

Jaime Arismendi
Jose David Naicipa
Margarita María Mejía

Director: Julián Benavides Franco, Ph.D.
Asesor: Alvaro Hernán Sarria

BURKENROAD REPORTS

ISAGEN

1. Precio esperado
2. Descripción de la empresa
 - 2.1. Quién es Isagen
 - 2.2. Productos
 - 2.3. Estructura de la propiedad
 - 2.4. Análisis DOFA
3. Descripción del sector
4. Hechos relevantes
 - 4.1. Colocación de bonos de deuda pública
 - 4.2. Calificación doble A más (AA+) a los títulos de Isagen
 - 4.3. El gobierno decide poner en venta su participación en Isagen
 - 4.4. Inversiones
5. Análisis financiero
 - 5.1. Supuestos
 - 5.2. Proyección de ventas Isagen
 - 5.3. Evolución del precio de la acción
 - 5.4. Bursatilidad de la acción
 - 5.5. Indicadores financieros
6. Anexos: Estados financieros proyectados

PRECIO ESPERADO

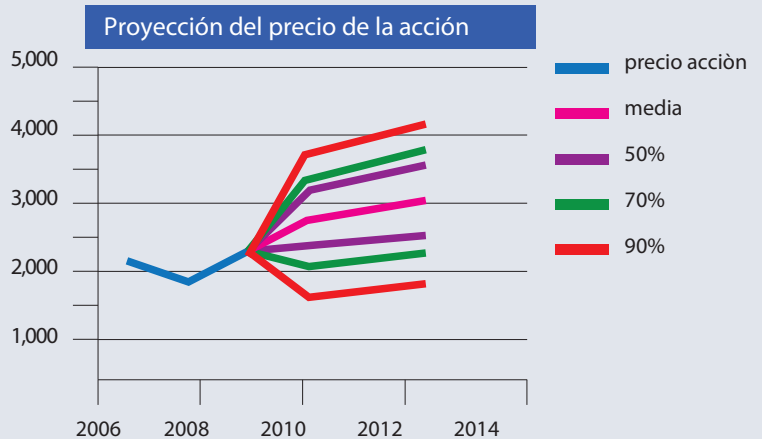
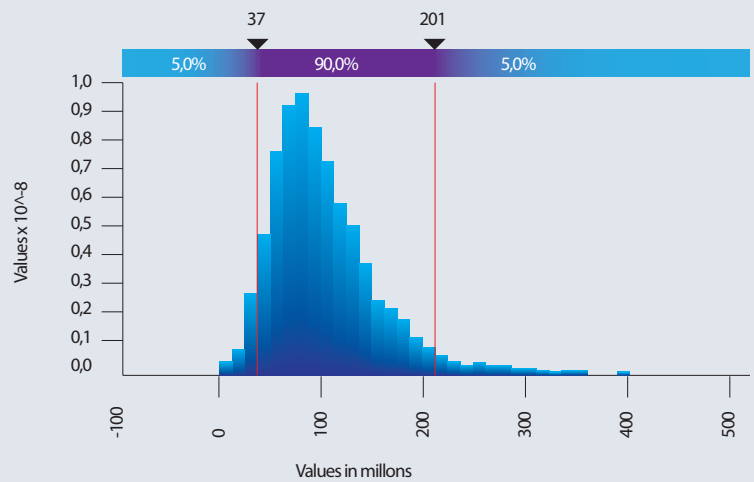
Según el modelo de valoración hecho, esperamos que el precio de la acción de Ecopetrol, esté por alrededor de los \$2.675 Pesos colombianos a finales del 2009.

a continuación se encuentran algunos datos estadísticos de esta simulación.

Estadísticos resumen para VE1 / 2010

Estadísticos

Mínimo	-735.736,66
Máximo	14.779.494,84
Media	9.284.264,70
Desv. Est.	1.744.565,77
Varianza	3,04E+12
Mediana	9.353.070,16
Moda	9.730.952,66



DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Quién es ISAGEN

ISAGEN es una empresa colombiana que presta servicios públicos. Su especialización es en la generación de energía y comercialización de soluciones energéticas. La empresa posee cuatro centrales de generación hídrica y una central de generación térmica.

