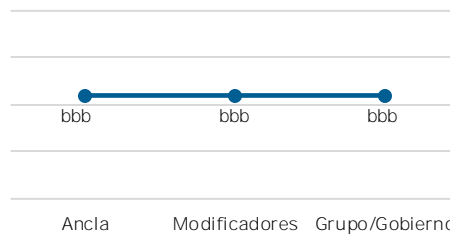
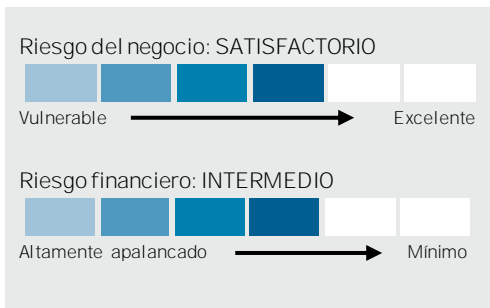


Análisis Detallado

# Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

29 de junio de 2020



**ANALISTA PRINCIPAL**

Vinicius Ferreira  
Sao Paulo  
55 (11) 3039-9763  
vinicius.ferreria  
@spglobal.com

**CONTACTO ANALÍTICO ADICIONAL**

Marcelo Schwarz, CFA  
Sao Paulo  
55 (11) 3039-9782  
marcelo.schwarz  
@spglobal.com

Calificación crediticia de emisor

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

Escala Global

BBB-/Negativa/--

## Factores crediticios clave

Fortalezas clave	Riesgos clave
El segmento de transmisión basado en disponibilidad le ofrece protección al grupo durante ciclos macroeconómicos adversos.	Si las condiciones de mercado empeoran, la flexibilidad financiera de ISA y su capacidad para refinanciar sus vencimientos podrían reducirse.
La diversificación geográfica le permite a Interconexión Eléctrica S.A. E. S.P. (ISA) mitigar la exposición regulatoria a una única jurisdicción.	Las mayores inversiones generarán flujos de efectivo operativo libre negativos en los próximos dos años, lo que requerirá deuda adicional.

A pesar de la pandemia de COVID-19, esperamos que ISA genere flujos de efectivo resistentes. Consideramos que las operaciones principales de ISA en el segmento de transmisión de energía eléctrica están aisladas de volatilidades en el flujo de efectivo relacionadas con ciclos económicos adversos, como el que ha estado causando la pandemia de COVID-19. Esto se debe a que estos activos reciben pagos por su disponibilidad para los sistemas nacionales en los que están ubicados, y no solo por la energía que fluye a través de ellos. Este mecanismo asegura que ISA tenga una fuente resiliente y predecible de ingresos, independientemente del desempeño económico.

En nuestra opinión, el riesgo clave para el segmento de transmisión es indirecto, dada la estructura de la cadena de pago en el sector eléctrico. Si los clientes –residenciales o grandes usuarios se retrasan en sus pagos, lo que aumenta las tasas de morosidad del sector, se podrían desencadenar cuellos de botella de pagos entre las compañías de distribución, generación y transmisión. Con el fin de afrontar tal situación potencial, los reguladores en muchos países de América Latina han adoptado varias medidas para preservar los flujos de efectivo a través del sector.

Por otra parte, el negocio de vías de peaje está afrontando una caída del tráfico de aproximadamente 35% en los últimos meses, pero el impacto sobre ISA no es significativo ya que estas entidades tienen una estructura de cascada de efectivo y cuentas de reserva que aseguran el repago oportuno de la deuda. Para la menor generación de flujo de efectivo que ISA absorberá en el corto plazo, el regulador de Chile lo compensará principalmente bajo la forma de extensión de sus contratos.

No esperamos que ISA afronte riesgo de refinanciamiento en el corto plazo, dado que la posición de efectivo de la compañía de \$2.8 billones de pesos colombianos (COP) es más que suficiente para cubrir sus vencimientos de deuda de corto plazo por COP2.2 billones al 31 de marzo de 2020. Además, consideramos que la compañía tiene una sólida flexibilidad financiera y relación con sus acreedores.

La adquisición de una nueva vía de peaje en Colombia diversifica ligeramente el negocio y la presencia geográfica del grupo. El 24 de octubre de 2019, ISA anunció su intención de adquirir la totalidad del capital accionario de Concesión Costera Cartagena Barranquilla por medio de la subsidiaria 100% de su propiedad, Intervial Chile S.A., por COP500,000 millones (aproximadamente US\$150 millones) mediante una combinación de efectivo y nueva deuda. El precio final de adquisición aún está sujeto a cambios hasta el cierre de la transacción, la cual tiene pendientes algunas aprobaciones finales, así como de los acreedores, lo cual esperamos que ocurra durante el segundo semestre de 2020. Esperamos que la adquisición diversifique ligeramente el portafolio del grupo, porque el segmento de vías de pago podría representar aproximadamente 18% del EBITDA de ISA desde 2021 en adelante, frente a cerca de 15% en la actualidad, mientras que el segmento de transmisión de energía eléctrica continuaría generando la mayor parte.

