



**Informe de Representación Legal de Tenedores de Bonos**  
**(01/01/2017 – 30/06/2017)**

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

**Junio 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

*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.*

portafolio de activos operacionales de ISAGEN es diversificado y está compuesto 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.<sup>1</sup>

## Datos Relevantes

**Calificación:** El día 09 de agosto de 2016, 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.

La calificación de la emisión de bonos de Isagen refleja el perfil de negocio sólido de la empresa, apalancamiento moderado, liquidez adecuada y la exposición moderada a riesgo regulatorio. También consideran la expectativa de Fitch de un fortalecimiento de las métricas crediticias de Isagen a mediano plazo, dado el flujo de caja operativo robusto y la reducción de las necesidades de inversiones de capital. Además, la calificación incorpora la mejora del perfil de vencimientos de la deuda financiera de la empresa como resultado de la sustitución de pasivos con los recursos provenientes de la emisión.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Tomado del prospecto de emisión y colocación.

<sup>2</sup> Tomado del Informe de la calificadora de fecha 25 de octubre 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.*

## Factores Clave de las Calificaciones

**Posición Competitiva Sólida:** La calificación de Isagen está respaldada por la posición competitiva sólida en el mercado de generación eléctrica en Colombia, sus costos marginales bajos y su portafolio robusto de activos de generación. La empresa consolidó su posición como el tercer generador eléctrico de Colombia con 3.032MW de capacidad instalada al incorporar los 820MW de la planta Sogamoso en diciembre de 2014. Este activo generó 24,8% de la energía total producida por la empresa en 2015. La ubicación de la planta le permite una diversificación geográfica mayor de los activos de generación lo que mitiga, en cierta medida, su exposición a eventos hidrológicos adversos.

**Presión Temporal en EBITDA:** Durante 2016, Fitch anticipa que la generación de EBITDA de Isagen esté presionada debido a las condiciones hidrológicas desfavorables durante los primeros meses del año, así como por la externalidad negativa derivada del accidente reportado de una planta operada por Empresas Públicas de Medellín (EPM) sobre la generación de algunos activos clave de Isagen. Esto derivó en un incremento de las compras de energía en bolsa. La agencia espera que, desde el segundo semestre de 2016, Isagen comience



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

a recuperar su generación operativa gracias al incremento de su generación hidroeléctrica. En línea con las expectativas de Fitch, Isagen reportó un incremento importante en EBITDA y márgenes durante 2015. La compañía registró COP1,2 billones de EBITDA que representan un margen de 41,5%. Los resultados se beneficiaron del inicio de las operaciones de Sogamoso que incrementó la generación hidroeléctrica en la mezcla de ventas de la empresa. Para 2016, Fitch espera que el EBITDA se reduzca hasta niveles alrededor de COP950.000 millones, inferior a las últimas previsiones, con tendencia a incrementarse desde 2017. La estrategia comercial de Isagen concentra la mayor parte de sus ventas a través de contratos de largo plazo con compañías distribuidoras y empresas grandes. Esto apoya la estabilidad de su flujo de caja. La agencia no descarta que se produzcan algunos cambios estructurales en el marco regulatorio aplicable al segmento de generación de energía en el mediano plazo, dado que el Fenómeno El Niño reveló algunas debilidades de la regulación actual. La calificadora evaluará los cambios en la regulación vigente y las implicaciones sobre la generación de flujo de caja estimado para Isagen.

**Reducción de Presión en Flujo de Caja Libre:** El flujo de caja libre (FCL) permaneció

*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.*

en valores negativos de forma consistente durante los últimos 5 años por las inversiones derivadas de la construcción de Sogamoso, así como por la política de dividendos agresiva. En 2016, Fitch espera que el FCL se convierta en positivo gracias a los requerimientos de inversiones de capital menores y por la decisión de la empresa de no pagar dividendos durante este año. Las inversiones previstas incluyen un mantenimiento mayor en la planta termoeléctrica Termocentro, luego de operar cerca de su capacidad total desde 2013. A mediano plazo el comportamiento del FCL dependerá de la incursión eventual de la empresa en proyectos nuevos de gran cuantía, así como de la política de dividendos que se defina por el accionista controlante nuevo.

**Apalancamiento Moderado:** Fitch espera que el apalancamiento de Isagen se incremente temporalmente hasta un rango entre 3,5 veces (x) y 4x al cierre de 2016, debido a la presión experimentada por el EBITDA durante el año. Las calificaciones de Isagen incorporan la expectativa de que la empresa registrará una reducción del apalancamiento a partir de 2017, derivada de la generación operativa mayor y la reducción de las necesidades de inversiones de capital. La estructura de capital de Isagen tiene una exposición limitada a las variaciones del tipo



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

de cambio, dado que solo 8% de su deuda financiera está denominada en dólares estadounidenses.