Isagen es la tercera compañía generadora de energía del país y tiene una participación del 16% sobre el total de la generación del Sistema Interconectado Nacional-SIN.

Su estrategia competitiva está basada en la expansión de su infraestructura productiva, la atención amplia de la red de clientes industriales y a un enfoque de participación en el mercado de Bolsa con una estrategia de baja especulación. Se espera que en el largo plazo la compañía incorpore proyectos de internacionalización, ampliando sus horizontes de crecimiento en el mercado latinoamericano.

PRODUCTOS

Producción de energía

Para la generación de energía, ISAGEN posee y opera cinco centrales ubicadas en los departamentos de Antioquia, Santander y Caldas.

Su capacidad instalada total es de 2.132 MW, que equivale al 16% de la capacidad total del Sistema Interconectado Nacional, distribuida en 1.832 MW hidráulicos y 300 MW térmicos

Esta capacidad de generación ubica a Isagen como la tercera empresa generadora de energía más grande de Colombia.

Adicionalmente esta capacidad se complementa con la representación que tiene ISAGEN de 150 MW de la interconexión con Venezuela.

Comercialización de energía

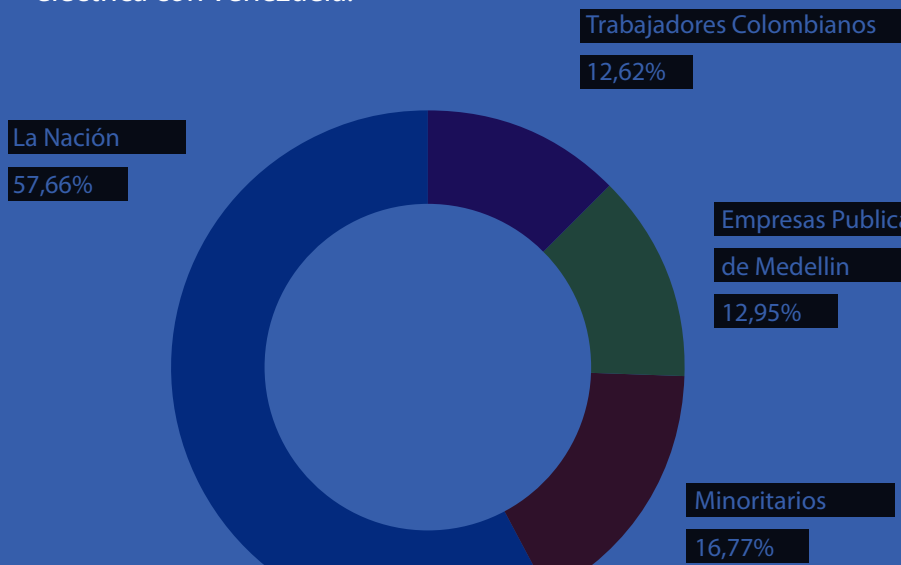
El mercado de la energía en Colombia ha venido en crecimiento, generando nuevas oportunidades para la empresa y nuevos clientes.

ISAGEN atiende clientes comercializadores que suministran energía al Mercado Regulado, y a Grandes Consumidores, representados en su mayoría por la gran industria. Además, comercializa su energía a casi todas las regiones del territorio nacional y presta atención local en Bogotá, Cali, Barranquilla y en su sede principal en Medellín.

Servicios adicionales

Además de la comercialización, Isagen presta una asesoría personalizada, brindando a sus clientes un completo portafolio de energéticos integrados por la electricidad y el gas, y una vasta gama de servicios de mantenimiento, expansión energética y eficiencia energética.

También es uno de los principales agentes de la Bolsa de Energía y es el representante de la interconexión eléctrica con Venezuela.



ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD

Composición accionaria

Noviembre de 2009

Accionista	No. Acciones	Participación
La Nación	1.571.853	57,66%
Trabajadores colombianos representados por AFP	457.162	16,77%
Empresas Publicas de Medellin	353.026	12,95%
Minoritarios	344.030	12,62%
Total	2.726.072	100%

Fuente: ISAGEN

Composición accionaria

La Nación

57,66%

Trabajadores Colombianos

12,62%

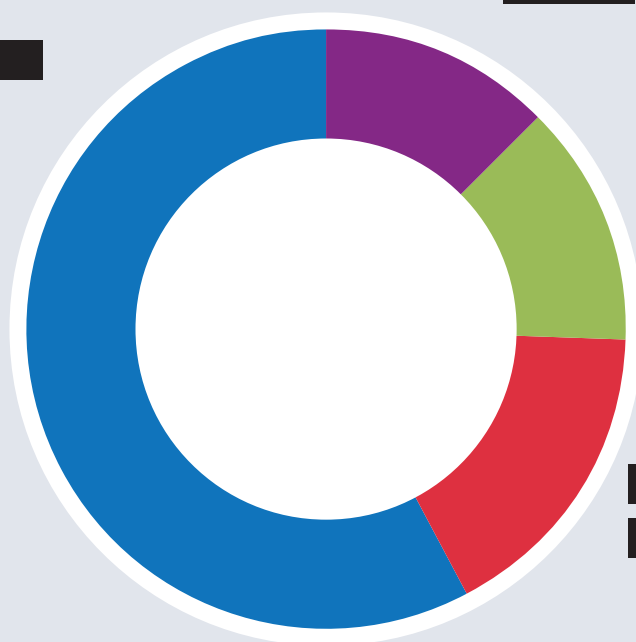
Empresas Publicas

de Medellin

12,95%

Minoritarios

16,77%



Análisis DOFA

Oportunidades

Implementación de nuevas estrategias para desarrollar nuevos proyectos, aprovechando el cambio climático.
Aumento de la demanda en un 29,8% en los últimos años.

Amenazas

Nuevas formas de generación de energía más económicas.
Marco regulatorio que promueve la libre competencia, libre acceso a las redes eléctricas y la participación privada en cada una de las actividades de la cadena de valor.
De igual modo este plan regulatorio, presenta riesgo.

Fortalezas

Diversificación regional de sus sistemas de generación, ya que el proyecto de Hidrosogamoso se encuentra en una zona con características hidrológicas distintas a de los activos existentes, lo que contribuye a diversificar las fuentes de recursos para el desarrollo de su operación.
Generación de producción a bajo costo.

Debilidades

Alta dependencia a la generación hidroeléctrica, y esto trae como consecuencia serios riesgos en épocas de sequía.
Generación hidráulica de 99,69% y el 0,31%, Generación térmica.
Retiro de la parte accionaria del sector público, porque se pierden garantías en la recuperación de la deuda. Expectativa de un alto nivel apalancamiento, durante la expansión.

DESCRIPCIÓN DEL SECTOR

ISAGEN desarrolla sus actividades en un mercado competitivo, en donde el marco regulatorio promueve la libre competencia, libre acceso a las redes eléctricas y la participación privada en cada una de las actividades de la cadena de valor.

Esta competencia se ve favorecida por el aumento de la demanda de energía, en los últimos 10 años (29,8% términos absolutos), acercándose a la oferta de generación, esto implica la necesidad de expandir el sistema.

HECHOS RELEVANTES

Isagen realizó exitosa colocación de bonos de deuda pública interna por \$450.000 millones

A través de la Bolsa de Valores de Colombia, Isagen hizo una colocación de Bonos de Deuda Pública interna por 450 mil millones de pesos, el 15 de septiembre de 2009. Esta operación recibió una demanda total de 657 mil millones de pesos por parte de los inversionistas.

La demanda total en esta primera colocación se superó en 1.87 veces el monto inicial ofrecido de 350 mil millones de pesos. El dinero obtenido por esta colocación de destinará a la construcción del proyecto hidroeléctrico Sogamoso, con el cual se espera incrementar la capacidad instalada en un 38%.

Los títulos de Isagen recibieron la calificación doble A más (AA+) por parte de Fitch Ratings de Colombia S.A.

En los últimos años, Isagen ha alcanzado una gran relevancia porque ha logrado crecer en medio de un escenario de alta competencia. Isagen, desde 2004, viene creciendo a tasas superiores al 12% anual, llegando el año pasado a ingresos por más de \$1,2 billones.

