

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

Las calificaciones de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) reflejan el perfil de riesgo bajo de negocio de la empresa, característica de su negocio de transmisión de energía. También contemplan la diversificación geográfica de su fuente de ingresos que, junto con la predictibilidad alta de su flujo de caja operativo (FCO), se traduce en un perfil crediticio fuerte. Asimismo, incorporan la liquidez adecuada de la empresa y su estrategia de crecimiento agresiva.

Factores Clave de Calificación

Perfil de Riesgo Negocio Bajo: El perfil de riesgo de negocio bajo de ISA proviene de su participación en monopolios naturales regulados sin riesgo de demanda, así como de su diversificación geográfica a través de seis países en Latinoamérica. A diciembre de 2020, alrededor de 63,4% de sus ingresos consolidados provinieron de países calificados en grado de inversión, como Colombia, Perú y Chile, mientras que Brasil representó 34,7%, excluyendo actividades de construcción. El negocio de transmisión de energía, que históricamente ha representado la mayor parte de la generación de flujo de caja consolidada de ISA, contribuyó con 85,3% del EBITDA en 2020; esto excluye actividades de construcción.

FCO Altamente Predecible: La estabilidad del FCO de ISA se beneficia de la fortaleza y diversificación de su portafolio de activos de transmisión, en conjunto con su participación en otros negocios que también tienen riesgo de demanda limitado. ISA no está expuesta a riesgo de volumen en su negocio de transmisión, dado que los ingresos de este negocio no dependen de la cantidad de energía transportada, sino de la disponibilidad de las líneas de transmisión. En el negocio de concesiones viales, el segundo en importancia para ISA, la empresa tiene cuatro concesiones en operación en Chile que incorporan un mecanismo de compensación si las concesiones registran volúmenes de tráfico bajos, ya sea extendiendo el período de concesión (Maipo, Bosque, Araucanía) o recibiendo un ingreso mínimo garantizado (Ríos).

Riesgo Regulatorio Manejable: La diversificación geográfica y por negocio de ISA mitiga efectivamente su exposición a riesgo regulatorio, dado que la mayor parte de sus ingresos son regulados. Su generación de flujo de caja es resiliente para afrontar algunos escenarios regulatorios adversos. El análisis incorpora el cambio regulatorio aplicable a la actividad de transmisión eléctrica en Colombia. Aunque hay una visibilidad limitada sobre el esquema de tarifas a ser aprobado por el regulador, Fitch considera que el resultado final no se reflejará en una presión significativa en las métricas financieras de ISA. Esto se debe a la naturaleza justa y balanceada de la regulación en Colombia, que incluye la participación de los agentes del mercado, así como la porción limitada de los ingresos consolidados de ISA que serían afectados inmediatamente bajo el cambio del marco regulatorio.

Estrategia Agresiva de Crecimiento: La estrategia de crecimiento de ISA se basa en la participación activa en procesos de licitación para la adjudicación de proyectos de transmisión de energía y otros proyectos de infraestructura, así como al crecimiento inorgánico a través de adquisiciones. La estrategia de largo plazo de la compañía incluye alcanzar COP8 billones en EBITDA para 2030 e invertir USD10.500 millones en negocios y geografías tanto actuales como en nuevos, de los cuales se ha ejecutado 20%. La generación de flujo de fondos libres (FFL) estará presionada en los próximos dos años, dado que el plan de inversiones más reciente anunciado por la compañía para el período 2021 a 2025 implica inversiones alrededor de COP11,5 billones, concentrado principalmente entre 2021 y 2022 en proyectos en Brasil, Colombia, Chile y Perú.