### Indicadores clave de Costera Cartagena barranquilla

Precio de adquisición	COP500,000 millones
EBITDA anual	COP230,000 millones
Longitud)	147 kilómetros
Vencimiento de la concesión	2039*

\*De acuerdo con estimaciones de tráfico

## Perspectiva: negativa

La perspectiva negativa de ISA refleja una baja potencial de la calificación de Colombia en los próximos 18 meses. Las calificaciones de esta última representan una limitación a la calidad crediticia de ISA, dada su exposición al riesgo soberano. Por lo tanto, esperamos que las calificaciones de ISA se muevan en línea con las del soberano.

### Escenario negativo

Probablemente bajaríamos las calificaciones de ISA en caso de que tomemos una acción de calificación similar sobre Colombia. Podríamos bajar las calificaciones soberanas si los shocks externos reducen las expectativas de crecimiento del producto interno bruto (PIB), lo que contribuiría al empeoramiento de las finanzas públicas o presentan riesgos a la liquidez externa para el soberano.

### Escenario positivo

Podríamos revisar la perspectiva de ISA a estable en caso de que tomemos una acción de calificación similar sobre la calificación soberana de Colombia, mientras todos los demás factores crediticios se mantengan sin cambios. La revisión de la perspectiva de Colombia a estable podría ocurrir si las medidas de políticas oportunas y adecuadas estabilizan la economía, sostienen las expectativas de crecimiento del PIB, limitan el incremento de la carga de deuda neta del gobierno general y contienen los riesgos para la liquidez externa.

## Nuestro escenario base

### Supuestos

- Crecimiento de los ingresos a un ritmo más alto que la inflación en los países en los que opera la compañía como resultado del inicio de las operaciones de algunas nuevas líneas de transmisión y nuevas vías de peaje.
- La subsidiaria brasileña de ISA continúa recibiendo 85% de las indemnizaciones relacionadas con la renovación anticipada de sus concesiones en 2012.
- Esperamos que el tráfico en las vías de peaje chilenas se reduzca en torno a 20% en 2020 debido a la pandemia de COVID-19 y que se recupere en 2021.
- Un robusto plan de inversiones en torno a COP10 billones en 2020 y 2021, que podría ser menor debido al COVID-19, principalmente para los activos en construcción.
- ISA distribuye aproximadamente 40% del ingreso neto del año anterior como dividendos a sus accionistas, pero la compañía podría reducirlos para preservar su flexibilidad financiera.

### Indicadores clave

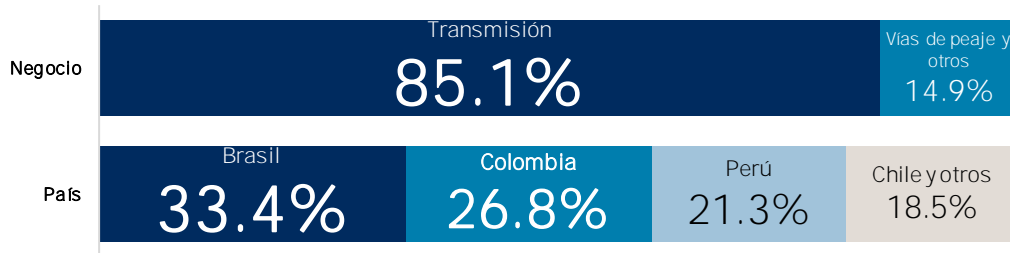
	2020E	2021E
Deuda a EBITDA (x)	3.5-4.0	3.5-4.0
Fondos operativos a deuda (%)*	15-20	15-20
Flujo de efectivo operativo libre a deuda (%)	(15)-(10)	(10)-(5)

E - Esperado

## Descripción de la empresa

ISA, compañía basada en Colombia, tiene operaciones en cuatro líneas principales de negocios: transmisión de energía eléctrica, concesiones de vías de peaje, tecnología de comunicaciones y administración de sistemas en tiempo real. ISA opera en varios países de América Latina, incluyendo Brasil, Colombia, Chile y Perú. En el segmento de líneas de transmisión, ISA opera principalmente en Brasil, Chile, Colombia y Perú. La compañía tiene más de 63,000 kilómetros (km) de líneas en operación (incluidas las inversiones con control compartido) con una disponibilidad promedio de 99.99%. y más de 5,000 km en construcción. En su negocio de vías de peaje, ISA tiene 907 km de carreteras en operación con un tráfico anual de casi 150 millones de vehículos. ISA también está construyendo en Chile hasta 136 km de nuevas carreteras. Además, la compañía lanzó recientemente una oferta para adquirir una vía de 147 km en Colombia.