**Posición Adecuada de Liquidez:** Isagen mantiene una posición adecuada de liquidez que se sustenta en saldos de efectivo saludables, una generación operativa robusta y un perfil de vencimiento de deuda manejable. A finales de 2015, la empresa registró un saldo de efectivo de COP364.513 millones, mientras que la deuda de corto plazo se ubicó en COP310.486 millones. Además, Isagen cuenta con líneas de crédito disponibles por más de COP1 billón, que se constituyen como un respaldo adicional de liquidez. Los recursos provenientes de la emisión de bonos por COP300.000 millones extenderían el perfil de vencimientos de la deuda, lo que fortalecería los niveles de liquidez de la empresa.<sup>3</sup>

### Asamblea Decisoria de Tenedores de Bonos

Para el periodo del presente informe se llevó a cabo una Asamblea Decisoria de Tenedores de Bonos convocada por Itaú Asset Management Colombia S.A. Sociedad Fiduciaria (Antes Helm Fiduciaria S.A.) en su calidad de Representante legal de tenedores de bonos emitidos por valor inicial de

<sup>3</sup> 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.*



\$300.000.000.000 y Alianza Fiduciaria en su calidad de Representante Legal de Tenedor de Bonos de la Primera Emisión de Bonos por valor de \$850.000.000.000. La Asamblea en mención se llevó a cabo en la ciudad de Medellín el 07 de julio de 2017 con un Quórum del 94.64% para la emisión representada por Itaú Asset Management Colombia S.A. Sociedad Fiduciaria (Antes Helm Fiduciaria S.A.) y Quórum del 87.41% de la emisión representada por Alianza Fiduciaria. La Asamblea aprobó por unanimidad de los asistentes la fusión entre ISAGEN S.A. E.S.P en calidad de absorbente y BRE Colombia Holdings S.A.S. en calidad de absorbida con el 87,41%, equivalente a (\$569.166.000.000) del monto insoluto del empréstito para la emisión 2009 y con el 94,64%, equivalente a (\$283.934.000.000) del monto insoluto del empréstito para la emisión 2016.

### Entorno Económico

**Economía:** En el primer trimestre del año la economía colombiana continuó con el proceso de ajuste registrando un crecimiento de 1,1%, el cual fue el más bajo no visto para un primer trimestre desde 2009. El menor crecimiento estuvo explicado por la política monetaria restrictiva del año pasado, la debilidad en el mercado laboral y por la implementación de la reforma tributaria que

elevó la tarifa general del IVA de 16% a 19%. Para 2017, Itaú prevé un crecimiento de 1,6% y para 2018 de 2,5%. La inflación anual de Junio ajustó 3,99%, cayendo frente a la inflación de Diciembre de 5,75% y de Junio de 2016 de 8,60%. La desaceleración en la variación anual se explica por un descenso acelerado de la inflación de alimentos, tras la finalización de los choques de oferta registrados el año pasado. Itaú estima una inflación anual para 2017 de 4,2%, y para cierre de 2018 de 3,8%. El Banco de la República continuó este año reduciendo la tasa de interés en vista de la corrección que está mostrando la inflación y la debilidad de la actividad económica. En Junio, el Emisor decidió recortar en 50 pbs la tasa de interés a 5,75%, argumentando la decisión en la reciente debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración mayor. Otras tasas de interés empezaron a absorber el ciclo bajista de la política monetaria; la DTF a 90 días terminó en Junio sobre 5,95% E. A. frente a 6,86% en Diciembre, mientras que la IBR a un día ajustó en Junio 5,98%. **Mercados:** la referencia TES 2024 terminó en Junio en 6,12%, a la baja frente a Diciembre (6,90%). El empinamiento de la curva de rendimientos de los TES tasa fija – medido por la distancia entre los vencimientos julio 2024 y noviembre 2018– aumentó considerablemente en 67,5 pbs, al

*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.*

subir desde 71,6 pbs en Diciembre a 139,1 pbs en Junio (nivel máximo no visto desde Octubre de 2015). La cotización del dólar interbancario para cierre de mes subió levemente, desde 3.000 pesos en Diciembre a 3.038 pesos en Junio. El índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia acumuló una valorización en el primer semestre de 8,23%, que se compara con el incremento de 13,97% del primer semestre de 2016 y con la valorización de 17,17% registrada en todo 2016.

### Situación Financiera

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

**Activo:** Al finalizar el primer semestre de 2017 el total de activos de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$7.886.927 millones de pesos.

**Pasivo:** Al finalizar el primer semestre de 2017 el total de pasivos de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$4.646.093 millones de pesos.

**Patrimonio:** Al finalizar el primer semestre de 2017 el total del patrimonio de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$3.240.834 millones de pesos.



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

**Utilidad:** Al finalizar el primer semestre de 2017 el total de la utilidad de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$167.584 millones de pesos.<sup>4</sup>

### Conclusiones

Itaú Asset Management Colombia S.A. en su calidad de Representante Legal de Tenedor de Bonos emitidos por Isagen S.A. E.S.P., considera que las cifras financieras presentadas a corte junio 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

<sup>4</sup> Tomado de la página web de ISAGEN S.A. E.S.P.

*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.*



**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.*