Calificaciones

Tipo de Calif.	Calif.	Perspec- tiva	Última Acción de Calif.
Programa de Emisión y Colocación de Valores Deuda Pública Interna Largo Plazo	AAA(col)	Estable	Afirmación el 20 de abril de 2021
Programa de Emisión y Colocación de Valores Deuda Pública Interna Corto Plazo	F1+(col)		Afirmación el 20 de abril de 2021

[Pulse aquí para ver una lista completa de las calificaciones](#)

Metodologías Aplicables

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Junio 2020\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Diciembre 2020\)](#)

[Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno \(Noviembre 2020\)](#)

Analistas

Lincoln Webber
+1 646 582 3523
lincoln.webber@fitchratings.com

José Luis Rivas
+57 1 484 6770
jose Luis.rivas@fitchratings.com

Métricas Crediticias Adecuadas: Las métricas crediticias de ISA reflejan su generación sólida de FCO, niveles moderados de apalancamiento y liquidez adecuada. Fitch espera que la compañía mantenga un apalancamiento por debajo de 4 veces (x) en el horizonte de proyección, considerando únicamente los proyectos en ejecución y el inicio estipulado de proyectos nuevos en los próximos años. Este apalancamiento es consistente con las calificaciones de ISA, dada la estabilidad y predictibilidad de su generación flujo de caja. La agencia considera que la estrategia agresiva de crecimiento no deteriorará las métricas crediticias de ISA. A diciembre de 2020, el apalancamiento de ISA subió a 3,8x, dadas las necesidades mayores de endeudamiento para fondar las inversiones de capital y las adquisiciones durante el año.

Potencial Cambio de Control: La adquisición potencial por parte de Ecopetrol de 51,4% de las acciones que la República de Colombia tiene en ISA podría ser de neutral a negativa para ISA. Aunque Ecopetrol tiene la misma calificación que Colombia, un cambio en el gobierno corporativo de ISA o en sus estrategias de negocios o financiera podría imponer presiones a la baja para la compañía, particularmente en el evento de incremento en los dividendos. El caso base de Fitch asume que ISA mantendrá su independencia operacional y las prácticas de distribución de dividendos, las cuales históricamente han sido de aproximadamente 50% de su utilidad neta.

ISA se califica de manera independiente, dado el vínculo relativamente moderado con el Gobierno colombiano y la importancia estratégica moderada para el país que resulta del tamaño de la compañía y las extensas operaciones en el extranjero. Si la transacción propuesta se materializa, el enfoque de Fitch para calificar a ISA cambiaría de una entidad relacionada con el gobierno (ERG) a un vínculo matriz y subsidiaria con Ecopetrol, ya que Fitch generalmente no aplica su metodología ERG cuando califica subsidiarias de entidades gubernamentales.

Resumen de Información Financiera

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.				
	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021P	Dic 2022P
Ingresos Netos (COP millones)	8.139.008	10.167.826	10.024.719	9.856.560
Margen de EBITDAR Operativo (%)	67,8	57,5	63,6	66,1
Flujo de Fondos Libre (COP millones)	190.921	-2.297.578	-2.825.493	-590.366
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo (x)	3,2	3,8	3,5	3,5
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos (x)	4,9	4,5	4,4	4,5

P - Proyección. x - Veces.
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Derivación de Calificación respecto a Pares

ISA está bien posicionada entre los pares nacionales que participan en el negocio de transmisión eléctrica, como Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. (GEB) [AAA(col); Perspectiva Estable] y Empresas Públicas de Medellín S.A. E.S.P. (EPM) [AAA(col); Observación Negativa]. En conjunto, estas empresas poseen gran parte de la red de transmisión de electricidad en Colombia. El perfil crediticio de ISA y EPM se beneficia de una diversificación mayor tanto geográfica como por negocio, y ya que no dependen de dividendos recibidos de sus participaciones no controladas dentro de su estructura de FCO. La generación de flujo de caja de ISA es más fuerte, dada su predictibilidad, mientras que la Observación Negativa de las calificaciones de EPM refleja la incertidumbre asociada al desarrollo de su proyecto clave, Ituango.

Sensibilidades de Calificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

- incremento sostenido del apalancamiento sobre 4,5x a nivel consolidado o individual, producto de un deterioro progresivo de la generación de caja o incrementos de niveles de deuda por encima del escenario base de Fitch;
- cambios regulatorios que presionen significativamente la capacidad de generación de flujo de caja de la empresa;
- modificaciones en la estrategia de negocios y financiera de la compañía, particularmente frente a las prácticas de distribución de dividendos, así como cambios en las prácticas de gobierno corporativo;
- acción negativa sobre la calificación de Colombia.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

No es posible un alza en la calificación, ya que está en el nivel más alto de la escala nacional de Fitch.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Adecuada: La posición de liquidez de ISA es considerada adecuada y se caracteriza por saldos de efectivo saludables, FCO fuerte, un perfil de amortización de deuda manejable y acceso amplio a los mercados financieros. Al cierre de 2020, ISA reportó aproximadamente COP3,8 billones de saldo de efectivo para atender COP1,3 billones de deuda de corto plazo. Al nivel del holding, la caja cerró en COP542.198 millones y la deuda de corto plazo era de COP151.393 millones.