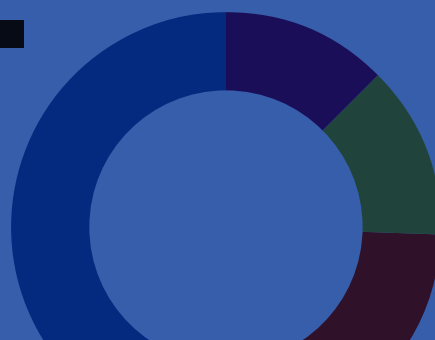
El crecimiento se debe a varios factores, que van desde la gestión comercial que ha permitido mantener relaciones de largo plazo con sus clientes a los que les ofrece diferentes soluciones energéticas, hasta su incursión en nuevos modelos de negocio explotando el potencial de venta de energía, en forma directa, a países vecinos. Acaba de firmar la prórroga, por un año, de la venta de 550 GWh año a Venezuela, la cual se está desarrollando desde 2008. Mientras se da el proceso de venta por parte del Gobierno, su principal reto será sacar adelante el proyecto hidroeléctrico Sogamoso, que le permitirá aumentar su capacidad de generación en un 38%.

La Nación
57,66%

Trabajadores Colombianos
12,62%

Empresas Publicas
de Medellin
12,95%

Minoritarios



El Gobierno decidió poner en venta su participación en Isagen.

Espera obtener \$3 billones por el 57% de su participación, dinero que será destinado a superar su déficit fiscal.

Esta noticia puede afectar la compañía por que el gobierno retiraría su garantía en la deuda actual de la empresa, que puede llevar a Isagen a una renegociación de la deuda actual.

Inversiones

Isagen está llevando a cabo un PLAN DE EXPANSIÓN. Entre los proyectos a desarrollar está el Proyecto hidroeléctrico Sogamoso, el cual constituye el principal activo en la expansión de su oferta en generación de energía. Este proyecto tiene un costo aproximado de USD 1.400 millones. Su construcción se inició en febrero de 2009 y su terminación se prevé que será en el año 2013.

Adicionalmente, el plan de expansión cuenta con los proyectos Guarinó y Manso, con el propósito de incrementar el factor de generación de la central Miel I y el proyecto hidroeléctrico Amoyá con una inversión estimada de COP 389.164 millones.

El resultado de estos proyectos de expansión es que en el 2014 ISAGEN presente un crecimiento en la capacidad instalada de generación de energía de 48%, alcanzando 3.164 MW, con una inversión total de COP 4,3 billones.

ANÁLISIS FINANCIERO

Supuestos

Los criterios que se tuvieron en cuenta para proyectar las cuentas del Balance General y del Estado de Resultados se describen a continuación (ver anexos). Vale aclarar que la mayoría de las cuentas proyectadas se basan en un porcentaje de crecimiento, el cual resulta de un promedio que involucra los datos reales de los últimos tres años (período 2006-2008) y se aplica como constante para los años proyectados (período 2009-2013).

Utilizamos la información pública de la compañía en futuras inversiones y su forma de financiación para los próximos 5 años y así ajustar nuestro modelo más a la realidad de Isagen.

Tabla 3 Crecimiento como

porcentaje de las ventas totales

2009-2012	Porcentaje (%)
Cuenta	Tasa de crecimiento
Activos Corrientes	
Cuentas por cobrar	22,69%
Diferidos	2,11%
Otros por cobrar	2,59%
Inventario	1,46%
Activos no corrientes	
Otros activos a largo plazo	4,90%
Activos fijos netos	225,06%
Pasivos Corrientes	
Cuentas por pagar	18,83%
Otros por pagar	11,23%
Pasivos no corrientes	
Otros pasivos a largo plazo	22,62%
Estado de Resultados	
Costos operacionales	53,26%
Otros gastos	5,88%
Ingresos no operacionales	0,31%

