



Informe de Representación Legal de Tenedores de Bonos
(01/07/2017 – 31/12/2017)

Emisión Bonos Ordinarios ISAGEN S.A. E.S.P

Diciembre de 2017

Clase de Título:	Bonos Ordinarios
Emisor:	ISAGEN S.A. E.S.P.
Monto de la Emisión:	Trecientos mil millones de pesos (\$300.000.000.000)
Valor nominal:	Para las series A, B, C, D, E y F: Un millón de pesos (\$1.000.000)
Número de Series:	6 series A, B, C, D, E y F
Valor Mínimo de la Inversión	La inversión mínima de los Bonos Ordinarios denominados en pesos será el equivalente al Valor Nominal de diez (10) Bonos Ordinarios, es decir, diez millones de pesos (\$10.000.000). En consecuencia, no podrán realizarse operaciones en el mercado primario ni en el mercado secundario por montos inferiores a diez millones de pesos (\$10.000.000). La inversión de los bonos ordinarios deberá hacerse, de acuerdo con el monto de inversión mínima, por un número entero de valores ya que los mismos no podrán fraccionarse.
Plazo de Colocación y Vigencia de la Oferta:	El plazo de colocación de la emisión será de dos (2) años contados a partir del día hábil siguiente a la publicación del primer aviso de oferta pública.
Administración de la Emisión:	Deceval S.A.
Tasa Máxima de Interés:	Serie A: Tasa Fija EA, Serie B: DTF+Puntos adicionales, Serie C: IPC+Puntos adicionales, Serie D: IPC+Puntos adicionales, Serie E: IBR+Puntos adicionales y Serie F: IBR+Puntos adicionales.
Calificación Inicial:	Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores otorgó una calificación de AAA A LOS Bonos Ordinarios.

Entidad Emisora

ISAGEN es una empresa de servicios públicos (E.S.P.) que participa en el negocio de Generación y Comercialización de energía eléctrica. Actualmente cuenta con 3.032 MW de capacidad instalada y su portafolio de proyectos en desarrollo alcanza los 7.500

MW, posicionándose como la tercera empresa de generación de energía más grande de Colombia. Asimismo, ISAGEN opera la central de generación de energía más grande del territorio nacional. El portafolio de activos operacionales de ISAGEN es diversificado y está compuesto

La información contenida en el presente informe emitida por Itaú Asset Management Colombia S.A., es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en este informe ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

principalmente por centrales de generación hidráulica con gran capacidad de embalse, complementado por una central térmica, lo que le permite mantener una sólida estrategia comercial. Las centrales dentro del portafolio se encuentran en excelente estado operacional y son centrales modernas que cuentan, en promedio, con 18 años de existencia.

La ubicación estratégica de sus activos en diferentes departamentos del país y en diferentes cuencas permite a ISAGEN mitigar el riesgo hidrológico. Adicionalmente, ISAGEN desarrolla una estrategia de comercialización conservadora, en la que vende aproximadamente el 80% de su energía en Contratos de Largo Plazo, evitando así la alta volatilidad del precio spot, lo que le permite mantener una estabilidad en el tiempo en sus flujos de caja.

ISAGEN fue constituida mediante escritura pública No. 230, otorgada en la Notaría Única del Círculo de Sabaneta (Antioquia), el 4 de abril de 1995 y registrada en la Cámara de Comercio de Medellín el 17 de abril de 1995. Su última reforma estatutaria se aprobó por la Asamblea General mediante acta No. 037 del 30 de marzo 2016, y se protocolizó mediante escritura pública No. 2430 del 7 de



Carrera 7 N° 27 – 18
Bogotá – Colombia
Teléfono: +57 (1) 581 8181
www.itaú.co

julio de 2016, otorgada en la Notaría 20 del Círculo de Medellín.¹

Datos Relevantes

Calificación: El día 14 de Diciembre de 2017, Fitch Ratings asignó calificación nacional a la Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios de Isagen S.A. E.S.P. (Isagen) por COP300.000 millones en 'AAA(col)'. Los recursos obtenidos a través de la emisión serán destinados a la sustitución de pasivos financieros y/o para capital de trabajo del emisor.

Las calificaciones asignadas a la emisión de Isagen reflejan la expectativa de Fitch de que las métricas crediticias de la empresa continuarán adecuadas en el mediano plazo, dada la generación operativa robusta y los requerimientos limitados de inversiones de capital en el futuro. Las calificaciones incorporan la expectativa de que la generación de EBITDA de la empresa se situará alrededor de COP1,2 a 1,5 billones en el mediano plazo, lo cual se reflejará en un apalancamiento en niveles iguales o inferiores a 3 veces (x).²

¹ Tomado del prospecto de emisión y colocación.

² Tomado del Informe de la calificadoradora de fecha 14 de Diciembre de 2017.