El perfil de vencimiento de la deuda de ISA es manejable, sus amortizaciones de deuda están distribuidas hasta 2050. A nivel del holding, los vencimientos de deuda de 2021 están constituidos por COP132.394 millones en créditos bancarios y COP18.999 millones en emisiones de bonos, nivel manejable para ISA. A nivel consolidado, ISA continuará registrando FFL negativo durante 2021 a 2022, dadas las inversiones de capital previstas por alrededor de COP9,1 billones en proyectos adjudicados. Fitch espera que los vencimientos de deuda consolidada sean refinanciados.

Escenario de Liquidez y Vencimientos de Deuda sin Refinanciamiento

Resumen de Liquidez

	Original 31/12/2019	Original 31/12/2020
(COP millones)		
Efectivo Disponible y Equivalentes	2.487.201	3.781.713
Inversiones de Corto Plazo	2.384.381	1.086.663
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	4.871.582	4.868.376
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
Liquidez Total	4.781.582	4.868.376
EBITDA de los Últimos 12 meses	5.608.156	5.956.764
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	190.921	(2.297.578)

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, ISA

Vencimientos de Deuda Programados

(COP millones)	31 dic 2020
2021	1.266.015
2022	2.895.176
2023	3.138.477
2024	1.563.649
2025	0
Después	13.605.518
Total	22.468.835

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, ISA

Supuestos Clave

Los supuestos clave de Fitch para la calificación del Emisor incluyen:

- los ingresos y EBITDA proyectados para 2021–2024 incorporan los proyectos que ya han sido adjudicados;
- los cambios en la remuneración regulatoria del negocio de transmisión de energía en Colombia tienen un efecto neutral;

- el negocio de transmisión de energía mantiene una participación de más de 70% de los ingresos consolidados de ISA durante el horizonte de proyección;
- los ingresos y EBITDA de países con grado de inversión representan más de 50% de los ingresos consolidados de ISA;
- las inversiones de capital incorporan la fase de construcción de los proyectos ya adjudicados a la empresa y sus subsidiarias;
- distribución de dividendos equivalente a 50% de la utilidad neta del año anterior.