Fuente: Cálculos propios

PROYECCIÓN DE VENTAS ISAGEN

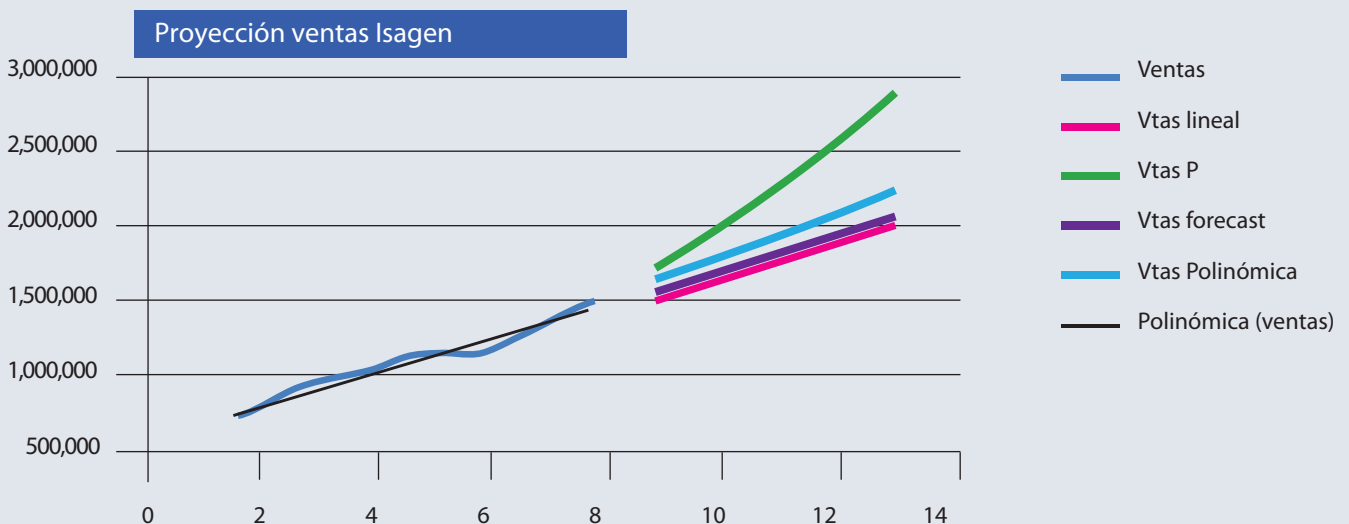
Se realizaron diferentes proyecciones de las ventas de Isagen para los próximos 5 años, dando como más precisa la regresión lineal y el resultado arrojado por Forecast Pro, además de ajustarse mejor a las proyecciones de la misma compañía. A continuación mostramos la grafica de las ventas proyectadas:

Realizando una comparación del R2 nos da una mayor precisión el pronóstico de ventas lineal y comparando el valor estimado por Isagen de sus ventas para el 2009 logramos validar esta premisa.

Proyección de ventas Isagen

(2010 – 2013)

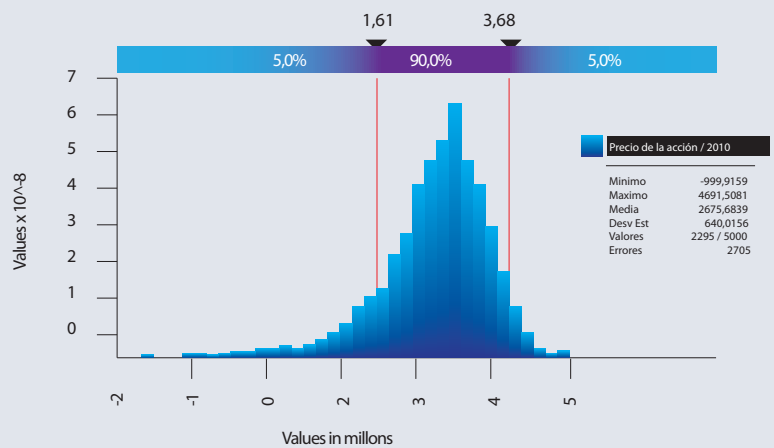
Año	Ventas
2002	\$ 536.761
2003	\$ 718.957
2004	\$ 785.775
2005	\$ 902.112
2006	\$ 890.706
2007	\$ 1.070.018
2008	\$ 1.231.700
2009	\$ 1.289.700
2010	\$ 1.392.981
2011	\$ 1.496.262
2012	\$ 1.599.543
2013	\$ 1.702.824



EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

El precio de la acción también se analizó con el software @Risk simulando 5.000 veces el crecimiento de las ventas con una distribución normal para al final pronosticar el valor en el año 2010.