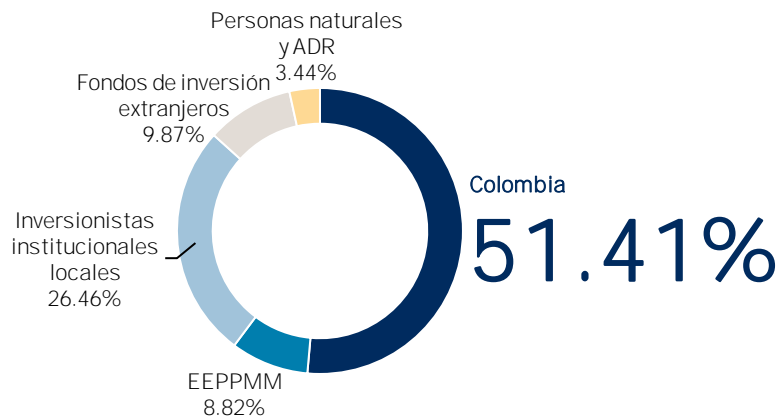
Gráfica 1 – Desglose de EBITDA  
No considera construcción y costos



Fuente: S&P Global Ratings.  
Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

La República de Colombia (calificación en moneda extranjera: BBB-/Negativa/A-3; calificación en moneda local: BBB/Negativa/A-2) controla ISA mediante una participación de 51.41% y las Empresas Públicas de Medellín -EEPPMM, de propiedad de la ciudad de Medellín, - tiene 8.82% de ISA, lo que da como resultado 60.23% de compañías de propiedad pública. El resto lo controlan inversionistas privados.

Gráfica 2 – Estructura de propiedad de ISA  
A abril de 2020



Fuente: S&P Global Ratings.  
Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

## Comparación de pares

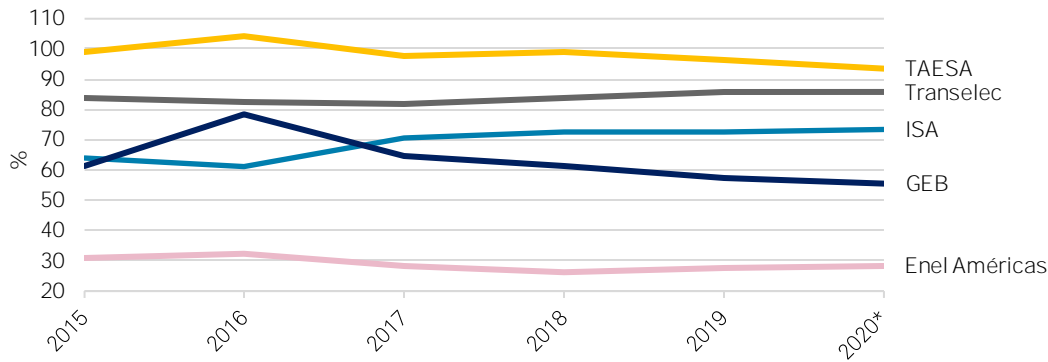
Escogimos las siguientes compañías como pares de ISA:

- Grupo Energía de Bogotá S.A. E.S.P. (GEB; BBB-/Negativa/--) que también opera líneas de transmisión en Colombia y Perú, y una pequeña línea en Brasil, donde ISA genera la mayor parte de sus flujos de efectivo. La mayoría de los flujos de efectivo de GEB proviene de su negocio de transporte de gas, que tiene similitudes en términos de riesgo con el de transmisión eléctrica.
- Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (Taesa; calificación en escala global: BB-/Estable/--; calificación en escala nacional: brAAA/Estable/brA-1+), una compañía puramente de transmisión, e ISA tiene participación en ella, la controlan de manera conjunta con Companhia Energética de Minas Gerais S.A. - CEMIG (B/Estable/--; brA+/Estable/--).
- Transelec S.A. (Transelec; BBB/Estable/--), porque es la mayor compañía de transmisión en Chile, con control de más de 85% de las líneas de transmisión en el país.

- Aunque Enel Américas S.A. (BBB/Negativa/--) es un grupo integrado de energía eléctrica enfocado en la distribución de electricidad, su diversificación geográfica es similar a la de ISA por sus concentraciones en Brasil, Colombia y Perú, mercados en los que ISA también opera en el segmento de transmisión.