Información Financiera

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

	Histórico			Proyección		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(COP millones, al 31 de diciembre)						
Resumen de Estado de Resultados						
Ingresos Brutos	7.173.967	8.139.008	10.167.826	10.024.719	9.856.560	9.418.726
Crecimiento de Ingresos (%)	25,9	13,5	24,9	-1,4	-1,7	-4,4
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	5.064.677	5.519.284	5.847.842	6.376.717	6.515.694	7.016.758
Margen de EBITDA Operativo (%)	70,6	67,8	57,5	63,6	66,1	74,5
EBITDAR Operativo	5.064.677	5.519.284	5.847.842	6.376.717	6.515.694	7.016.758
Margen de EBITDAR Operativo (%)	70,6	67,8	57,5	63,6	66,1	74,5
EBIT Operativo	4.038.060	4.460.301	5.576.629	5.307.681	5.304.890	5.799.350
Margen de EBIT Operativo (%)	56,3	54,8	54,8	52,9	53,8	61,6
Intereses Financieros Brutos	-1.089.905	-1.202.478	-1.238.042	-1.466.695	-1.467.657	-1.408.033
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/ Pérdidas de Compañías Asociadas)	3.184.121	3.531.177	4.838.457	3.962.695	3.891.654	4.446.100
Resumen de Balance General						
Efectivo Disponible y Equivalentes	2.434.394	4.871.582	4.868.376	2.176.868	2.191.327	2.223.314
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.190.586	17.757.557	22.468.835	22.602.820	23.207.645	21.169.167
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.275.200	17.757.557	22.468.835	22.602.820	23.207.645	21.169.167
Deuda Neta	14.756.192	12.885.975	17.600.459	20.425.952	21.016.318	18.945.853
Resumen de Flujo de Caja						
EBITDA Operativo	5.064.677	5.519.284	5.847.842	6.376.717	6.515.694	7.016.758
Intereses Pagados en Efectivo	-979.005	-1.155.037	-1.334.485	-1.466.695	-1.467.657	-1.408.033
Impuestos Pagados en Efectivo	-1.154.797	-982.706	-907.034	-879.796	-864.023	-987.121
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	122.022	88.872	108.922	100.000	100.000	100.000
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	-133.517	150.894	-1.877.163	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	2.998.428	3.673.910	1.922.746	4.251.936	4.338.435	4.776.387
Margen de FGO (%)	41,8	45,1	18,9	42,4	44,0	50,7
Variación del Capital de Trabajo	-418.553	-83.623	15.283	42.161	49.542	128.992
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	2.579.875	3.590.287	1.938.029	4.294.098	4.387.977	4.905.379
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0			
Inversiones de Capital (Capex)	-2.213.344	-2.229.569	-2.982.731			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	30,9	27,4	29,3			
Dividendos Comunes	-1.863.561	-1.169.797	-1.252.876			
Flujo de Fondos Libre (FFL)	-1.497.030	190.921	-2.297.578			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.317	9.706	-1.104.624			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	263.945	224.154	2.384.649	0	0	0
Variación Neta de Deuda	1.211.277	554.944	2.302.179	133.985	604.824	-2.038.477
Variación Neta de Capital	0	-14.582	9.886	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-19.491	965.143	1.294.512	-2.691.508	14.459	31.987
Razones de Apalancamiento (Veces)						
Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR Operativo	2,9	2,3	3,0	3,2	3,2	2,7
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	3,3	3,2	3,8	3,5	3,5	3,0
Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR Operativo	2,9	2,3	3,0	3,2	3,2	2,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	3,3	3,2	3,8	3,5	3,5	3,0
Deuda Ajustada respecto al FGO	4,4	3,7	7,1	4,0	4,0	3,5
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	3,8	2,7	5,5	3,6	3,7	3,1
Apalancamiento respecto al FGO	4,4	3,7	7,1	4,0	4,0	3,5

Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por Fitch Ratings. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch Ratings utiliza para asignar una calificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de calificación de Fitch Ratings sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch Ratings que emplea los supuestos propios de la calificadoradora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch Ratings de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch Ratings, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch Ratings puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo. La información financiera original de períodos históricos es procesada por Fitch Solutions en nombre de Fitch Ratings. Los ajustes financieros clave y todas las proyecciones financieras atribuidas a Fitch Ratings son producidos por personal de la agencia de calificación.

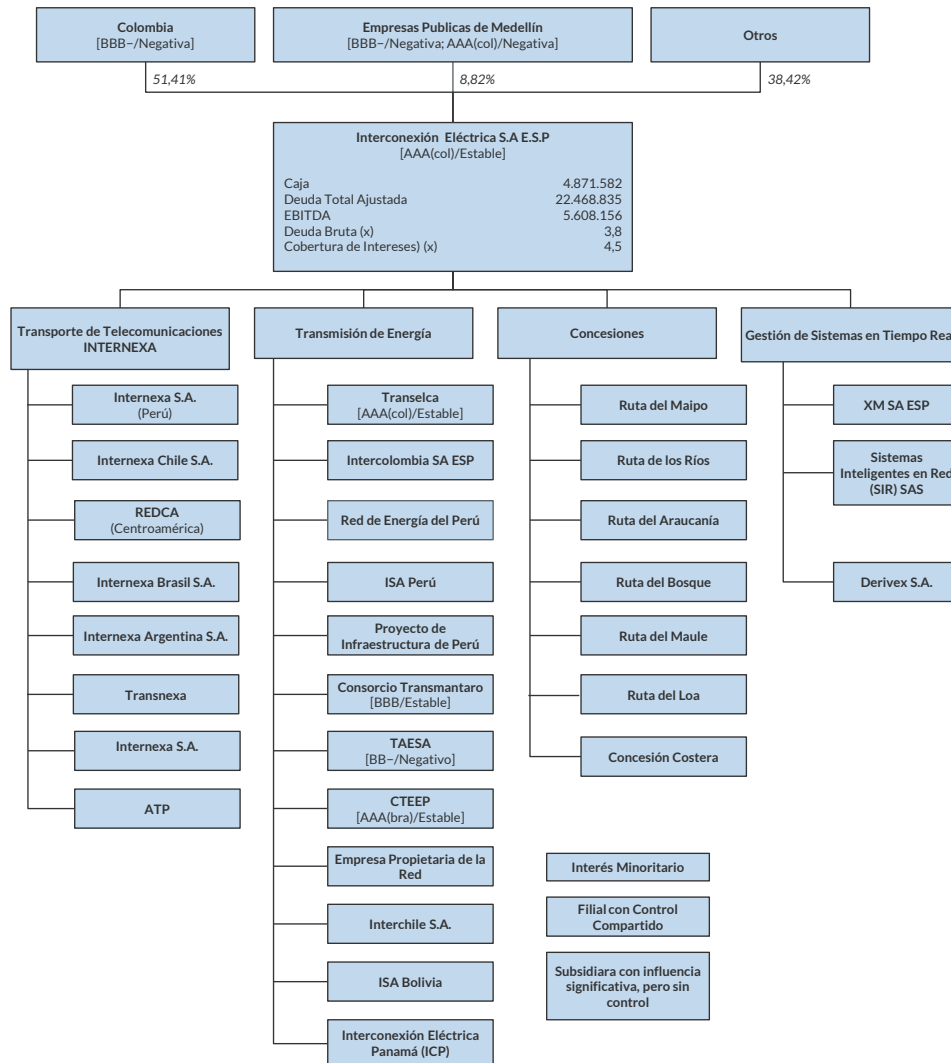
Apalancamiento neto respecto al FGO	3,8	2,7	5,5	3,6	3,7	3,1
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-4.074.588	-3.389.660	-5.340.231	-7.119.591	-4.978.343	-2.834.914
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	-1.494.713	200.627	-3.402.202	-2.825.493	-590.366	2.070.465
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	-20,8	2,5	-33,5	-28,2	-6,0	22,0
Razones de Cobertura (Veces)						
FGO a Intereses Financieros Brutos	4,0	4,1	2,4	3,8	3,9	4,4
FGO a Cargos Fijos	4,0	4,1	2,4	3,8	3,9	4,4
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	5,3	4,9	4,5	4,4	4,5	5,1
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	5,3	4,9	4,5	4,4	4,5	5,1
Métricas Adicionales (%)						
FGO-capex/Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2,1	7,7	-4,7	-6,1	4,1	16,9
FGO-capex/Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2,5	10,6	-5,9	-6,8	4,5	18,9

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Organizacional – Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2020)



TAESA - Transmissora Alianza de Energia Eletrica S.A. CTEEP - Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista S.A. REDCA - Red Centro Americana de Telecomunicaciones. ATP - Andean Telecom Partners. x - Veces.
Fuente: ISA.

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Netos (COP millones)	Margen de EBITDAR Operativo (%)	Deuda Total Ajustada/ EBITDAR Operativo (x)	EBITDAR Operativo/ Intereses Pagados en Efectivos + Arrendamientos (x)
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	AAA(col)					
	AAA(col)	2020	2.757.474	57,5	3,8	4,5
	AAA(col)	2019	2.479.604	67,8	3,2	4,9
	AAA(col)	2018	2.426.155	70,6	3,3	5,3
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	AAA(col)					
	AAA(col)	2020	5.369.249	27,1	4,7	4,1
	AAA(col)	2019	5.592.900	33,5	3,4	3,8
	AAA(col)	2018	5.517.221	29,7	4,5	3,6
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	AAA(col)					
	AAA(col)	2020	1.390.136	48,3	3,6	5,3
	AAA(col)	2019	1.488.917	39,0	3,9	4,7
	AAA(col)	2018	1.353.348	39,5	4,0	5,3

Ajustes y Conciliación de Indicadores Financieros Clave

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2020)	Notas y Fórmulas	Valores Reportados	Suma de Ajustes	Dividendos Recibidos de Asociadas y/o Minoritarios/ Ajustes de Caja	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
Estado de Resultados						
Ingresos	–	9.110.847	1.056.979		1.056.979	10.167.826
EBITDAR Operativo	–	5.895.091	(47.249)		(47.249)	5.847.842
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(a)	5.895.091	61.673	108.922	(47.249)	5.956.764
Arrendamiento Operativo	(b)	0				0
EBITDA Operativo	(c)	5.895.091	(47.249)		(47.249)	5.847.842
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(d) = (a-b)	5.895.091	61.673	108.922	(47.249)	5.956.764
EBIT Operativo	(e)	5.039.016	537.613		537.613	5.576.629
Resumen de Deuda y Efectivo						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	(f)	22.468.835				22.468.835
Deuda por Arrendamientos Operativos	(g)	0				0
Otra Deuda fuera de Balance	(h)	0				0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	(i) = (f+g+h)	22.468.835				22.468.835
Efectivo Disponible y Equivalentes	(j)	4.868.376				4.868.376
Efectivo y Equivalentes Restringidos	–	0				0
Resumen del Flujo de Efectivo						
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(d) = (a-b)	5.895.091	61.673		61.673	5.956.764
Dividendos Preferentes (Pagados)	(k)	0				0
Intereses Recibidos	(l)	37.496	47.168		47.168	84.664
Intereses (Pagados)	(m)	(201.596)	(1.132.889)		(1.132.889)	(1.334.485)
Impuestos en Efectivo (Pagados)	–	(907.181)	147		147	(907.034)
Otros Flujos antes del FGO	–	(1.924.412)	47.249		47.249	(1.877.163)
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(n)	2.899.398	(976.652)	108.922	(1.085.574)	1.922.746
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	–	15.283				15.283
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(o)	2.914.681	(976.652)	108.922	(1.085.574)	1.938.029
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	–	0				0
Inversiones de Capital (Capex)	(p)	(2.982.731)				(2.982.731)
Dividendos Comunes (Pagados)	–	(1.252.876)				(1.252.876)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	–	(1.320.926)	(976.652)	108.922	(1.085.574)	(2.297.578)
Apalancamiento Bruto (veces)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	(i/a)	3,8				3,8
Deuda Ajustada respecto al FGO	(i)/(n-m-l-k+b))	7,3				7,1
Deuda respecto al FGO	(i-g)/(n-m-l-k)	7,3				7,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	(i-g)/d	3,8				3,8
(FCO - Capex) /Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (%)	(o+p)/(i-g)	-0,3%				-4,6%
Apalancamiento Neto (veces)						
Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	(i-j)/a	3,0				3,0

(COP millones; cifras al 31 de diciembre de 2020)	Notas y Fórmulas	Valores Reportados	Suma de Ajustes	Dividendos Recibidos de Asociadas y/o Minoritarios/ Ajustes de Caja	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	$(i-j)/(n-m-l-k+b)$	5,7				5,5
Deuda Neta respecto al FGO	$(i-g-j)/(n-m-l-k)$	5,7				5,5
Deuda Neta con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	$(i-g-j)/d$	3,0				3,0
(FCO – Capex) /Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (%)	$(o+p)/(i-g-j)$	-0,4%				-5,9%
Cobertura (veces)						
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos) ^a	$a/(-m+b)$	29,2				4,5
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados ^a	$d/(-m)$	29,2				4,5
Cobertura de Cargos Fijos respecto al FGO	$(n-l-m-k+b)/(-m-k+b)$	15,2				2,4
Cobertura de Intereses respecto al FGO	$(n-l-m-k)/(-m-k)$	15,2				2,4

EBITDA/R después de dividendos a asociados y minorías

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, ISA

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO PARA EL CUAL EL ANALISTA LÍDER TENGA SEDE EN UNA COMPAÑÍA DE FITCH RATINGS REGISTRADA ANTE ESMA O FCA (O UNA SUCURSAL DE DICHA COMPAÑÍA) SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de Autor © 2021 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001"