Se realizaron valoraciones por múltiplos y por flujo de caja descontado, a los cuales le dimos una ponderación de acuerdo con la relevancia de cada uno de estos y la situación actual de la empresa y su precio de acción. A continuación mostramos los resultados encontrados:



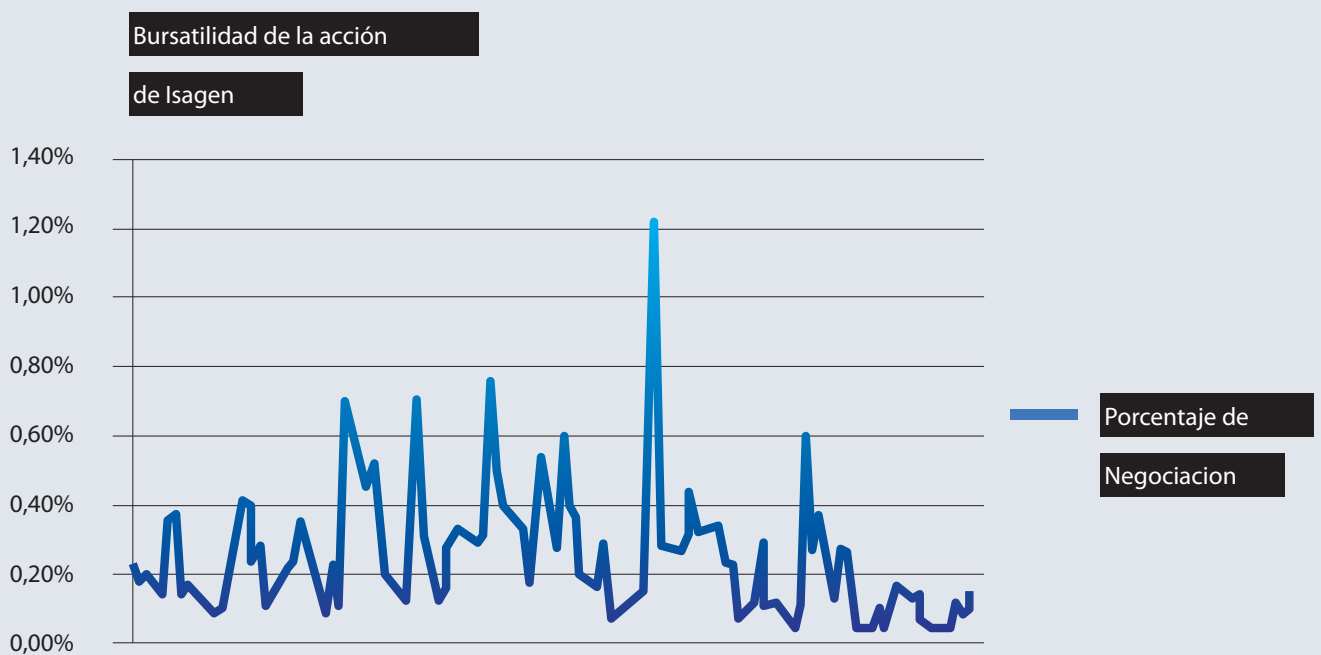
Proyección precio de la

acción (2010 – 2013)

	Multiples Peers	(%)	2009	2010	2011	2012
RPG	18,20	20%	2.027	2.244	2.372	2.584
M/B	1,60	5%	1.311	1.406	1.506	1.620
M/Sales	4,77	30%	2.486	2.867	3.307	3.814
M/EBITDA	5,325	5%	1.134	1.308	1.508	1.740
FCD		40%	2.532	2.664	2.806	2.959
PRECIO ACCIÓN		100%	2.286	2.510	2.739	3.013