La información contenida en el presente informe emitida por Itaú Asset Management Colombia S.A., es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en este informe ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.



Factores Clave de las Calificaciones

Posición Competitiva Robusta: Las calificaciones de Isagen se soportan en la posición competitiva sólida en el mercado de generación eléctrica en Colombia, sus costos marginales bajos y su portafolio de activos de generación adecuado. Isagen mantiene su posición como el tercer generador eléctrico de Colombia con 3.032MW de capacidad instalada, de los cuales 90% son activos hidroeléctricos. Durante 2016, contribuyó a satisfacer 17,3% de la demanda eléctrica nacional.

Fortalecimiento del EBITDA: En línea con las expectativas de Fitch, Isagen retomó su capacidad de generación de EBITDA durante 2017, beneficiado por la normalización de las condiciones hidrológicas en el país, que se reflejó en una recuperación de sus niveles de generación eléctrica. Al cierre de septiembre de 2017, Isagen generó 11.163 Gwh de electricidad, 44% superior al que registró durante el mismo período el año anterior, lo cual compensó la reducción de los precios promedio de bolsa e impulsó el EBITDA de la empresa.

El ajuste de la política comercial de Isagen mitiga el riesgo de exposición a compras de energía en el mercado de bolsa, el cual es volátil, dependiendo de las condiciones

hidrológicas que prevalezcan en el país. En el período 2014 a 2016, las ventas en contratos representaron alrededor de 88% del total de las ventas de energía de Isagen, mientras que al cierre de septiembre 2017 esta proporción se redujo hasta alrededor de 70%.

Flujo de Caja Libre Asociado a Distribución a Accionistas: La generación operativa mayor, conjuntamente con los requerimientos de inversiones de capital limitados contribuye al fortalecimiento del flujo de caja libre (FCL) de la empresa. Isagen mantiene un portafolio de proyectos de generación de 800MW, de los cuales solo 123MW los consideran en etapa avanzada de estudio, que podrían desarrollarlos en el mediano plazo sin presionar significativamente las métricas crediticias de la empresa. Así, el comportamiento del FCF de Isagen dependerá en gran medida de las decisiones de que tome la empresa en torno a la senda de pago de dividendos y del servicio del crédito al accionista (SHL) en el mediano plazo.

Métricas Crediticias Prospectivas Adecuadas: Las calificaciones de Isagen incorporan la expectativa de que mantendrá un apalancamiento prospectivo en nivel igual o inferior a 3x, similar al reportado al cierre

La información contenida en el presente informe emitida por Itaú Asset Management Colombia S.A., es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en este informe ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

de septiembre de 2017. Las métricas crediticias de la empresa se beneficiaron del fortalecimiento de la generación operativa, que ha sido capaz de financiar la reactivación de los pagos de dividendos durante el año. Se espera que los recursos provenientes del programa de emisión local de bonos y papeles comerciales contribuyan a refinanciar los próximos vencimientos de deuda de la empresa.

Fitch incorpora dentro de su análisis un escenario en el que el vencimiento de alguna emisión con cargo al programa tenga vencimiento posterior a 2032, año en que está pautado el vencimiento del SHL. Si ocurriera este escenario, la agencia continuaría considerando este crédito como patrimonio para las métricas de apalancamiento de Isagen, en la medida que en los documentos que reglamentan el préstamo se establece que la deuda es subordinada con respecto a toda deuda existente o futura. Adicionalmente, hasta que las obligaciones financieras de la empresa se cancelen en su totalidad, el prestamista no podrá forzar el pago del SHL, ni tomará acciones para acelerar ni hacer cumplir sus derechos para ejercer alguna de las provisiones previstas para cobrar esta



Carrera 7 N° 27 – 18
Bogotá – Colombia
Teléfono: +57 (1) 581 8181
www.itaú.co

obligación, ni tomar activos de Isagen como garantía.³

Entorno Económico

Economía: En el tercer trimestre el crecimiento económico se ubicó en 2%, superior al observado en los cuatro trimestres anteriores. En este sentido, el año 2017 cerraría con un crecimiento entre el 1.6% y 1.8%, con la expectativa de que en el cuarto trimestre se presente un crecimiento cercano al 2.4%.

En términos de contribución al PIB, en los tres primeros trimestres del año los sectores que presentaron un mejor desempeño son el agropecuario, con un crecimiento de 6.4%, seguido de los sectores financiero y de servicios sociales (explicado por el mayor gasto público), con crecimientos de 3.8% y 3.0% respectivamente. Al revisar el PIB por el lado de la demanda, principalmente estuvo jalonado por el consumo final (crecimiento de 2% en los tres primeros trimestres), explicado en mayor medida al consumo final del gobierno (crecimiento de 3.4%), mientras el de los hogares se ubicó en 1.6%.

