



Informe de Representación Legal de Tenedores de Bonos

(01/01/2018 – 30/06/2018)

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

Junio de 2018

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.

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.



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

Datos Relevantes

Calificación: El día 27 de abril de 2018, Fitch Ratings afirmó en 'AAA(col)' la calificación nacional de largo plazo de Isagen S.A. E.S.P. (Isagen) y en 'F1+(col)' la calificación nacional de corto plazo. La Perspectiva es Estable. Asimismo, afirmó en 'AAA(col)' la calificación de la emisión de bonos locales de Isagen, y en 'AAA(col)' y F1+(col) las calificaciones de largo y corto plazo, respectivamente, del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y Papeles Comerciales de Isagen S.A. E.S.P.

¹ Tomado del prospecto de emisión y colocación.

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.



Una lista completa de las calificaciones se muestra al final de este comunicado.

Las calificaciones asignadas a Isagen reflejan el fortalecimiento de la estructura de capital de la empresa y la mayor predictibilidad de su EBITDA en el mediano plazo. El incremento en la predictibilidad resulta de ajustes en su política comercial que limita su exposición a la volatilidad del precio de electricidad en bolsa relacionado con condiciones hidrológicas adversas. Así, la empresa debe ser capaz de mantener sus niveles de apalancamiento en torno a 3 veces (x). Las calificaciones de Isagen también se soportan en su posición sólida de negocio en el mercado de generación eléctrica en Colombia, así como en su portafolio fuerte y diversificado de activos de generación. Fitch espera que la empresa mantenga indicadores adecuados de liquidez, soportados en la generación de CFO fuerte y predecible, aunque el desempeño del FCF dependerá en mayor medida de la senda de pagos de dividendos y otras distribuciones al accionista²

Factores Clave de las Calificaciones

Perfil de Riesgo de Negocio Bajo:

El ajuste de la estrategia comercial de Isagen reduce el riesgo de exposición a las compras de energía en bolsa, el cual ha mostrado

volatilidad alta ante eventos de hidrología adversa. Luego de la ocurrencia del Fenómeno de El Niño de 2015 a 2016, la empresa redujo las ventas en contratos sobre las ventas totales, comparado con 87% en promedio entre 2012 y 2016. Esta estrategia hace similares los niveles de demanda en contratos con la capacidad de generación de Isagen en condiciones de hidrología baja.

Aunque la hidrología alta de 2017 incentivó una exposición mayor a contratos, Isagen mantuvo su proporción de contratos en línea con su meta, lo que se reflejó en un EBITDA de COP1,2 billones. Fitch espera que El EBITDA de Isagen se sitúe en un rango entre COP1,3 billones y COP1,5 billones en los próximos años, dada la estrategia comercial conservadora de la empresa.

Métricas Crediticias Prospectivas Adecuadas:

Las calificaciones de Isagen incorporan la expectativa de que mantendrá un apalancamiento prospectivo alrededor de 3x en el mediano plazo. Al cierre de 2017, el apalancamiento de Isagen fue de 2.9x, en línea con las expectativas de Fitch, impulsado por el fortalecimiento del EBITDA durante el año. Fitch no considera el crédito con el accionista (SHL) de Isagen como deuda financiera para el cálculo de sus métricas de apalancamiento, en la medida

² Tomado del Informe de la calificadora de fecha 27 de abril de 2018.

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.

que la deuda es subordinada con respecto a toda deuda existente o futura, con pago de intereses opcionales, sujeto solo a la petición de Isagen, Además, 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 establecidas para cobrar esta obligación.

Posición de Negocios Sólida:

Las calificaciones de Isagen se apoyan en la posición competitiva sólida en el mercado de generación eléctrica en Colombia, que se sustenta por el portafolio adecuado de activos de generación, sus costos marginales bajos y su escala de operación. Estos factores compensan la operación en un mercado competitivo expuesto a la volatilidad de la energía y combustibles. Como participante clave en el mercado de generación, la escala de Isagen también reduce el riesgo de renovación de los contratos. El mercado eléctrico en Colombia opera con contratos de energía de relativamente corto plazo, con un promedio aproximado de 3 años. Isagen mantiene su posición como el tercer generador eléctrico de Colombia con 3.032MW de capacidad instalada, Durante 2017, Isagen generó



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

15.282 Gwh, lo que representa la segunda mayor generación de electricidad del país.

Flujo de Caja Libre Asociado a Distribución a Accionistas:

Fitch espera que Isagen continúe reportando un EBITDA estable, lo que conjuntamente con los requerimientos de inversiones de capital limitados debe contribuir a un flujo de caja libre (FCL) positivo en el futuro. Isagen mantiene un portafolio de proyectos de generación de 472MW, de los cuales solo 20MW ya cuentan con licencia ambiental aprobada, que pudiera ser ejecutado con generación de caja propia. Así, el comportamiento del FCF de Isagen dependerá de la política de distribuciones de la empresa hacia su accionista Brookfield, que pudiera ejecutar a través de los pagos de intereses de la deuda subordinada o de dividendos. Fitch monitoreará un incremento eventual de las distribuciones a los accionistas que presionen el FCF y el perfil crediticio de Isagen.³

Entorno Económico

Informe Económico – Primer Semestre 2018 :

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.