BURSATILIDAD DE LA ACCIÓN

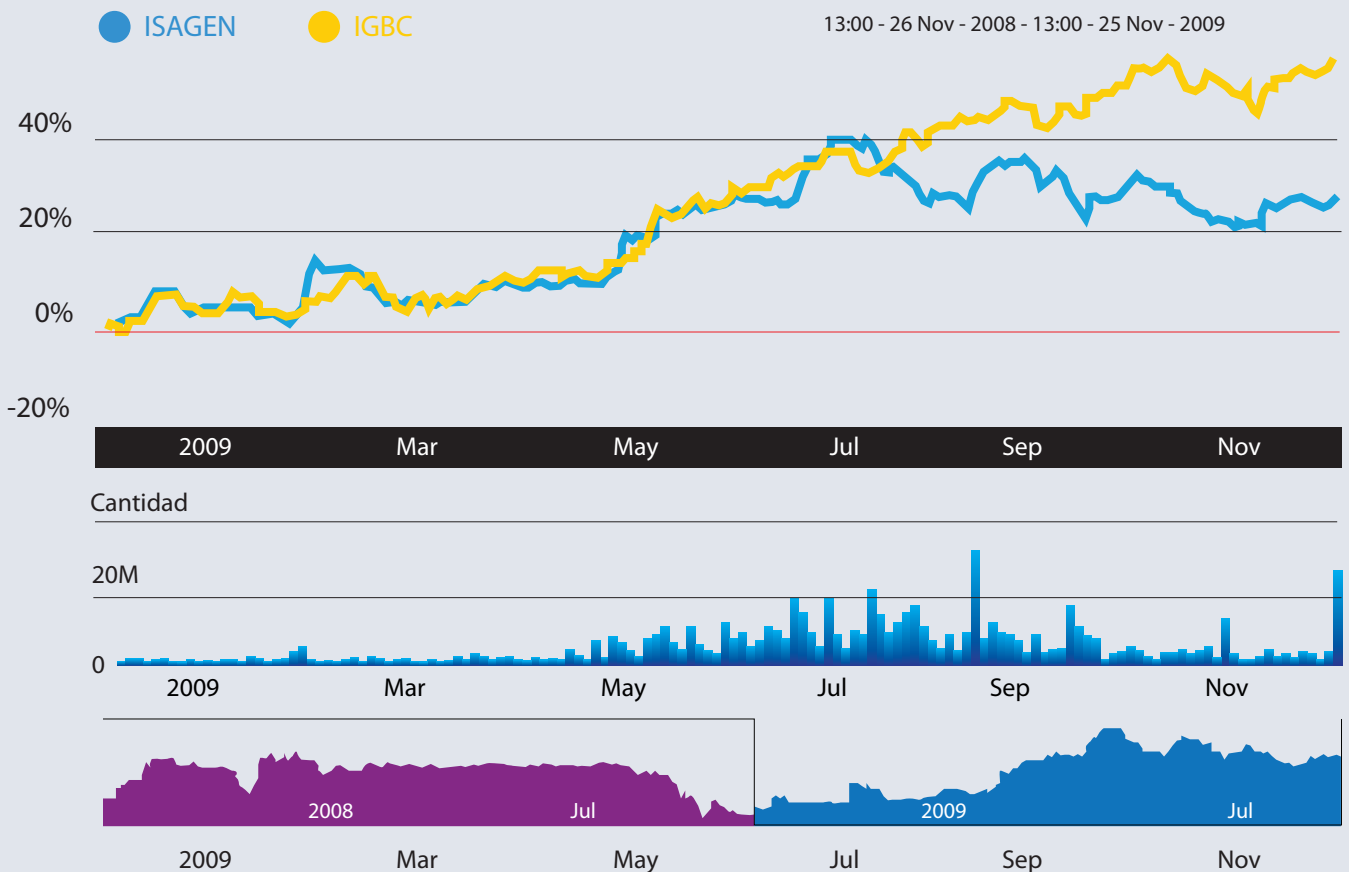
En el grafico 6 mostramos la bursatilidad de la acción diaria durante los últimos 5 meses. Esto lo calculamos como el porcentaje de transacciones diarias sobre el total de acciones en circulación.