En general, estas compañías están en la categoría de grado de inversión, incluida Taesa, que tiene un perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) de 'bbb-', pero la calificación está limitada por la del soberano de Brasil. Las compañías tienen en común los flujos de efectivo fuertes y resistentes que les permiten reportar indicadores crediticios más apalancados. Todas las compañías se involucran en actividades reguladas con marcos regulatorios que tienen un historial probado de retorno adecuado sobre las inversiones realizadas.

Gráfica 3 – Comparación de margen de EBITDA de ISA



\*12 meses al 31 de marzo de 2020. Fuente: S&P Global Ratings.  
Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

ISA no tiene un par cercano, porque opera principalmente en los negocios de líneas de transmisión de energía eléctrica y vías de peaje. Cuando la comparamos con compañías puramente de transmisión, como TAESA y Transelec, estas tienen mejores márgenes. Por otra parte, GEB está más enfocada en el transporte de gas natural, que tiene márgenes más bajos, aunque son resistentes. Por último, Enel Américas opera principalmente en el segmento de distribución de energía eléctrica que, por naturaleza, tiene menores márgenes.

Tabla 1 – Análisis comparativo – Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

Sector: Eléctrico	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	Transmissora Alianza de Energia Eletrica S.A.	Transelec S.A.	Enel Américas S.A.
Calificaciones	BBB-/Negativa/--	BBB-/Negativa/--	BB-/Estable/--	BBB/Estable/--	BBB/Negativa/--
(Miles de millones de COP)	Año fiscal que concluye el 31 de diciembre de 2019				
Ingresos	7,039.5	4,887.2	889.6	1,652.4	46,978.0
EBITDA	5,109.5	2,807.0	855.8	1,417.3	13,108.7
Fondos operativos	3,181.4	2,019.2	651.6	1,097.2	9,196.3
Gastos de interés	1,224.0	560.8	189.3	330.0	1,453.2
Interés pagado en efectivo	946.5	587.2	163.5	320.1	2,068.6
Flujo de efectivo de operaciones	3,475.4	1,958.3	568.2	949.7	6,588.2
Gastos de capital	2,229.6	1,180.8	316.7	461.8	5,392.8
Flujo de efectivo operativo libre	1,245.9	777.5	251.6	487.9	1,195.4
Flujo de efectivo discrecional	76.1	(493.7)	(280.3)	67.9	(1,180.7)
Efectivo e inversiones a corto plazo	2,487.2	790.6	1,975.7	479.5	6,758.8
Efectivo bruto disponible	2,487.2	790.6	1,975.7	479.5	6,758.8
Deuda	15,837.4	10,229.6	2,350.9	6,323.3	14,141.5
Capital	21,103.2	13,556.5	4,022.6	3,696.7	40,191.2
Índices ajustados					
Margen de EBITDA (%)	72.6	57.4	96.2	85.8	27.9
Retorno sobre capital (%)	13.6	13.0	15.7	11.8	19.4
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	4.2	5.0	4.5	4.3	9.0
Cobertura de intereses con efectivo de FFO (X)	4.4	4.4	5.0	4.4	5.4
Deuda/EBITDA (x)	3.1	3.6	2.7	4.5	1.1
FFO/deuda (%)	20.1	19.7	27.7	17.4	65.0
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	21.9	19.1	24.2	15.0	46.6
Flujo de efectivo operativo libre /deuda (%)	7.9	7.6	10.7	7.7	8.5
Flujo de efectivo discrecional/deuda (%)	0.5	(4.8)	(11.9)	1.1	(8.3)

COP – Pesos colombianos

## Riesgo del negocio: Satisfactorio

Las actividades de ISA están principalmente reguladas, y, en nuestra opinión, la diversificación geográfica de ISA mitiga la exposición de la compañía a múltiples jurisdicciones regulatorias. En general, consideramos que el marco regulatorio del sector eléctrico en América Latina respalda la calidad crediticia de los participantes locales. El marco en Colombia es uno de los más fuertes de la región, seguido por el de Brasil. En general, consideramos que varias regulaciones ayudan a reducir la volatilidad de flujo de efectivo, con base en sus mecanismos para fijar las tarifas.

