recuperación de Costo e Inversión | | Baa | | Baa |
| d) Riesgo sobre Ingresos | | Aa | | Aa |
| Factor 2: Riesgo de Ejecución y Eficiencia (10%) | | | | |
| a) Eficiencia de Costo | | Baa | | A |
| b) Escala y Complejidad del Programa de Capital | | Baa | | Baa |
| Factor 3: Estabilidad del Modelo de Negocios & Estructura Fin (10%) | | | | |
| a) Capacidad & Disposición para Intentar Actividad de Oportunidades Corporativas | | B | | Baa |
| b) Capacidad & Disposición para Aumentar Apalancamiento | | Baa | | Baa |
| c) Proporción Objetivo de Utilidad Op. Fuera de Actividades Principales | | B | | A |
| Factor 4: Indicadores Crediticios Clave* (40%) | | | | |
| a) $(FFO + \text{Int. Exp}) / \text{Int. exp}(\text{Prom. 3 años})$ | 4.7x | A | 3.5x-5.0x | A |
| b) Deuda / Activos Fijos (Prom. 3 años) | 78.8% | Ba | 60-75% | Baa |
| c) FFO / Deuda (Prom. 3 años) | 19.5% | A | 15-22% | A |
| d) RCF / Capex (Prom. 3 años) | 1.2x | Baa | <0.5x | B |
| Calificación: Calificación BCA Indicada de Red BCA Actual Asignada | | | | |
| | | baa2 | | baa2 |
| | | baa2 | | baa2 |

*ESTO REPRESENTA VISIÓN A FUTURO DE MOODY'S; NO LA VISIÓN DEL EMISOR; Y A MENOS QUE SE INDIQUE EN EL TEXTO, NO INCORPORA ADQUISICIONES O DESINVERSIONES SIGNIFICATIVAS

[1] Todas las proporciones se calculan usando los Ajustes Estándar de Moody's. [2] A 12/31/2013; Fuente: Moody'sFinancialMetrics.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para obtener las calificaciones crediticias referenciadas en esta publicación, favorconsultar la pestañade calificaciones en lapágina del emisor/entidad en<http://www.moody.com> para obtener la información de calificación crediticia más reciente y la historia de calificación.

**MOODY'S
INVESTORS SERVICE**

© 2014Moody'sCorporation, Moody'sInvestorsService, Inc., Moody'sAnalytics, Inc. y/o sus licenciantes y filiales (colectivamente, "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") Y SUS FILIALES SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LOS INFORMES DE INVESTIGACIÓN PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR

ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductora e interprete Oficial
Resol No. 0177 de/97 MinJusticia

TRADUCCIÓN OFICIAL No. 134-14 DE UN DOCUMENTO ESCRITO EN INGLÉS

MOODY'S

Angela Pulecio – Traductora Oficial

OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS, CONTRACTUALES A LA FECHA DE SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TIENEN EN CUENTA OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S TAMBIÉN PUEDEN INCLUIR ESTIMADOS BASADOS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS QUE SEAN PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PRESTAN UNA ASESORÍA FINANCIERA NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON, NI PROPORCIONAN, RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA CONVENIENCIA DE UNA INVERSIÓN PARA ALGÚN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y HACE SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO COMPRAR, RETENER, O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO TIENEN EL PROPÓSITO DE SER USADAS POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y SERÍA UN DESCUIDO POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS CONSIDERAR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PARA TOMAR DECISIONES DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBE CONTACTAR SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LA LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACIÓN, LA LEY SOBRE DERECHOS DE AUTOR, Y NINGUNA PARTE DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, DE NINGUNA FORMA O MANERA, NI POR NINGÚN MEDIO NI POR NINGUNA PERSONA SIN PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

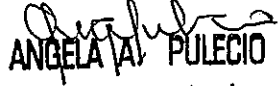
Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que se consideran correctas y confiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTA", sin ninguna clase de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que MOODY'S considera confiables, incluyendo cuando corresponde, la de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditoría y no puede en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de calificación o al preparar las Publicaciones de Moddy's.

Hasta donde lo permita la ley, MOODY'S y sus directores, funcionarios, empleados agentes, representantes, licenciantes y proveedores desconocen la responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental de ningún tipo que surja de o en relación con la información incluida en este documento o del uso de la incapacidad de usar tal información, incluso si se hubiera advertido a MOODY'S o a cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores con anterioridad sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o futuros o (b) cualquier pérdida o daño causado en el cual el instrumento financiero en cuestión no es objeto de una calificación crediticia concreta asignada por MOODY'S.

Hasta donde lo permita la ley, MOODY'S y sus directores, funcionarios, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores desconocen la responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causado a cualquier persona o entidad, incluyendo, pero no limitado a, por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude), o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar dudas, no puede ser excluido por ley) de parte de, o cualquier contingencia dentro o fuera del control de, MOODY'S o de cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, que surja de o en relación con la información incluida en este documento o del uso de la incapacidad para usar tal información.

MOODY'S NO HACE NI CONCEDE DE NINGUNA FORMA O MANERA, NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, RESPECTO DE LA EXACTITUD, ACTUALIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN FIN ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN.

MIS, una agencia calificadoradora subsidiaria 100% de propiedad de Moody's Corporation ("MCO"), informa por el presente documento que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos los bonos corporativos y municipales, los instrumentos de deuda, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificadas por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, retribuir a MIS por sus servicios de análisis y calificaciones mediante honorarios que oscilan entre los 1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 dólares. MCO y MIS también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y las entidades calificadas, y entre las entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y que también han informado públicamente a la SEC que mantienen un derecho de propiedad en MCO superior al 5%, se publica anualmente en la página web de Moody's en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy".


ANGELA PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia

TRADUCCIÓN OFICIAL No. 134-14 DE UN DOCUMENTO ESCRITO EN INGLÉS

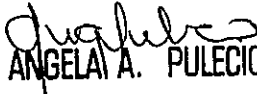
MOODY'S

Angela Pulecio – Traductora Oficial

Para Australia únicamente: Cualquier publicación que se haga en Australia de este documento se hace a través de la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody'sInvestorsServicePtyLimited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody'sAnalytics Australia PtyLtd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según sea aplicable). Este documento tiene el propósito de ser suministrado únicamente a "clientes mayoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S que usted es, o esta accediendo al documento como representante de un "cliente mayorista" y que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán directa o indirectamente este documento o su contenido a "clientes minoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. La calificación crediticia de MOODY'S es una opinión de la capacidad crediticia de una obligación de deuda del emisor, y no de las acciones de capital del emisor ni de ningún otro tipo de instrumento que se encuentre disponible para clientes minoristas. Sería peligroso que los clientes minoristas tomaran la decisión de hacer una inversión con base en esta calificación crediticia de MOODY'S. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.

Es traducción fiel y completa, de la cual queda copia en el archivo de la Traductora para su confrontación, a la cual me remito.

La presente Traducción Oficial es expedida en Bogotá, D.C. el 12 de Agosto de 2014 por ANGELA ALEXANDRA PULECIO MAYORGA, traductora oficial según Resolución No. 0177 de 1997 del Ministerio de Justicia, inscrita ante el Ministerio de Relaciones Exteriores, con oficina en Calle 79 No. 7A-77 Of. 101, teléfono (57) (1) 248 29 07, Bogotá, Colombia. apulecio@etb.net.co.


ANGELA A. PULECIO MAYORGA
Traductor é Intérprete Oficial
Resol No. 0177 del/97 MinJusticia