La economía colombiana en el primer semestre de 2018 presentó importantes signos de recuperación de la actividad económica, luego de un ajuste importante en 2017. Igualmente, el primer semestre estuvo marcado por el ciclo electoral, que generó ligera volatilidad y mantuvo la expectativa de cara a los resultados que fueron favorables para el mercado. En general, este semestre se caracterizó por reflejar un punto de inflexión en materia económica y política, entrando en una senda de mejora en las perspectivas de crecimiento y confianza, a pesar de las dificultades en materia fiscal y dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento económico en el mediano plazo. No obstante, aún se presentan importantes incógnitas sobre los impactos negativos en la economía colombiana que podría generar el contexto internacional, marcado por conflictos geopolíticos y cambios en la política monetaria de los países desarrollados.

Actividad Económica:

El PIB en el primer trimestre de 2018 se ubicó en 2.2%, mostrando signos de recuperación frente a los resultados del año anterior, que se ubicaron en 1.6% para el cuarto trimestre de 2017 y 1.3% para el primer trimestre de 2017. En términos de contribución al PIB, en el primer trimestre del año los sectores que presentaron un mejor

desempeño correspondieron a actividades financieras, administración pública y comercio al por mayor y al por menor con crecimientos de 6.1%, 5.9 y 3.9% respectivamente. Al revisar el PIB por el lado de la demanda, principalmente estuvo jalonado por el consumo final (crecimiento de 3.2% en el primer trimestre), explicado en mayor medida por el consumo final del gobierno (crecimiento de 6.7%), en tanto el de los hogares se ubicó en 2.5%.

De otra parte, los datos para el segundo trimestre de 2018 confirman la recuperación de la actividad económica. La confianza del consumidor continuó su senda de recuperación y en mayo registró el valor más alto desde julio de 2015. Igualmente, en el mes de mayo el comercio minorista presentó un crecimiento de 5.9%, en tanto la producción industrial del mismo mes se ubicó en 2.9%.

No obstante, aún existen riesgos sobre ciertos sectores de la economía y la consolidación del crecimiento económico en el mediano plazo. Por ejemplo, en el primer trimestre el sector de construcción presentó un crecimiento negativo de 8.2% y el sector de explotación de minas y canteras de -3.6%.

Inflación:

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.

La inflación continuó su proceso de ajuste a la meta del Banco de la República y en junio cerró en 3.20% desde su nivel de 4.09% de cierre de 2017. En los primeros seis meses del año se realizó una importante corrección al rango meta. La inflación básica se ubicó en el mes de junio en 3.81%, situándose en el rango meta desde el mes de marzo. El mayor ajuste está explicado principalmente por la significativa caída del rubro bienes transables, que inició el año en 3.2% y en junio se ubicó en 1.8%. Por otra parte, la inflación de alimentos aún se mantiene en niveles bajos, presentado pocos repuntes.

La perspectiva es que la inflación presente estabilidad en el resto del año, cerrando el año en niveles de 3.1%. Los principales riesgos para una mayor inflación están dados por una posible devaluación o un rebote en la inflación de alimentos.

Política Monetaria:

En los primeros seis meses del año la JDBR únicamente disminuyó la tasa de interés en el mes de abril en 25 puntos básicos, pasando del nivel inicial de año de 4.5% a 4.25%. De esta forma la Junta del Banco de la República (JDBR) en principio terminó el ciclo de reducción de la tasa de intervención y se prevé estabilidad para el segundo semestre. Los argumentos de las últimas decisiones por parte de la JDBR ponderan la



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

corrección de la inflación a la meta y la recuperación gradual de la economía.

Contexto Internacional:

El primer semestre de 2018 la economía global estuvo marcado por el ajuste gradual de la política monetaria de Estados Unidos, conforme la economía ha mostrado importantes signos de solidez. Así, la Reserva Federal incrementó las tasas de interés ajustándose a la expectativa de los agentes del mercado. Por otra parte, se ha generado volatilidad ante la posibilidad de una guerra comercial entre Estados Unidos y China, lo que afectaría el crecimiento global. Por otra parte, el precio del petróleo presentó un importante repunte al ubicarse en niveles superiores a 70 dólares por barril. Esto estuvo explicado por el acuerdo de los países productores y la menor producción de Estados Unidos.

Situación Financiera

Al corte del presente informe la información financiera presentada por el emisor es con corte a Junio de 2018. A continuación se exponen las cifras.

Activo: Al finalizar el primer semestre de 2018 el total de activos de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$18.997.313 millones de pesos.

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.

Pasivo: Al finalizar el primer semestre de 2018 el total de pasivos de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$13.452.498 millones de pesos.

Patrimonio: Al finalizar el primer semestre de 2018 el total del patrimonio de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$5.544.815 millones de pesos.

Utilidad: Al finalizar el segundo primer semestre de 2018 el total de la utilidad de Isagen S.A. E.S.P. asciende a \$57.345 millones de pesos.⁴

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 2018 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

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

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.