En periodos de ciclos económicos adversos, como el derivado de la pandemia de COVID-19, las compañías como ISA están entre las menos afectadas, dada la resistencia y predictibilidad de sus flujos de efectivo. Aproximadamente 85% del EBITDA de ISA proviene de actividades de transmisión de energía eléctrica, que dependen únicamente de la disponibilidad de las líneas para los sistemas nacionales, no de los volúmenes transportados, lo que protege a los flujos de efectivo de la compañía de los ciclos económicos adversos. Por otra parte, esperamos menores flujos de efectivo en las vías de peaje de la compañía, tras una caída de aproximadamente 20% en volumen de tráfico. Sin embargo, esperamos que este impacto lo mitigue la integración de la nueva vía de peaje en Colombia a partir del segundo semestre de 2020.

El regulador colombiano de electricidad --la Comisión Reguladora de Energía y Gas (CREG)-- planea implementar un nuevo modelo para fijar las tarifas para las líneas de transmisión en el país, que actualmente se encuentran en un proceso de revisión de tarifas. El valor neto de reemplazo debería cambiar a uno basado en el valor depreciado de los activos. Con el fin de mantener el mismo nivel de ingresos, las compañías deberán tener un nivel de mantenimiento mínimo que al menos iguale el nivel de depreciación, y no esperamos un impacto en los flujos de efectivo de ISA debido a ese cambio, que probablemente se implemente en el tercer trimestre de 2021.

Esperamos que la subsidiaria brasileña CTEEP -Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista (no calificada) continúe recibiendo los pagos mensuales hasta 2024 derivados de la renovación temprana de sus concesiones en 2012. Actualmente, CTEEP solo ha estado recibiendo 85% del monto total, debido a que algunos grandes consumidores de electricidad en Brasil han conseguido un mandato judicial favorable cuando cuestionaron la metodología usada. Aunque CTEEP y otras compañías de transmisión en el país están apelando esta decisión judicial, y están en conversaciones con las autoridades regulatorias, el tiempo de resolución es incierto.

## Riesgo financiero: intermedio

ISA genera aproximadamente 85% de su EBITDA a partir de actividades de transmisión de energía eléctrica, que son muy resilientes durante periodos económicos débiles como el actual. Consideramos que el flujo de efectivo de ISA se mantendrá resiliente, lo cual respalda la calificación. Sin embargo, esperamos que la deuda aumente con el fin de cumplir con el plan de inversión, lo cual causará que los indicadores crediticios se deterioren.

A medida que ISA continúa buscando crecer, sobre todo en América Latina, esperamos que la compañía contrate nueva deuda para financiar su plan de inversiones. Dado que la calificación está un nivel (*notch*) por debajo del SACP, porque la calidad crediticia de Colombia limita la calificación de ISA, esta tiene algo de margen de maniobra para mantener el nivel actual de calificación incluso si se deterioran sus indicadores crediticios.

## Resumen financiero

## Tabla 2 – Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

Sector industrial: Eléctrico

	2020*	2019	2018	2017	2016	2015
(Miles de millones de COP)						
Ingresos	7,258.8	7,039.5	6,561.9	5,463.5	5,307.3	4,472.8
EBITDA	5,325.3	5,109.5	4,769.3	3,873.3	3,244.5	2,859.5
Fondos operativos (FFO)	3,364.2	3,181.4	2,804.5	2,429.9	2,289.1	1,615.1
Gastos de interés	1,292.7	1,224.0	1,110.2	1,001.2	1,070.2	897.6
Interés pagado en efectivo	959.6	946.5	814.5	519.5	879.9	741.5
Flujo de efectivo de operaciones	3,071.9	3,475.4	2,417.1	2,379.8	1,361.6	2,153.9
Gastos de capital	2,630.1	2,229.6	2,213.3	2,271.4	2,364.6	1,740.0
Flujo de efectivo operativo libre	441.8	1,245.9	203.8	108.4	(1,003.0)	413.9
Flujo de efectivo discrecional	(764.6)	76.1	(1,659.8)	(749.6)	(1,003.0)	117.0
Efectivo e inversiones a cortoplazo	2,797.8	2,487.2	1,522.1	1,529.5	1,167.4	1,029.3
Efectivo disponible bruto	2,797.8	2,487.2	1,522.1	1,529.5	1,167.4	1,029.3
Deuda	17,822.7	15,837.4	16,158.0	14,692.4	11,842.5	10,382.1
Capital	20,427.8	21,103.2	18,941.8	18,423.5	16,911.5	11,393.1
Indices ajustados						
Margen de EBITDA (%)	73.4	72.6	72.7	70.9	61.1	63.9
Retorno a capital (%)	13.6	13.6	13.3	11.3	12.1	12.5
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	4.1	4.2	4.3	3.9	3.0	3.2
Cobertura de intereses con efectivo FFO (x)	4.5	4.4	4.4	5.7	3.6	3.2
Deuda/EBITDA (x)	3.3	3.1	3.4	3.8	3.7	3.6
FFO/deuda (%)	18.9	20.1	17.4	16.5	19.3	15.6
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	17.2	21.9	15.0	16.2	11.5	20.7
Flujo de efectivo operativo libre/deuda (%)	2.5	7.9	1.3	0.7	(8.5)	4.0
Flujo de efectivo discrecional/deuda (%)	(4.3)	0.5	(10.3)	(5.1)	(8.5)	1.1