La expectativa es que para el próximo año el crecimiento repunte y se ubique en niveles

La información contenida en el presente informe emitida por Itaú Asset Management Colombia S.A., es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en este informe ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

de 2.6%, impulsado por el repunte de las exportaciones, dados los mejores precios de las materias primas, y se reactive el consumo privado al contar con menores tasas de interés.

Inflación: En el caso de la inflación, en lo corrido del año se realizó un importante corrección al rango meta luego de la disipación de las distorsiones de oferta (fenómeno del niño y paro camionero). La inflación anual ascendió en noviembre al 4.12%, mientras inflación en lo corrido del año (hasta noviembre) se ubicó en 3.69%. El mayor ajuste está explicado principalmente por la significativa caída del rubro de alimentos, siendo el caso de los alimentos perecederos que alcanzó a tener caídas en inflación del 17%. Por otra parte, la inflación básica aún se ubica en niveles mayores al 4%, no siendo tan marcada la caída respecto a la inflación total. En suma, el 2017 cerraría con una inflación cercana al techo del rango meta del Banco de la República (4%).

Tasa de Cambio: La tasa de cambio presentó cierta estabilidad conforme el precio del petróleo se mantuvo en niveles entre 55 y 60 dólares y cerró el año en niveles cercanos a los \$2.983. En el corto plazo no se prevén fuertes fluctuaciones conforme se mantienen



Carrera 7 N° 27 – 18
Bogotá – Colombia
Teléfono: +57 (1) 581 8181
www.itaú.co

los acuerdos de la OPEP y Estados Unidos no presentaría un repunte en su producción.

Política Monetaria: En el caso de la política monetaria, la Junta del Banco de la República mantuvo inalterada la tasa de política monetaria en 4.75%, con lo cual se distanció de las decisiones pasadas. La decisión estuvo motivada ante el dato de inflación de noviembre (0.18%), que se ubicó en niveles altos respecto a las proyecciones del Banrep. Igualmente, señaló que aún existen importantes riesgos externos, dada la normalización de la política monetaria en los países desarrollados y el alto déficit de cuenta corriente del país.

Por último, es importante mencionar la decisión de S&P de reducir el grado de calificación, motivada por el bajo crecimiento económico y la debilidad de las cuentas fiscales. Ante esta noticia el mercado no reaccionó de forma significativa, pues no se presentaron fuertes ajustes. No obstante, los riesgos de futuras reducciones en las calificaciones son latentes, pues si bien para los años 2017 y 2018 se cumpliría con el déficit fiscal establecido en la Regla Fiscal, de cara a los próximos años hay gran incertidumbre pues se tendría que dar un importante ajuste en términos de ingresos y gastos.

3 Tomado del Informe de la calificadora de fecha 09 de agosto de 2016.

La información contenida en el presente informe emitida por Itaú Asset Management Colombia S.A., es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en este informe ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Situación Financiera

Al corte del presente informe la información financiera presentada por el emisor es con corte a Diciembre de 2017. A continuación se exponen las cifras.

Activo: Al finalizar el segundo semestre de 2017 el total de activos de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$19.244.256 millones de pesos.

Pasivo: Al finalizar el segundo semestre de 2017 el total de pasivos de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$13.186.267 millones de pesos.

Patrimonio: Al finalizar el segundo semestre de 2017 el total del patrimonio de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$5.485.271 millones de pesos.

Utilidad: Al finalizar el segundo semestre de 2017 el total de la utilidad de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$353.075 millones de pesos.⁴

Conclusiones

Itaú Asset Management Colombia S.A. en su calidad de Representante Legal de Tenedor

⁴ Tomado de la página web de ISAGEN S.A. E.S.P.



Carrera 7 N° 27 – 18
Bogotá – Colombia
Teléfono: +57 (1) 581 8181
www.itaú.co

de Bonos emitidos por Isagen S.A. E.S.P., considera que las cifras financieras presentadas a corte Diciembre de 2017 y la evolución de sus resultados semestrales, demuestran la solidez y respaldo necesario por parte del Emisor para continuar con el desarrollo y ejecución de su objeto social.

En la actualidad no prevemos ningún factor que comprometa de manera significativa ó relevante la solvencia del Emisor para cumplir con las obligaciones adquiridas de cara a la emisión de Bonos Ordinarios.

Fuentes

- Superintendencia Financiera de Colombia.
- Isagen S.A. E.S.P.
- Fitch Ratings Colombia

NOTA: Para efectos de una mayor información sobre el objeto del presente informe consultar las siguientes direcciones en internet:

- <http://www.superfinanciera.gov.co/>
- <http://www.fitchratings.com.co/>
- <https://www.isagen.com.co/>

La información contenida en el presente informe emitida por Itaú Asset Management Colombia S.A., es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en este informe ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.