

## Fitch Asigna Calificaciones 'AAA(col)' y F1+(col) a Programa de Emisión de Isagen

**Fitch Ratings - Bogotá - (Diciembre 14, 2017):** Fitch Ratings asignó las calificaciones 'AAA(col)' y 'F1+(col)' al Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y Papeles Comerciales de Isagen S.A. E.S.P. Los recursos provenientes de la colocación de los Valores serán destinados en un ciento por ciento (100%) para el desarrollo del objeto social del Emisor.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

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).

#### 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 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 obligación, ni tomar activos de Isagen como garantía.

## RESUMEN DE DERIVACION DE CALIFICACIONES:

Isagen se encuentra bien posicionada dentro de los pares nacionales del sector eléctrico en Colombia, que incluye generadores puros como Emgesa S.A. E.S.P. (Emgesa: AAA(col)) y empresas que, además, participan en los negocios de transmisión y distribución eléctrica como Empresas Públicas de Medellín (EPM: AAA(col)) y Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P (EPSA: AAA(col)). Isagen tiene una posición competitiva sólida en el sector; es el tercer generador de Colombia detrás de EPM y Emgesa con una matriz de generación de costos variables bajos, al igual que sus pares. Las expectativas de apalancamiento para Isagen en torno a 3x en el mediano plazo se encuentran por encima de las previsiones para Emgesa (2x a 2,5x) y EPSA (1,5x a 2x), pero es consistente con la calificación nacional de 'AAA(col)'.

## SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos clave considerados por Fitch en su análisis son:

- las ventas de energía en contratos continúan representando una parte significativa en la mezcla de ventas de la empresa;
- pagos de dividendos y de deuda subordinada con accionista no deteriora el desempeño del FCL;
- apalancamiento sostenido en nivel igual o inferior a 3x en el mediano plazo.

## SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Una acción negativa sobre las calificaciones podría producirse ante la ocurrencia individual o en conjunto de alguno de estos factores:

- una reducción significativa de los precios de la energía, acompañada de una caída de la demanda eléctrica;
- un aumento sostenido en el apalancamiento por encima de 4x;
- cambio en la estrategia de la empresa que debilite el desempeño del CFO o que implique incrementos importantes de inversiones de capital y apalancamiento.

## LIQUIDEZ

### Liquidez Adecuada:

Isagen mantiene una posición de liquidez adecuada que se sustenta en la expectativa de una generación operativa creciente, un perfil de vencimiento de deuda manejable y un acceso amplio al mercado financiero local, todo lo cual compensa la reducción en los niveles de efectivo, producto de la reactivación del pago de dividendos de la empresa. Al cierre de septiembre de 2017, Isagen registró un saldo de efectivo de cerca de COP112.636 millones, mientras que la amortización de deuda en los próximos 12 meses se ubicó en alrededor de COP296.077 millones.

Fitch espera que los recursos provenientes de las emisiones de deuda con cargo al programa de bonos y papeles comerciales por COP2,5 billones contribuyan a extender el perfil de vencimiento de la deuda de Isagen. Durante el período 2018 a 2021, las amortizaciones anuales se encuentran por debajo de COP 300.000 millones, con excepción de 2019, cuya amortización de deuda estipulada es de alrededor de COP 560.000 millones. Estos niveles son inferiores a la expectativa de generación de FCO prevista para la empresa para esos años.

## Contactos Fitch Ratings:

Lucas Aristizábal (Analista Líder)  
Director Sénior  
+1 312 368 3260  
Fitch Ratings, Inc.  
70 West Madison St.

Chicago, IL 60602

Jorge Yanes (Analista Secundario)  
Director  
+571 484 6770. ext.1170

Natalia O'Byrne (Presidente del Comité de Calificación)  
Directora Sénior  
+ 57 1 484 6770 ext. 1100

Relación con los medios: Monica Saavedra, Bogotá, Tel. + 57 1 484 6770 ext. 1931  
Email: monica.saavedra@fitchratings.com.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Información adicional disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co)

Metodologías aplicadas:

- Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Septiembre 14, 2017);
- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Marzo 27, 2017).

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado.

#### INFORMACIÓN REGULATORIA

NOMBRE EMISOR o ADMINISTRADOR: Isagen S.A E.S.P  
NÚMERO DE ACTA: 4982

FECHA DEL COMITÉ: 13 de diciembre de 2017

PROPÓSITO DE LA REUNIÓN: Calificación Inicial

MIEMBROS DE COMITÉ: Natalia O'Byrne Cuellar (Presidente), Julio Cesar Ugueto Vera, Julián Ernesto Robayo Ramírez

Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web: <http://www.fitchratings.com.co/DocumentosWeb/26-05-2017%20Lista%20Comite%20Tecnico.pdf>

La calificación de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado.

En los casos en los que aplique, para la asignación de la presente calificación Fitch Ratings consideró los aspectos a los que alude el artículo 4 del Decreto 610 de 2002, de conformidad con el artículo 6 del mismo Decreto, hoy incorporados en los artículos 2.2.2.2.2. y 2.2.2.2.4., respectivamente, del Decreto 1068 de 2015.

#### CALIFICACIONES CREDITICIAS NACIONALES DE LARGO PLAZO:

**AAA(col).** Las Calificaciones Nacionales 'AAA' indican la máxima calificación asignada por Fitch en la escala de calificación nacional de ese país. Esta calificación se asigna a emisores u obligaciones con la expectativa más baja de riesgo de incumplimiento en relación a todos los demás emisores u obligaciones en el mismo país.