\*12 meses al 31 de marzo. COP – Pesos colombianos



## Conciliación

Tabla 3 – Conciliación de los montos reportados por Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. con los montos ajustados por S&P Global Ratings (MXN, millones)

Últimos 12 meses que concluyeron el 31 de marzo de 2020	Deuda	Capital de accionistas	Ingresos	EBITDA	Ingresos operativos	EBITDA ajustado de S&P Global Ratings	Flujo de efectivo de operaciones
<b>Montos reportados por Interconexión eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)</b>	20,050.0	12,744.6	8,392.4	5,578.2	4,825.0	5,325.3	4,031.5
<b>Ajustes de S&amp;P Global Ratings</b>							
Impuestos pagados en efectivo	--	--	--	--	--	-1,001.4	--
Interés pagado en efectivo	--	--	--	--	--	-959.6	--
Efectivo accesible e inversiones líquidas	-2,797.8	--	--	--	--	--	--
Ingreso (gasto) de compañías no consolidadas	--	--	--	-243.5	--	--	--
Ingresos no operativos (gasto)	--	--	--	--	286.1	--	--
Reclasificación de flujo de efectivo por intereses y dividendos	--	--	--	--	--	--	-959.6
Participaciones no dominantes/Interés minoritario	--	7,683.2	--	--	--	--	--
Deuda: Compensaciones laborales/ autoaseguramiento	570.6	--	--	--	--	--	--
Ingresos: Otros	--	--	-1,133.6	-1,133.6	-1,133.6	--	--
Costo de los bienes vendidos: Otros ítems no operativos no recurrentes	--	--	--	1,118.1	1,118.1	--	--
EBITDA: Ganancia / (pérdida) en disposición de propiedades, plantas y equipo (PP&E)	--	--	--	6.1	6.1	--	--
Capital de trabajo: Tributos	--	--	--	--	--	--	-218.3
Flujo de efectivo operativo: Tributos	--	--	--	--	--	--	218.3
<b>Ajustes totales</b>	<b>-2,227.2</b>	<b>7,683.2</b>	<b>-1,133.6</b>	<b>-252.9</b>	<b>276.6</b>	<b>-1,961.1</b>	<b>-959.6</b>
	Deuda	Capital	Ingresos	EBITDA	EBIT	Fondos operativos	Flujo de efectivo de operaciones
Montos ajustados de S&P Global Ratings	17,822.7	20,427.8	7,258.8	5,325.3	5,101.6	3,364.2	3,071.9

## Liquidez: Adecuada

Esperamos que las fuentes de efectivo de ISA excedan sus usos al menos en 15% en los próximos 12 meses. En caso de una reducción de 10% en el EBITDA en los próximos 12 meses, seguimos esperando que ISA continúe teniendo mayores fuentes de efectivo que sus usos. Esto demuestra la capacidad de ISA para protegerse contra eventos de alto impacto y baja probabilidad como la pandemia actual. Además, tomamos en consideración que ISA tiene una buena reputación en los mercados de capital, sumada a la sólida relación con los bancos locales e internacionales. ISA es una de las compañías más grandes de Colombia y opera en varios países de América Latina. Como refuerzo de nuestra opinión de la flexibilidad financiera de la compañía, esta tiene la capacidad de aplazar inversiones y pagos de dividendos, como se ha visto en el pasado.

### Principales fuentes de liquidez

- Efectivo y equivalente COP2.8 billones al 31 de marzo de 2020.
- Flujos de efectivo esperados de aproximadamente COP3.5 billones durante los próximos 12 meses.