Fuente: BVC y cálculos propios

Evolución precio Isagen vs. IGBC

En el siguiente gráfico vemos el comportamiento del crecimiento de la acción de Isagen comparado con el crecimiento del índice general de la bolsa de Colombia. Vemos que el precio de la acción de Isagen va muy de la mano con el IGBC, pero en los últimos meses ha habido una desaceleración en su crecimiento.



INDICADORES FINANCIEROS

5.5. Indicadores financieros

En la tabla 5 se muestra una comparación entre algunas razones financieras de Isagen y las del Benchmark que se hallaron con las siguientes compañías líderes de la industria: Southern Company, Dominion Resources Duke Energy Corporation.

De acuerdo con la tabla anterior Isagen se encuentra bien respecto a su benchmark. Se puede observar que Isagen supera en razón corriente, prueba acida, rentabilidad sobre ventas y en el ROA operacional.

En las demás variables esta mejor el Benchmark, sobre todo en la rotación de las cuentas por cobrar, que es un factor importante y sobre todo cuando se necesita de apalancamiento, porque está en una estrategia de expansión.

Razones Financieras

Razon	ISAGEN	BENCHMARK
Liquidez		
Razón Corriente	2,90	1,05
Prueba Acida	2,84	0,74
Posicion de Efectivo	9,25%	1,15%
Rotacion		
Rot. Cuentas por Cobrar	3,81	7,00
Rot. CxC Dias	95,81	52,18
Rot. Activo Fijo Neto	0,52	1,34
Endeudamiento		
Apalancamiento PT/AT	33,51%	69,10%
Rentabilidad		
Rent. sobre ventas	21,14%	10,59%
ROA oper.	12,31%	6,77%
ROA	8,26%	3,44%
ROE	12,42%	11,14%

Fuente: Cálculos propios

ANEXOS: ESTADOS FINANCIEROS PROYECTADOS

Balance General y Estado de Resultados proyectados

Balance General		2008	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVOS							
ACTIVOS CORRIENTES		753.275	705.080	1.480.563	2.106.518	1.785.961	1.452.389
ACTIVOS NO CORRIENTES		2.397.851	3.266.823	3.767.845	4.345.706	5.012.193	5.780.897
TOTAL ACTIVOS		3.151.126	3.971.903	5.248.408	6.452.224	6.798.154	7.233.286
PASIVOS Y PATRIMONIO							
PASIVOS Y PATRIMONIO	Inversion AF		2.848.983	3.896.355	4.734.901	5.190.232	5.328.364
PASIVOS CORRIENTES		259.721	901.704	1.367.199	1.442.739	1.529.864	1.630.351
PASIVOS NO CORRIENTES		796.133	836.769	1.486.048	2.442.885	2.508.440	2.584.047
TOTAL PASIVO		1.055.854	1.738.473	2.853.247	3.885.624	4.038.304	4.214.399
PATRIMONIO		2.095.272	2.233.430	2.395.160	2.566.600	2.759.851	3.018.887
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO		3.151.126	3.971.903	5.248.408	6.452.224	6.798.154	7.233.286

Estados de Resultados		2008	2009	2010	2011	2012	2013
VENTAS NETAS		1.231.700	1.420.602	1.638.475	1.889.762	2.179.589	2.513.865
COSTOS OPERACIONALES		670.315	756.601	872.638	1.006.472	1.160.831	1.338.864
OTROS GASTOS		73.191	83.490	96.295	111.063	128.097	147.742
EBITDA		488.194	580.511	669.542	772.227	890.661	1.027.259
DEPRECIACIÓN PERIODO		100.306	134.841	155.521	179.373	206.883	238.612
EBIT		387.888	445.670	514.021	592.854	683.778	788.647
INTERESES		-29.845	-28.631	-52.486	-105.496	-153.205	-153.205
INGRESOS NO OPERACIONALES		5.670	4.410	5.086	5.866	6.765	7.803
EBT		363.713	421.448	466.621	493.224	537.338	643.245
IMPUESTOS		103.392	117.837	130.467	137.905	150.239	179.851
UTILIDAD		260.321	303.612	336.154	355.319	387.099	463.394

Fuente: Isagen y cálculos propios