**AA(col).** Las Calificaciones Nacionales 'AA' denotan expectativas de muy bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. El riesgo de incumplimiento difiere sólo ligeramente del de los emisores u obligaciones con las más altas calificaciones del país.

**A(col).** Las Calificaciones Nacionales 'A' denotan expectativas de bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de pago oportuno en mayor grado que lo haría en el caso de los compromisos financieros dentro de una categoría de calificación superior.

**BBB(col).** Las Calificaciones Nacionales 'BBB' indican un moderado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, los cambios en las circunstancias o condiciones económicas son más probables que afecten la capacidad de pago oportuno que en el caso de los compromisos financieros que se encuentran en una categoría de calificación superior.

**BB(col).** Las Calificaciones Nacionales 'BB' indican un elevado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Dentro del contexto del país, el pago es hasta cierto punto incierto y la capacidad de pago oportuno resulta más vulnerable a los cambios económicos adversos a través del tiempo.

**B(col).** Las Calificaciones Nacionales 'B' indican un riesgo de incumplimiento significativamente elevado en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Los compromisos financieros se están cumpliendo pero subsiste un limitado margen de seguridad y la capacidad de pago oportuno continuo está condicionada a un entorno económico y de negocio favorable y estable. En el caso de obligaciones individuales, esta calificación puede indicar obligaciones en problemas o en incumplimiento con un potencial de obtener recuperaciones extremadamente altas.

**CCC(col).** Las Calificaciones Nacionales 'CCC' indican que el incumplimiento es una posibilidad real. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende exclusivamente de condiciones económicas y de negocio favorables y estables.

**CC(col).** Las Calificaciones Nacionales 'CC' indican que el incumplimiento de alguna índole parece probable.

**C(col).** Las Calificaciones Nacionales 'C' indican que el incumplimiento de un emisor es inminente.

**RD(col).** Las Calificaciones Nacionales 'RD' indican que en la opinión de Fitch Ratings el emisor ha experimentado un "incumplimiento restringido" o un incumplimiento de pago no subsanado de un bono, préstamo u otra obligación financiera material, aunque la entidad no está sometida a procedimientos de declaración de quiebra, administrativos, de liquidación u otros procesos formales de disolución, y no ha cesado de alguna otra manera sus actividades comerciales.

**D(col).** Las Calificaciones Nacionales 'D' indican un emisor o instrumento en incumplimiento.

**E(col).** Descripción: Calificación suspendida. Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada.

*Nota: Los modificadores "+" o "-" pueden ser añadidos a una calificación para denotar la posición relativa dentro de una categoría de calificación en particular. Estos sufijos no se añaden a la categoría 'AAA', o a categorías inferiores a 'CCC'.*

## CALIFICACIONES CREDITICIAS NACIONALES DE CORTO PLAZO:

**F1(col).** Las Calificaciones Nacionales 'F1' indican la más fuerte capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. En la escala de Calificación Nacional de Fitch, esta calificación es asignada al más bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros en el mismo país. Cuando el perfil de liquidez es particularmente fuerte, un "+" es añadido a la calificación asignada.

**F2(col).** Las Calificaciones Nacionales 'F2' indican una buena capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan grande como en el caso de las calificaciones más altas.

**F3(col).** Las Calificaciones Nacionales 'F3' indican una capacidad adecuada de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, esta capacidad es más susceptible a cambios adversos en el corto plazo que la de los compromisos financieros en las categorías de calificación superiores.

**B(col).** Las Calificaciones Nacionales 'B' indican una capacidad incierta de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Esta capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en las condiciones financieras y económicas de corto plazo.

**C(col).** Las Calificaciones Nacionales 'C' indican que el incumplimiento de un emisor es inminente.

**RD(col).** Las calificaciones Nacionales 'RD' indican que una entidad ha incumplido en uno o más de sus compromisos financieros, aunque sigue cumpliendo otras obligaciones financieras. Esta categoría sólo es aplicable a calificaciones de entidades.

**D(col).** Las Calificaciones Nacionales 'D' indican un incumplimiento de pago actual o inminente.

**E(col).** Descripción: Calificación suspendida. Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada.

## PERSPECTIVAS Y OBSERVACIONES DE LA CALIFICACIÓN:

**PERSPECTIVAS.** Estas indican la dirección en que una calificación podría posiblemente moverse dentro de un período entre uno y dos años. Asimismo, reflejan tendencias que aún no han alcanzado el nivel que impulsarían el cambio en la calificación, pero que podrían hacerlo si continúan. Estas pueden ser: "Positiva", "Estable"; o "Negativa".

La mayoría de las Perspectivas son generalmente Estables. Las calificaciones con Perspectivas Positivas o Negativas no necesariamente van a ser modificadas.

**OBSERVACIONES.** Estas indican que hay una mayor probabilidad de que una calificación cambie y la posible dirección de tal cambio. Estas son designadas como "Positiva", indicando una mejora potencial, "Negativa", para una baja potencial, o "En Evolución", si la calificación pueden subir, bajar o ser afirmada.

Una Observación es típicamente impulsada por un evento, por lo que es generalmente resuelta en un corto período. Dicho evento puede ser anticipado o haber ocurrido, pero en ambos casos las implicaciones exactas sobre la calificación son indeterminadas. El período de Observación es típicamente utilizado para recoger más información y /o usar información para un mayor análisis

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](http://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 DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2017 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".