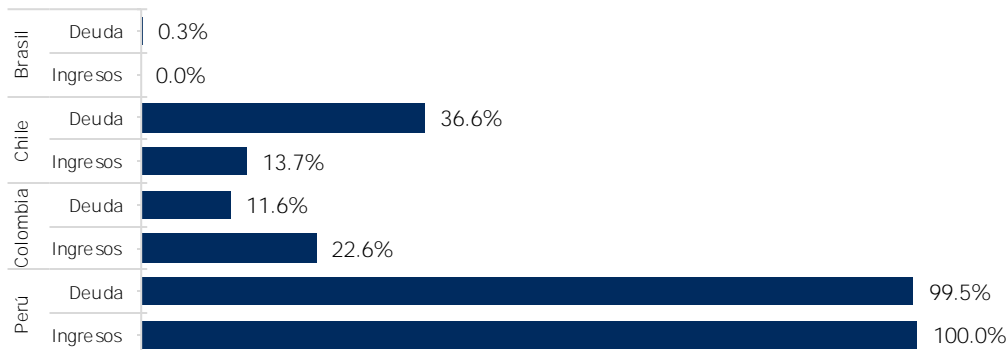
### Principales usos de liquidez

- Vencimientos de deuda de COP2.2 billones al 31 de marzo de 2020.
- Inversiones mínimas en torno a COP1.3 billones durante los próximos 12 meses.
- Pagos de aproximadamente COP500,000 millones para la adquisición de la vía de peaje en Colombia.
- Pagos mínimos de dividendos en torno a COP1.2 billones.

## Vencimientos de deuda

La denominación de la moneda de la deuda de ISA considera el flujo de ingresos de cada país y la compañía usa derivados para reducir el descalce entre ingreso y servicio de la deuda en diferentes monedas. Como resultado de esto, los descalces no debilitan la calidad crediticia de ISA puesto que esperamos que en adelante el índice de cobertura de intereses se sitúe por arriba de 1.2x.

Gráfica 4 – Indexación en moneda extranjera

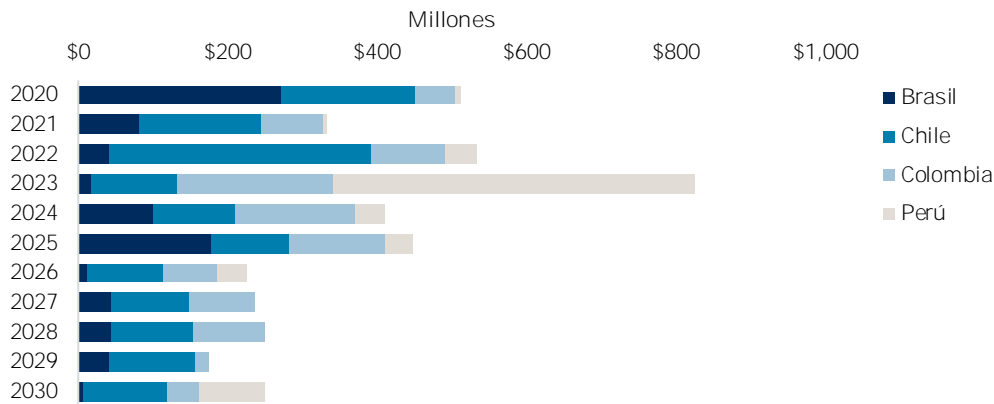


Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados

En general, ISA tiene vencimientos de deuda manejables en los próximos años, con operaciones en cada país que desempeñan un rol cada vez más relevante cada año. Esperamos que las subsidiarias en estos países sean capaces de amortizar apropiadamente o refinanciar los vencimientos de deuda existentes, para prevenir un descalce cambiario para el grupo.

Gráfica 5 – Perfil de vencimiento de deuda



Fuente: S&P Global Ratings.  
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

### Análisis de restricciones financieras (*covenants*)

ISA no tiene que cumplir con restricciones financieras (*covenants*) medidas a nivel consolidado. Sin embargo, algunas de sus subsidiarias tienen que cumplir con restricciones financieras (*covenants*) específicas en su nivel individual, con las cuales estaban en cumplimiento al 31 de marzo de 2020 y esperamos que la situación se mantenga así en el futuro.

### Influencia del gobierno

El gobierno de Colombia controla actualmente a ISA con una participación total de 51.41%. Por lo tanto, consideramos a ISA como una entidad relacionada con el gobierno (ERG). La calificación 'BBB-' de ISA está un nivel (*notch*) por debajo del SACP de 'bbb' de la compañía y la limita la calificación soberana en moneda extranjera de Colombia, con base en nuestra opinión de que el marco regulatorio y el sistema legal de Colombia no impiden que el gobierno interfiera en las operaciones de ISA. Bajo un escenario hipotético de incumplimiento soberano, esperamos que ISA esté sujeta a intervenciones del gobierno en forma de mayores pagos de dividendos, lo cual podría disminuir la flexibilidad financiera de ISA.

### Calificaciones por arriba del soberano

Isa tiene operaciones en los siguientes países.

Tabla 4 – Exposición por país de las operaciones de ISA

País	Calificación en moneda extranjera
<b>Brasil</b>	BB-/Estable/B
<b>Chile</b>	A+/Negativa/A-1
<b>Colombia</b>	BBB-/Negativa/A-3
<b>Perú</b>	BBB+/Estable/A-2

El SACP de 'bbb' de la compañía es mayor que las calificaciones en moneda extranjera de Brasil y Colombia, que juntos representan aproximadamente 60% del EBITDA consolidado del grupo. Como lo mencionamos antes, dado que el gobierno de Colombia controla ISA, no esperamos que la compañía sea calificada por arriba de la calificación soberana en moneda extranjera.

## Factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo

Consideramos que los factores de gobierno corporativo desempeñan un papel más importante para ISA, mientras que los medioambientales y sociales son menos relevantes desde una perspectiva crediticia. La estrategia de crecimiento de ISA a 2030 incorpora la expansión con valor sostenible a lo largo de los años. Esto significa, además de agregar valor para los accionistas, un impacto positivo en las comunidades y para el medio ambiente en áreas donde la compañía construye nuevas líneas de transmisión para conectar comunidades aisladas al sistema eléctrico. Particularmente, en Colombia y en Brasil, las áreas remotas están rodeadas por la selva del Amazonas, así que esperamos que la compañía siga buscando llevar acceso a la electricidad a la gente sin arriesgar los hábitats naturales. Consideramos que esta estrategia busca reforzar la contribución de ISA a la descarbonización del planeta –aunque consideramos que sus unidades de negocio actuales no son grandes contribuyentes de emisiones de carbono—por medio de la implantación de nuevas tecnologías nuevas oportunidades de negocios potenciales para integrar las actividades del grupo.

## Síntesis de los factores de calificación

Calificación crediticia de emisor	
Escala Global	BBB-/Negativa/--
Riesgo del negocio	Satisfactorio
Riesgo país	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Muy bajo
Posición competitiva	Satisfactoria
Riesgo financiero	Intermedio
Flujo de efectivo/apalancamiento	Intermedio
Ancla	bbb
Modificadores	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Razonable (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Neutral (sin impacto)
Perfil crediticio individual (SACP)	
Calificación del gobierno relacionado	BBB-
Probabilidad de apoyo del gobierno	Moderada (-1 nivel [ <i>notch</i> ] a partir del SACP)
Calificación por arriba del soberano	(sin impacto)

Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Consulte los criterios de calificación en [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) para obtener más información. Toda la información sobre calificaciones está disponible para los suscriptores de RatingsDirect en [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todas las calificaciones afectadas por esta acción de calificación se pueden encontrar en el sitio web público de S&P Global Ratings en [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx). Use el campo de búsqueda de Calificaciones ubicado en la columna de la izquierda.

## Criterios y Artículos Relacionados

### Criterios

- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 1 de julio de 2019.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- *Methodology For Companies With Noncontrolling Equity Interests*, 5 de enero de 2016.
- [Metodología: Compañías de Inversión](#), 1 de diciembre de 2015.
- [Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno \(ERGs\): Metodología y supuestos](#), 25 de marzo de 2015.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Calificaciones por arriba del soberano - Calificaciones de empresas y gobiernos: Metodología y Supuestos](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009

### Artículos Relacionados

- [S&P Global Ratings revisa perspectiva de nueve entidades corporativas y de infraestructura colombianas a negativa tras similar acción sobre el soberano](#), 27 de marzo de 2020.

Matriz de riesgo financiero y de negocio

Perfil de Riesgo de Negocio	Perfil de Riesgo Financiero					
	Mínimo	Modesto	Intermedio	Significativo	Agresivo	Altamente apalancado
Excelente	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Fuerte	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
Satisfactorio	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
Razonable	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Débil	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerable	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

Detalle de las calificaciones (al 29 de junio de 2020)

**Interconexión eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)**

Calificación crediticia de emisor

Escala Global BBB-/Negativa/--

**Historial de calificaciones crediticias de emisor**

27 de marzo de 2020 BBB-/Negativa/--

11 de diciembre de 2017 BBB-/Estable/--

19 de febrero de 2016 BBB-/Negativa/--

\*A menos que se especifique lo contrario, todas las calificaciones en este reporte corresponden a la escala global de calificaciones. Las calificaciones crediticias de S&P Global Ratings en escala global son comparables entre países. Las calificaciones en escala nacional se refieren a emisores y emisiones dentro de un país específico. Las calificaciones de emisión y deuda podrían incluir deuda garantizada por otra entidad, y la deuda calificada que garantiza una entidad.

Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquiera usos del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br), [www.ratingdirect.com](http://www.ratingdirect.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees)