

ISSN versión electrónica -

Enero de 2013

Vol. 01

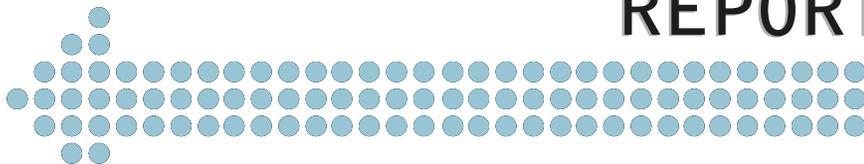


UNIVERSIDAD
ICESI

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y
ECONÓMICAS



BURKENROAD
REPORTS



En convenio con:
AB Freeman Business School
Tulane University

El programa “Burkenroad Reports” para Latinoamérica es un proyecto de análisis de inversión originalmente creado en Mayo de 2001 a través de una donación del Banco Interamericano de Desarrollo y liderado por la Universidad de Tulane (EE.UU.). Dicha Universidad trabaja en conjunto con universidades de Colombia (entre ellas la Universidad Icesi y la Universidad de los Andes), Ecuador, Guatemala, México y Venezuela para producir reportes de análisis financiero e inversión de empresas pequeñas y medianas en dichos países.

The "Burkenroad Reports" program for Latin America is an investment analysis project, which was originally created in May 2001 thanks to a donation by the Inter American Development Bank and the leadership of the University of Tulane in the U.S. This university and other universities in Colombia (such as Icesi University and Los Andes University), Ecuador, Guatemala, Mexico, and Venezuela have joined efforts to produce investment and financial analysis reports for small and medium-sized businesses in each of these countries.

Departamento de Contabilidad y
Finanzas

Centro de Investigaciones en
Economía y Finanzas (CIENFI)

Santiago de Cali,
Agosto de 2012 - núm. 001
ISSN - Versión electrónica -

Editor:
Julián Benavides

Asistente de edición:
Mauricio Arcila

Burkenroad Reports puede consultarse en la
página electrónica de la Universidad Icesi
www.icesi.edu.co/burkenroad

Diagramación:
Hernando Botero
Cristian Narváez

INTERCONEXION ELECTRICA S.A. ISA

Fabio Fernando Romero
Analista

Julian Benavides Franco
Tutor



TABLA DE CONTENIDOS

	Pág.
1. RESUMEN EJECUTIVO	3
1.1 Descripción de la Compañía	3
1.2 Misión y Visión	3
1.3 Filosofía Empresarial	4
2. RESUMEN EMPRESARIAL	4
2.1 Estructura y Tipo de Propiedad	4
2.2 Historia de la Compañía	6
2.3 Infraestructura de la Compañía	8
3. PRODUCTOS Y SERVICIOS	11
3.1 Descripción de Productos y Servicios	11
4. ANALISIS DE MERCADO	13
4.1 Generalidades del Sector	13
4.2 Segmentación de Mercado	14
5. RESUMEN ADMINISTRATIVO	14
5.1 Estructura Organizacional	14
5.2 Junta Directiva	14
5.3 Equipo Gerencial	16
6. EVALUACIÓN SOCIO-ECONÓMICA	16
7. ANÁLISIS FINANCIERO	17
7.1 Suposiciones Generales	17
7.2 Indicadores Financieros	19
7.3 Estado de Resultados y Proyecciones	21
7.4 Balance General y Proyecciones	22
7.5 Estado de Flujo de Efectivo y Proyecciones	24
7.6 Valoración de la Compañía	25
8. ANÁLISIS DE RIESGO	26
9. RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN	28

1. RESUMEN EJECUTIVO

1.1 DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Interconexión Eléctrica S.A. (ISA), es una empresa colombiana de servicios públicos vinculada al Ministerio de Minas y Energía, dedicada a la administración, operación y transporte en los mercados de energía y telecomunicaciones.

Con presencia en la totalidad de los países componentes de la Comunidad Andina de Naciones – CAN – y del MERCOSUR, ISA constituye uno de los protagonistas del sector eléctrico y de telecomunicaciones en América Latina.

La empresa cuenta con siete filiales en el sector energético, a saber, ISA, TRANSELCA, ISA Perú, Red de energía del Perú (REP), ISA Bolivia, Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista (CTEEP) la cual fue adquirida en Julio del presente año mediante la adquisición del 50.1% de sus acciones ordinarias y, finalmente, la Compañía de Expertos en Mercados, XM. Sus empresas en el sector de las telecomunicaciones son INTERNEXA y FLYCOM Comunicaciones. La significativa presencia de la compañía en diversos países de Latinoamérica y su constante búsqueda de nuevas oportunidades de inversión, podría sugerir un proceso de exitoso de internacionalización. Evidencia de esta afirmación se sustenta en el reconocimiento adquirido por el grupo empresarial como uno de los mayores transportadores de energía en el continente Sudamericano, con aproximadamente 29.0000 kilómetros de líneas de alta tensión y con interconexiones internacionales que comprenden los canales Colom-

bia – Venezuela, Colombia – Ecuador y Perú – Ecuador, entre otros.

La sede principal de Interconexión Eléctrica S.A. se encuentra ubicada en Medellín (Antioquia, Colombia) en la Cll 12 Sur # 18-168.

1.2 MISIÓN Y VISIÓN

La compañía ha definido con sus propias palabras su misión y visión de la siguiente manera:

Misión

“Nuestra misión como Grupo Empresarial es prestar servicios integrados de Administración, Operación y Transporte en Mercados de Energía Eléctrica y de servicios de telecomunicaciones y crecer con rentabilidad para generar valor a nuestros accionistas.

Actuar con responsabilidad social y ética, fundamentados en el desarrollo integral de nuestra gente y comprometidos con el futuro sostenible y el bienestar de la sociedad.

Nuestro éxito es el resultado del compromiso con la excelencia y del esfuerzo permanente para construir sólidas relaciones de negocios con nuestros clientes y proveedores”.

Visión

“ISA, en el año 2006, será reconocida como el Grupo Empresarial latinoamericano más eficiente en la prestación integrada de servicios de Administración, Operación y Transporte en Mercados de Energía Eléctrica y de servicios de Telecomunicaciones”.

1.3 FILOSOFÍA EMPRESARIAL

La filosofía empresarial se Interconexión Eléctrica S.A. se define por su administración como sigue:

ISA es un Grupo Empresarial reconocido por la ética, responsabilidad social, calidad, y oportunidad en la realización de sus labores, y por el compromiso con el desarrollo de la sociedad. Su gente se caracteriza por su optimismo, persistencia, creatividad e innovación, flexibilidad, trabajo en equipo, actitud de servicio, aprendizaje permanente, autocontrol, y encuentra en su empresa crecimiento individual, familiar y social. Sus servicios se prestan con oportunidad y altos estándares de calidad y efectividad. Su gestión asegura el crecimiento del Grupo Empresarial y la rentabilidad a los accionistas, buscando siempre las mejores alternativas de negocio.

2. RESUMEN EMPRESARIAL

2.1 ESTRUCTURA Y TIPO DE PROPIEDAD

El número de acciones en circulación y el número de accionistas ascendió a septiembre 30 de 2006 a 960.341.683 unidades y 66.514 propietarios, respectivamente.

La composición accionaria de Interconexión Eléctrica S.A. se describe como sigue: el 71.81% pertenece a los accionistas tradicionales y el 28.19% restante es perteneciente a los accionistas de capital privado. En cuanto a las acciones tradicionales se sabe que el Gobierno Colombiano es el accionista mayoritario con el 59.30% de la propiedad accionaria y junto a las Empresas Públicas de Medellín (EPM) con el 10.68% y la Empresa de Energía de Bogotá (EEB) con el 1.83%, conforman el grupo de accionistas de capital público con vocación de no bursatilidad puesto para la negociación en Bolsa de estas acciones se requiere el procesamiento debido de las autorizaciones correspondientes y la aplicación de las normas pertinentes según el caso.

En cuanto a las acciones correspondientes al capital privado, las cuales sabemos son de libre flotación, tenemos que el 13.48% pertenece a personas naturales, el 11.48% a inversionistas institucionales (fondos de pensiones y cesantías, fondos de valores, fondos mutuos de inversión, fondos de empleados, aseguradoras, etc.), el 1.47% a inversionistas extranjeros y el 1.76% a inversionistas personas jurídicas. La totalidad de

las acciones son de carácter ordinario.

A continuación se exponen cuadros de resumen referentes a la composición accionaria e información de los principales accionistas de Interconexión Eléctrica S.A, al 30 de septiembre de 2006.

ACCIONISTAS AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2006	ACCIONES	% PORCENTAJE
INVERSIONISTAS TRADICIONALES	689,590,319	71.81%
LA NACIÓN	569,472,561	59.30%
EPM	102,582,317	10.68%
EEB	17,535,441	1.83%
INVERSIONISTAS PRIVADOS	270,751,364	28.19%
PERSONAS NATURALES	129,473,003	13.48%
INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES	110,249,651	11.48%
PERSONAS JURÍDICAS	16,898,965	1.76%
INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	9,377,395	0.98%
ISA ADR PROGRAM	4,752,350	0.49%
TOTAL	960,341,683	100.00%

INFORMACION DE LOS 20 PRINCIPALES ACCIONISTAS DE ISA

NOMBRE	ACCIONES	% PARTICIPACIÓN
MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO	569,472,561	59.30%
EMPRESAS PÚBLICAS DE MEDELLÍN E.S.P.	102,582,317	10.68%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCIÓN	47,107,101	4.91%
EMPRESA DE ENERGÍA DE BOGOTÁ S.A. E.S.P.	17,535,441	1.83%
FONDO DE PENSIONES HORIZONTE	16,081,089	1.67%
FONDO DE PENSIONES SANTANDER	12,164,451	1.27%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS	11,529,664	1.21%
FIDUCOLOMBIA - ISA ADR PROGRAM	4,752,350	0.49%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR	4,717,751	0.49%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS SKANDIA S.A.	3,549,797	0.37%
FONDO DE VALORES ACCION	2,800,000	0.29%
FONDO DE PENSIONES PROTECCION	2,575,830	0.27%
CUBIDES OLARTE HENRY	2,152,138	0.22%
FONDO DE CESANTIAS HORIZONTE	1,980,583	0.21%
CAXDAC - VEJEZ	1,616,141	0.17%
SF BARCLAYS GLOBAL INVESTORS SERVICES NA	1,519,417	0.16%
CORREVAL S.A.	1,433,233	0.15%
FONDO DE CESANTIAS SANTANDER	908,653	0.09%
U.VILLEGAS Y CIA S.C.A.	872,453	0.09%
STICHTING PENSIOENFONDS ABP	840,866	0.09%

2.2 HISTORIA DE LA COMPAÑÍA

En 1967 es constituida en Bogotá la empresa Interconexión Eléctrica S.A., ISA, para suplir las necesidades colombianas en el sector energético por medio de la construcción, manutención y administración de la red de transmisión de alto voltaje; además de encargarse de la supervisión y coordinación de la operación del sistema interconectado colombiano. Adicionalmente, sus funciones incluyen planear la expansión del sistema de generación y transmisión por medio de la ejecución de proyectos de interés nacional. Cuatro años más tarde, una obra de 536.9 kilómetros, que constituye la red de interconexión de los sistemas de transmisión regionales, entra en funcionamiento.

En el año 1975 el Departamento Nacional de Planeación -DNP- delega en ISA la realización del Estudio del Sector de Energía Eléctrica -ESSE-, el cual se orienta, fundamentalmente, a determinar el inventario nacional de recursos hidroeléctricos, a desarrollar metodologías de planeamiento a mediano y largo plazo, y a analizar la estructura institucional del Sector.

En 1977 ISA incursiona en el negocio de la generación de energía en la operación de la Central Hidroeléctrica de Chivor. En 1984 se reforman los estatutos de ISA, con el objeto de permitir el ingreso del Ministro de Hacienda y Crédito Público y el Jefe del Departamento Nacional de Planeación -DNP- a la Junta Directiva como miembros principales. En la sede principal de ISA en Medellín empieza a funcionar el Centro Nacional de Telecomunicaciones y Control para la supervisión y coordinación de la operación en dicho mercado. Siete años más tarde la nación

adquiere el 51% de la propiedad de ISA mediante operaciones de cruce de pagos de deuda por acciones.

En 1992 ISA realiza la primera interconexión eléctrica internacional entre Colombia y Venezuela. En 1995, en un proceso de reestructuración del sector, ISA, encargada de la transmisión de energía funda ISAGEN, dedicada a partir de ese instante a la generación y comercialización del recurso. Un año después se aprueba la transformación de la compañía en empresa mixta y se autoriza la vinculación de capital privado en la participación accionaria.

En 1998 la empresa matriz, Interconexión Eléctrica S.A. compra el 65% de TRANSELCA, la compañía de transmisión de la Costa Atlántica que representa el 10% del Sistema de Transmisión Nacional -STN-. Ese mismo año ISA incursiona en el mercado de las telecomunicaciones mediante la operación de redes de fibra óptica al tiempo que emite bonos locales por primera vez y se pone en servicio la interconexión eléctrica internacional entre Colombia y Ecuador.

En el año 2000, se constituye la empresa de telecomunicaciones INTERNEXA S.A. ESP y, en su programas de democratización de propiedad "ISA, para todos", la compañía realiza una nueva emisión de acciones. Los nuevos compradores constituyen la segunda fuerza accionaria de ISA con el 13.62% de participación.

Luego de habersele entregado el Certificado de Aseguramiento de Calidad (ISO 9001) para las actividades de Servicio de Transporte de Energía en el 2001, la Asamblea de Accionistas aprueba la inscripción de las acciones de ISA en las bolsas

internacionales. En un proyecto de concesión en Perú para la construcción, suministro y operación por 32 años de dos líneas de transmisión de energía, ISA crea la subsidiaria ISA Perú para la apropiada ejecución del Proyecto.

En el año 2002 la empresa lanza al mercado la segunda etapa del programa "ISA, Acciones para Todos" obteniendo una sobredemanda del 40%, lo que posiciona la acción de la empresa como la segunda más negociada en Bolsa. Con esta emisión, el 24.3% de la propiedad de la Compañía queda en manos de inversionistas minoritarios. Ese año nace FLYCOM Comunicaciones S.A., E.S.P.

Para el año 2003, el ICONTEC certifica con los requisitos de la Norma Técnica Colombiana NTC-ISO 9001 de 2000 los servicios de Administrar Mercados de Energía y Operar el Sistema Interconectado Nacional. ISA gana la licitación abierta por la Superintendencia de Energía de Bolivia para construir y operar, durante 30 años, cinco subestaciones y tres líneas de transmisión de energía. Este acontecimiento propicia el nacimiento de ISA Bolivia.

ISA inscribió oficialmente, en el año 2004, su ADR Nivel I (American Depositary Receipt) ante la Comisión de Valores de los Estados Unidos, con lo cual puede transar parte de sus acciones en el mercado OTC. El mismo año y de acuerdo con la tercera revisión del Acuerdo Marco con el Fondo Monetario Internacional, se excluye a ISA de la definición del Sector Público, dado que "cuenta con una significativa participación accionaria del sector privado y tiene una sólida estructura de autoridad corporativa que asegura que los accionistas privados tengan influencia en la toma

de decisiones. Cuenta con independencia administrativa, no se beneficia de tratamiento financiero preferencial por parte del Gobierno y es rentable y bien reputada". En el 2004 también se concluye la construcción de la interconexión eléctrica entre Perú y Ecuador, proyecto que permite la integración e intercambio energético entre los dos países. El tramo peruano de la obra estuvo a cargo de la filial de ISA, Red de Energía del Perú – REP.

Entre uno de los acontecimientos de mayor importancia del año 2005, se encuentra el inicio de operaciones de XM, Los Expertos en Mercados. Compañía filial de ISA encargada de la Operación del Sistema Interconectado Nacional Colombiano y la administración del Mercado de Energía Mayorista. En el año 2006, la acción de ISA cumple cinco años en el mercado de valores ratificándose como una de las más rentables en cuanto a valorización, pues su precio se ha incrementado más del 564%.

En mayo, ISA y la Empresa de Energía de Bogotá llegaron a un acuerdo con HydroQuébec para la adquisición del 57% que la empresa canadiense posee en el Consorcio TransMantaro S.A., empresa transportadora de energía ubicada en el Perú. Esta transacción se materializará una vez sean obtenidas las autorizaciones gubernamentales requeridas en el Perú. El 28 de junio de 2006, con una oferta aproximada de US\$ 535 millones, Interconexión Eléctrica S.A. ISA, ganó en Brasil la licitación pública por el 50.1% de las acciones ordinarias de la Compañía de Transmisión de Energía Eléctrica Paulista - CTEEP, ubicada en el Estado de Sao Paulo, con lo cual asume el control de esta compañía y formaliza su ingreso al MERCOSUR.

Durante este recuento histórico entran en proceso múltiples adopciones de planes de expansión de generación de energía mediante la construcción y ampliación de centrales hidroeléctricas en diversas zonas del territorio colombiano, las cuales no se pensó conveniente debieran ser descritas en detalle en el presente reporte financiero.

2.3 INFRAESTRUCTURA DE LA COMPAÑÍA

Para poder realizar una descripción adecuada de la infraestructura de Interconexión Eléctrica S.A., es preciso desagregar el análisis en cada una de las filiales que constituyen el grupo empresarial:



Interconexión Eléctrica S.A. – ISA –, empresa dedicada al transporte de energía eléctrica y servicios de telecomunicaciones, constituye en la actualidad la mayor empresa de transporte de energía en Colombia con cubrimiento nacional. Cuenta con 8.941 kilómetros de líneas de transmisión con tensión superior a 110 mil voltios y 46 subestaciones. Es propietaria en Colombia del 70% del Sistema de Transmisión Nacional -STN-, y en la actualidad construye un corredor eléctrico de 1.051 kilómetros de extensión que permitirá reforzar la capacidad de intercambio de energía entre el centro y el norte del país.

ISA posee las interconexiones internacionales entre Colombia y Venezuela a 230 mil voltios y Colombia y Ecuador a 230 y 138 mil voltios, las

cuales hacen posible los intercambios físicos de energía en el esquema de Transacciones Internacionales de Electricidad -TIE-. Así mismo, se encuentra participando en la promoción de la interconexión eléctrica entre Colombia y Panamá.



Transelca S.A., empresa cuya actividad está asociada con la prestación de servicios de transporte de energía eléctrica de alta tensión y de conexión al Sistema de Interconexión Nacional -STN- en la Costa Caribe colombiana y sobre la cual ISA tiene una participación del 64.9%, es en la actualidad la segunda empresa de transmisión más grande de Colombia. Su infraestructura está conformada por 1.517 kilómetros de líneas a 220 kV (9.729% de participación en el STN) y 13.98 kilómetros de líneas a 110 y 34.5 kV.



Interconexión Eléctrica ISA Perú S.A., Sociedad Anónima constituida el 26 de abril de 2001, con el propósito de desarrollar la concesión otorgada por el Gobierno Peruano para la construcción y explotación por 30 años de la línea de transmisión Pachachaca-Vizcarra a 220 mil voltios y la línea Aguaytía-Pucallpa a 138 mil voltios para un total de 392.5 kilómetros de circuito y 6 subestaciones. La infraestructura de esta compañía representa el 4.4% del Sistema de Transmisión Nacional de Perú.



Red de Energía del Perú S.A. – REP -, es una empresa que se constituye luego de que ISA obtuviera la Licitación Pública Especial Internacional para explotar, operar y efectuar el mantenimiento de la infraestructura eléctrica de los sistemas de transmisión del Estado Peruano por un período de 30 años. REP cuenta con 45 subestaciones; 5.329.9 kilómetros de líneas a 220, 138 y 60 mil voltios; y con 50.1 kilómetros a 220 kV, implementados para la interconexión con Ecuador. En el mercado de Perú, REP participa con 56.5 % de los circuitos a 220 kV y con 66.0 % considerando los circuitos a 220 kV y 138 kV. Adicionalmente, cuenta con un tendido de 50.1 kilómetros de líneas de alta tensión para la ejecución de un proyecto de interconexión eléctrica con Ecuador.



Interconexión Eléctrica ISA Bolivia S.A., constituye una concesión obtenida por ISA al ganar la licitación abierta por el gobierno boliviano para construir y operar, por 30 años, tres líneas de transmisión de energía. El proyecto incluye la construcción y operación de cinco subestaciones y tres líneas eléctricas con una extensión de 588 kilómetros: Santiváñez - Sucre, Sucre - Punutuma y Carrasco - Urubó. En la actualidad ISA Bolivia es uno de los mayores transportadores de energía de ese país, con el 53% de las redes de transmisión con tensión igual o superior a 220 kV.



XM, Los Expertos en Mercados, es una filial de ISA que presta servicios de operación, administración y desarrollo de mercados mayoristas eléctricos. La empresa continuará con las actividades de operación del Sistema Interconectado Nacional Colombiano y la administración del Mercado de Energía Mayorista. Sobre la empresa ISA tiene una participación directa de 99.73%; y la Bolsa de Valores de Colombia -BVC- la Corporación Centro de Investigación y Desarrollo Tecnológico -CIDET-, la Financiera Energética Nacional -FEN- y el Fondo de Empleados de ISA -FEISA- participa cada uno con el 0.067%. Los aportes totales de los accionistas fueron de \$14,829 millones.



Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP -, es una empresa dedicada a la administración, operación y transporte en los mercados de energía eléctrica en la ciudad de Sao Paulo, Brasil. ISA adquirió el 50.1% de las acciones ordinarias de esta empresa, la cual es responsable de un complejo sistema eléctrico conformado 11.781 kilómetros de extensión de líneas de transmisión, 102 subestaciones con tensiones hasta de 550 kV en todo el Estado de Sao Paulo, y 464 transformadores en operación. Dispone, además de un sistema propio de teleco-

municaciones que cuenta con 145 estaciones de microondas, 108 centrales telefónicas y cerca de 1.800 kilómetros de cable de fibra óptica. La empresa cuenta con activos superiores a US\$ 2 mil millones y transporta casi la totalidad de la energía que se consume en el Estado de Sao Paulo, 30% de toda la energía producida en el país y 60% de la electricidad que se consume en el sudeste del Brasil.

Las recién presentadas constituyen las filiales del sector energético que en la actualidad forman parte del Grupo ISA. A continuación se expondrán las filiales correspondientes al sector de las telecomunicaciones.



Internexa S.A., opera el sistema de redes de comunicaciones de mayor capacidad disponible en Colombia. Es una compañía dedicada exclusivamente al negocio portador de portadores y presta sus servicios a las empresas líderes en larga distancia, Internet, comunicaciones móviles y televisión por cable, entre otros. En el país opera una red con 3.748 kilómetros de fibra óptica, 109 estaciones de comunicaciones en las redes troncales de microondas, fibras ópticas y en puntos de presencia a lo largo del territorio nacional. Internexa tiene una inversión del 50% en TRANSNEXA S.A. EMA, Empresa Binacional Andina de Telecomunicaciones del Ecuador.



Flycom Comunicaciones es un operador especializado en banda ancha inalámbrica en Colombia y una empresa de telecomunicaciones con presencia directa (comercial y operativa) en las cuatro principales ciudades del país. La plataforma inalámbrica de Flycom está compuesta por 15 radiobases ubicadas en las ciudades de mayor concentración empresarial del país. Cuenta adicionalmente con un Datacenter que permite complementar el portafolio de servicios.

3. PRODUCTOS Y SERVICIOS

3.1 DESCRIPCIÓN DE PRODUCTOS Y SERVICIOS

Interconexión Eléctrica S.A. – ISA -, conforma un grupo empresarial dedicado a la administración, operación y transporte en los mercados de energía y telecomunicaciones. El transporte de energía implica la conexión al Sistema de Transmisión Nacional (STN), del cual ISA posee el 70% de la propiedad, a modo de posibilitar la transferencia de energía de alto voltaje a los agentes del mercado para la comercialización de energía y la interconexión de los sistemas eléctricos regionales.

Para la prestación de este servicio ISA realiza la operación y mantenimiento de sus redes a través de cinco Centros de Transmisión de Energía, ubicados a lo largo del territorio colombiano, en poblaciones cercanas a Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla y Bucaramanga. El Servicio de Transporte de Energía de ISA cuenta con la Certificación de Gestión de la Calidad ISO 9001:2000.

Por otro lado, ISA incluye en su portafolio de servicios la conexión al Sistema Interconectado Nacional (SIN). El objetivo de esta conexión es proveer a los generadores, distribuidores, transportadores regionales y grandes consumidores el acceso al SIN, que les permita recibir o entregar la potencia y energía eléctrica requerida o generada por ellos.

ISA ofrece los Estudios y la Construcción de las líneas de transmisión y las subestaciones eléctricas además de la realización de Estudios de Expansión y Optimización de Redes Eléctricas que permiten una mejor toma de decisiones frente a proyectos de conexión de generación y demanda y, expansión de transmisión y distribución de energía eléctrica. Esta alternativa en el portafolio de servicios incluye estudios por los siguientes conceptos:

- o Conexión.
- o Plan de Expansión de Sistemas de Transmisión.
- o Eléctricos.
- o Energéticos.
- o Interconexiones Internacionales.
- o Oportunidades de Conexión de Proyectos de Generación y Demanda.

- o Estudios Técnicos para la Gestión Tarifaria de Electrificadoras.
- o Estudios de Coordinación de Protecciones.

El Desarrollo Integral de Proyectos de Infraestructura, es en la actualidad uno de los servicios en constante crecimiento en tanto ISA se ha involucrado en la construcción y operación de líneas de transmisión de alta tensión en Suramérica. El servicio consta de las siguientes fases:

- o Estudios de Preinversión.
- o Prediseño y Diseño.
- o Construcción.
- o Puesta en Servicio.
- o Entrega.
- o Evaluaciones Expost.

Otro de los servicios ofrecidos por ISA es el Mantenimiento de Sistemas de Transmisión en la búsqueda de garantías en la disponibilidad de las líneas de transmisión, subestaciones eléctricas y redes de fibra óptica.

Finalmente, el grupo empresarial incluye en su prestación de servicios el Análisis Químico de Materiales Aislantes, el Mantenimiento Correctivo a modo atender emergencias después de que un equipo o sistema presente eventualmente alguna falla y, por ultimo, la Fibra Oscura que posibilita la transmisión de información a gran velocidad incrementando la eficiencia en el mercado de las telecomunicaciones.

4. ANALISIS DE MERCADO

4.1 GENERALIDADES DEL SECTOR

ISA es la única compañía en Colombia que provee los servicios descritos desde que existe un único sistema interconectado (SIN) propietario de los generadores de energía más importantes. Por supuesto existen zonas geográficas donde la energía es generada localmente, no obstante estas representan menos del 1% de la demanda nacional.

El sector energético en Colombia se encuentra dividido en la generación, comercialización y distribución de energía. El gobierno nacional se encarga de proveer la estructura y los parámetros que regulan el mercado de energía en el país.

En sus comienzos, este mercado al cual se hace referencia, constituía un monopolio estatal en tanto las compañías encargadas de generar, transmitir y distribuir energía eléctrica eran en su totalidad propiedad del gobierno. Interconexión Eléctrica S.A., ISA, fue creada a fin de optimizar la capacidad energética en el mercado nacional dada la justificada ineficiencia del sector; la crisis latinoamericana de los ochenta, causada principalmente por los subsidios gubernamentales y los elevados costos, hacían poco rentable la ejecución de este negocio. En este sentido, y a modo de eludir la profundización de la crisis, las compañías estatales fueron sometidas a un proceso de privatización donde el negocio se dividió, como se anotaba con anterioridad, en la generación, transmisión y distribución y donde, a mediados de 1995, el papel del estado se limita exclusivamente a la regulación del sector a través

de la Comisión de Regulación de Energía y Gas, CREG, y las siguientes instituciones:

- o El Ministerio de Minas y Energía.
- o La Unidad de Planeación Minero Energética, UPME. La función principal de esta organización, conjuntamente con las empresas del sector, consiste en la planeación y coordinación de la utilización de los recursos mineros y energéticos. La UPME se encarga adicionalmente de la determinación de los requerimientos necesarios para establecer los mecanismos, precios y proyecciones de demanda de acuerdo a las necesidades demográficas, políticas y económicas del país, además de estar a cargo del Plan de Expansión del sector eléctrico.
- o La Comisión de Regulación de Energía y Gas, es una organización técnica independiente cuya función principal es generar y mantener condiciones apropiadas en la prestación constante de los servicios públicos de energía y gas, promoviendo así el desarrollo de estos sectores.

Si bien ISA constituye la empresa líder en el mercado de transmisión de energía en tanto posee en la actualidad más del 70% del STN, existen otras compañías estatales en el sector como lo son la Empresa de Energía de Bogotá EEB, las Empresas Públicas de Medellín EPM, la Empresa de Energía del Pacífico, la Electrificadora de Santander ESA, la Central Hidroeléctrica de Caldas CHEC, las Centrales Eléctricas del Norte de Santander CES, la Electrificadora de Boyacá y la Central Hidroeléctrica de Betania.

4.2 SEGMENTACIÓN DE MERCADO

Con relación al mercado, el marco regulatorio ha establecido la separación de los usuarios en dos categorías: Usuarios Regulados y No Regulados y por lo tanto los mercados en Regulado y No regulado o Libre. La diferencia básica entre ambos, radica en que los primeros están sujetos a un contrato de condiciones uniformes y las Tarifas son establecidas por la CREG mediante una Fórmula Tarifaria General, mientras los segundos establecen con el comercializador de energía un contrato bilateral y los precios de venta son libres y acordados entre las partes.

La Ley fijó inicialmente como linderó entre los dos mercados, es decir, como límite para que un Usuario pudiera optar por la categoría de No Regulado, la exigencia de un consumo mínimo individual de 2 MW-Mes. Así mismo la Ley otorgó a la CREG la facultad de ir reduciendo gradualmente dicho límite, hasta donde se encontrara adecuado. El límite vigente en la actualidad es de 0.1 MW-Mes medido en Potencia, o su equivalente en consumo de Energía (55 MWh), calculado con un factor de carga del 75%.

Las normas vigentes más relevantes sobre Usuarios No Regulados, están contenidas en la Resolución CREG-199 de 1997. En el caso de los Usuarios Regulados, las normas más relevantes se establecieron en las Resoluciones CREG-031 y CREG-079 de 1997 (Fórmulas Tarifarias).

5. RESUMEN ADMINISTRATIVO

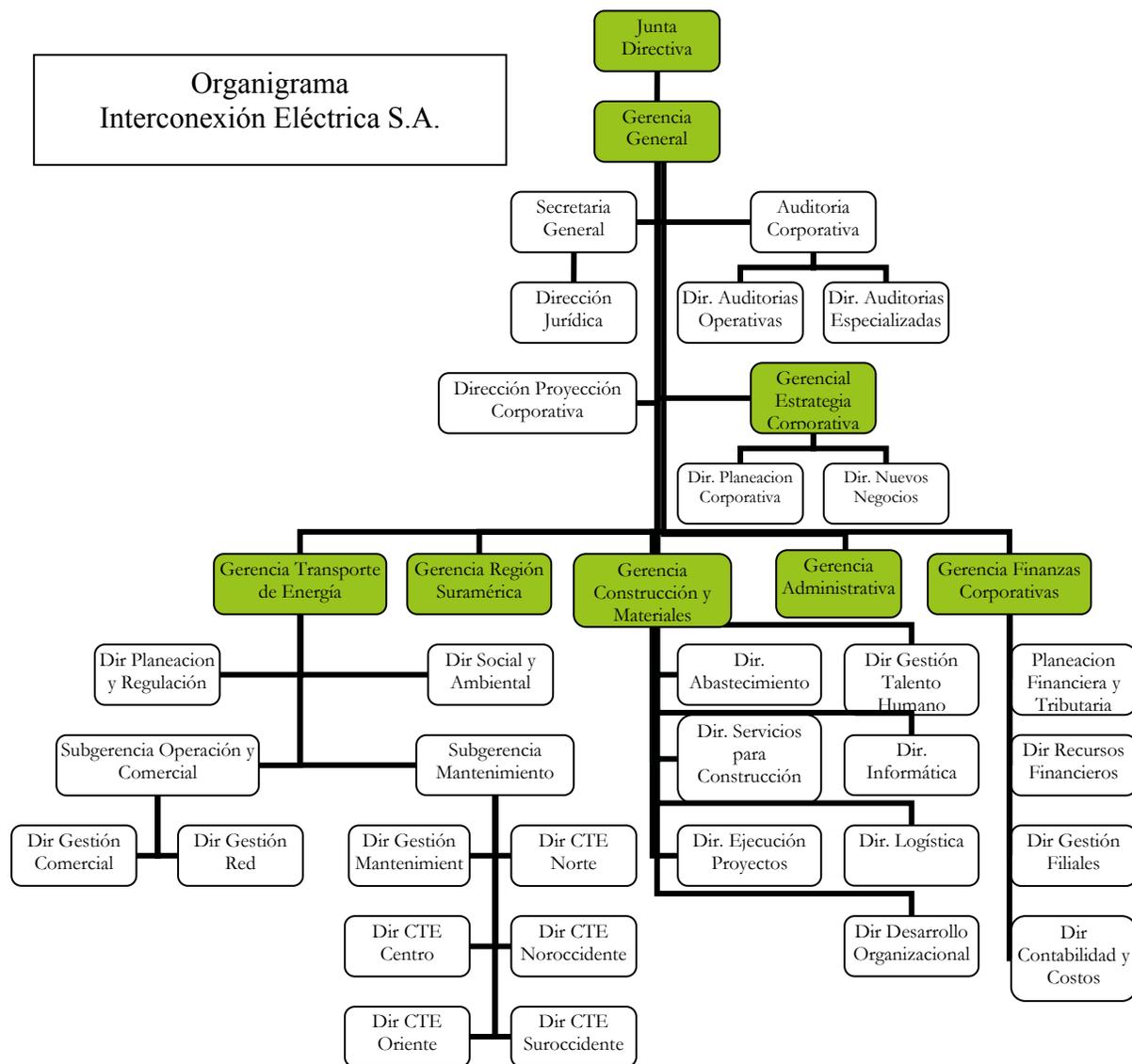
5.1 ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

En la siguiente página se reporta la estructura organizacional de Interconexión Eléctrica S.A. por medio del organigrama aprobado en la Junta Directiva de Agosto 5 de 2005.

5.2 JUNTA DIRECTIVA

El equipo que conforma la Junta Directiva de Interconexión Eléctrica S.A. para el periodo 2005-2006 con sus respectivos suplentes se reporta a en la siguiente página:

Figura 1. Organigrama – Estructura Organizacional



Junta Directiva – Interconexión Eléctrica S.A.

Nombre	Cargo	Suplente	Cargo
Dr. Hernan Martinez Torres	Minsitro de Minas y Energia	Dr. Manuel Fernando Manguashca	Viceministro de Minas y Energia
Dra. Gloria Ines Cortés	Viceministro de Hacienda y Credito Publico	Dra. Nhora Abuchar Chamie	Abogado Asesor Despacho del Ministro
Isaac Yanovich Farbaiaz	Presidente ECOPEPETROL		
Jesus Aristizabal Guevara	Director de Energia de EPM	Gabriel Jaime Betancur Mesa	Gerente de Dstribucion de Energia de EPM
Luis Fernando Alarcon Mantilla	Presidente de ASOFONDOS de Colombia	Jorge Hernan Cardenas	Director de Oportunidad Estrategica
Luisa Fernanda Lafaurie	Consultora Independiente	Luis Fernando Uribe Restrepo	Decano de Derecho y Ciencias Políticas de U. Bolivariana
Orlando Cabrales Martinez	Presidente de Polipropileno del Caribe S. A	Andres Mejia Cardona	Gerente General de Mecánicos Unidos S.A.

5.3 EQUIPO GERENCIAL

El Equipo Gerencial de Interconexión Eléctrica S.A. para el periodo 2005-2006 se expone a continuación:

Nombre	Cargo
Javier G. Gutiérrez P.	Gerente General
César Augusto Ramírez Rojas	Gerente Estrategia Corporativa
Carlota María Nicholls Estrada	Gerente Administrativo
Fernando Rojas Pinto	Gerente Región Suramérica
Ana Mercedes Villegas Mejía	Gerente Transporte de Energía
Jorge Rodríguez Ortiz	Gerente Construcción y Materiales
Alba Luz Hoyos Naranjo	Gerente Finanzas Corporativas
Adriana María Cano Franco	Contralor Corporativo
Juan David Bastidas Saldarriaga	Secretario General

6. EVALUACIÓN SOCIO-ECONOMICA

ISA es la mayor compañía de interconexión eléctrica en Colombia cuya participación en el mercado es, en la actualidad del 75%. Es por esta razón que del desempeño administrativo y financiero de ISA se fundan las bases del desarrollo económico de nuestro país, en tanto la empresa sea suficientemente capaz de garantizar la provisión de la energía demandada y la potencia necesaria para su distribución por el territorio nacional, de esta forma permitiendo el normal funcionamiento del sector industrial y comercial, entre otros.

o Fuerza Laboral

Los empleados de ISA, ISAGEN y FLYCOM, entre otros, pertenecen al FEISA, Fondo de Em-

pleados de ISA e ISAGEN, cuyo principio consiste en darle soporte financiero a los empleados a través de prestamos, planes de ahorro y retiro, seguro medico prepagado, y otro tipo de seguros y actividades de ocio tanto para sus empleados como para sus familias. Específicamente, 1600 empleados actuales y retirados pertenecen a dicho fondo.

o Diversidad en su línea de servicios

A pesar de que el mercado de la energía eléctrica podría pensarse un tanto estable en cuanto a las posibilidades de innovación en la restación del servicio, Interconexión Eléctrica S.A ha buscado ofrecer un servicio que tecnológicamente permita alcanzar los mayores niveles de eficiencia. Esto es así igualmente y, aun más acentuado, en el exigente mercado de las telecomunicaciones, bajo el cual ISA ha evidenciado un buen desempeño manteniendo altos estándares de innovación tecnológica (fibra oscura, por ejemplo) y

buscando siempre anticipar los movimientos de aquellas empresas que podrían representar fuerte competencia.

o Planes de Expansión y Fortalecimiento del Negocio

En la actualidad y como se expone con anterioridad en el presente reporte financiero, ISA ha venido ganando participación de manera creciente tanto en el mercado nacional como internacional, constituyéndose como una de las principales compañías de interconexión eléctrica a nivel sudamericano.

Recientemente, ISA y la Empresa de Energía de Bogotá llegaron a un acuerdo con Hydro-Québec para la adquisición por US\$ 67 millones, del 57% que la empresa canadiense posee en el Consorcio TransMantaro S.A., empresa transportadora de energía ubicada en el Perú. En esta negociación ISA participa con un 60% y Empresa de Energía de Bogotá con el 40%. Esta transacción se materializará una vez sean obtenidas las autorizaciones gubernamentales requeridas en el Perú, reivindicando sus planes de expansión a futuro.

7. ANALISIS FINANCIERO

7.1 SUPOSICIONES GENERALES

Para la proyección de los estados financieros de la empresa debieron considerarse algunos supuestos. Los resultados reportados se encuentran expresados en millones de pesos colombianos.

Estado de Resultados

Las proyecciones para las ventas fueron realizadas a partir del promedio de su crecimiento histórico durante el periodo 2000-2004, obteniendo un valor de 10.28%. Idéntica metodología fue realizada para la proyección de las partidas de Ingresos Financieros y Otros Ingresos.

El parámetro obtenido para la proyección del costo de ventas se obtiene mediante el cálculo del promedio, durante el periodo 2000-2004, de la proporción del costo de ventas sobre ingresos operacionales. Dicha tasa de proporción respecto a las ventas equivale a un valor de 43.31%. Similar aproximación es aplicada para la obtención de los parámetros utilizados para la proyección de las siguientes partidas: Gastos de Administración, Gastos de Ventas, Otros Egresos, Gastos Financieros y Otros.

La tasa de proporción para la Provisión de Impuestos de Renta (equivalente a 38.35%), se obtiene a partir del promedio de 5 años del

cociente entre Provisión Impuestos de Renta y Utilidad Antes de Impuestos

Balance General

En la partida de Activos Corrientes, los conceptos de Caja y Bancos, Cuentas X Cobrar e Inventario fueron proyectados a partir de los parámetros obtenidos por el promedio de las proporciones entre sus respectivos valores y los ingresos operacionales de la empresa. Por concepto de Otros Activos Corrientes, se obtuvo una tasa de proporción respecto al Total de Activos Corrientes para la realización de las proyecciones.

En la partida de Activos Fijos, el concepto de Activos Fijos Netos fue proyectado a partir del promedio de su crecimiento histórico. Las inversiones en subsidiarias y filiales así como el concepto de Otros Activos Fijos Intangibles, se proyectaron respecto a una tasa de proporción de sus valores frente a las ventas netas.

Para los Pasivos Corrientes, la Deuda Bancaria de Corto Plazo se proyectó de acuerdo a una tasa de proporción respecto a la Deuda de Largo Plazo en tanto parecieron evidenciar un comportamiento histórico similar. Cuentas X Pagar y Otras Cuentas X Pagar, se proyectaron de acuerdo al parámetro promedio de sus respectivas proporciones respecto a los ingresos operacionales.

En la partida de Patrimonio, tanto el Capital como el Superávit por Valorizaciones fueron proyectados respecto al promedio obtenido de su crecimiento histórico durante el periodo 2000-2004. Por concepto de Reservas, la aproximación empleada para su proyección corresponde a una tasa de proporción respecto al Total de Patrimonio.

A continuación puede observarse el resumen de los supuestos empleados para la proyección del Estado de Resultados y el Balance General.

Estado de Resultados	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio
Crecimiento de Ventas		7,41%	10,51%	15,15%	8,05%	10,28%
Costo de Ventas	40,36%	43,79%	50,83%	39,33%	39,29%	43,31%
Gastos de Administracion	7,11%	5,79%	5,34%	6,32%	6,42%	6,20%
Gastos de Ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ingresos Financieros		48,18%	9,00%	18,29%	-24,27%	12,80%
Otros Ingresos		-96,86%	38,62%	-62,07%	73,75%	-11,64%
Otros Egresos	8,60%	8,00%	9,74%	9,06%	6,26%	8,33%
Gastos Financieros	0,20%	1,36%	1,92%	1,37%	1,67%	1,30%
Otros	63,86%	34,22%	46,99%	28,39%	31,79%	35,35%
Provision Impuesto de Renta	27,24%	31,61%	39,27%	53,89%	39,74%	38,35%

Balance General	2000	2001	2002	2003	2004	Promedio
ACTIVO CORRIENTE						
Caja y Bancos	15,61%	18,78%	9,97%	23,77%	30,69%	19,76%
Acciones y Valores Cotizables						
Cuentas X Cobrar	32,15%	26,95%	34,18%	28,57%	23,98%	29,16%
Inventario	12,66%	12,63%	9,51%	8,90%	8,56%	10,45%
Otros Activos Corrientes	0,96%	2,49%	2,87%		2,08%	2,10%
ACTIVOS FIJOS						
Activos Fijos Netos		-0,31%	-2,00%	-4,18%	-3,32%	-2,45%
Inv. y Adel. Subs. y Filiales	64,98%	84,30%	108,20%	95,43%	77,60%	86,10%
Deudores Largo Plazo	6,09%	4,79%	8,72%	14,69%	27,40%	12,34%
Otros (Intangibles)	161,33%	141,24%	170,42%	157,41%	181,36%	162,35%
PASIVOS CORRIENTES						
Deuda Bancaria Corto Plazo	18,92%	21,42%	4,88%	66,61%	56,42%	33,65%
Cuentas x Pagar	6,76%	11,62%	6,83%	19,77%	19,05%	12,81%
Otras Cuentas x Pagar	11,23%	14,78%	33,78%	37,69%	26,99%	24,89%
DEUDA A LARGO PLAZO						
Cuentas por Pagar	0,04%	0,00%	0,00%	0,01%	1,73%	0,36%
Otros Pasivos	25,06%	32,29%	25,29%	45,98%	66,79%	39,08%
Laborales y Estimados		14,80%	10,66%	10,81%	2,40%	9,67%
PATRIMONIO						
Capital		56,29%	39,95%	5,60%	0,11%	25,49%
Reservas	15,38%	14,45%	13,12%	9,94%	8,59%	12,30%
Superavit Valorizaciones		1,91%	29,50%	7,42%	18,08%	14,23%

7.2 INDICADORES FINANCIEROS

Los indicadores financieros reportados se presentan desagregados por tipo, específicamente se clasifican bajo los conceptos de liquidez, endeudamiento, actividad y rendimiento. En liquidez se expone la Razón Corriente, el Capital de Trabajo Neto y la Prueba Acida. Por endeudamiento se reporta el Nivel de Endeudamiento, la Concentración del Endeudamiento en el CP y el Apalancamiento Total. En la desagregación por actividad se tiene la Rotación de Inventarios, los Días de Inventario

y la Rotación de Activos. Finalmente, bajo el concepto de rendimiento, se reportan los siguientes indicadores: Margen Bruto, Margen Operacional, Margen Neto, ROE, ROA y el índice de Dupont.

Tales indicadores financieros son expuestos tanto para los valores de históricos como para las proyecciones realizadas. Los resultados pueden observarse a continuación.

Indicadores Financieros - Históricos

INDICADORES FINANCIEROS		2000	2001	2002	2003	2004
Tipo	Indicador					
Liquidez	Razon Corriente	0,991	0,938	1,099	0,597	0,920
	Capital de Trabajo Neto	-\$ 2.747	-\$ 20.227	\$ 28.128	-\$ 296.415	-\$ 39.930
	Prueba Acida	0,78	0,74	0,91	0,52	0,80
Endeudamiento	Nivel de Endeudamiento	49,63%	46,67%	45,16%	44,45%	40,36%
	Concentracion Endeudamiento en el CP	15,83%	18,47%	14,93%	38,35%	27,81%
	Apalancamiento Total	98,54%	87,50%	82,36%	80,01%	67,67%
Actividad	Rotacion de Inventarios	0,13	0,13	0,10	0,09	0,09
	Dias de Inventario	46,21	46,09	34,70	32,47	31,25
	Rotacion de Activos	0,13	0,14	0,13	0,15	0,16
Rendimiento	Margen Bruto	59,64%	56,21%	49,17%	60,67%	60,71%
	Margen Operacional	52,53%	50,42%	43,82%	54,35%	54,28%
	Margen Neto	15,72%	19,89%	4,24%	12,39%	19,66%
	ROE (Rendimiento Patrimonio)	3,98%	5,04%	1,04%	3,40%	5,27%
	ROA (Rendimiento del Activo)	2,00%	2,69%	0,57%	1,89%	3,14%
	Indice de Dupont	0,0200	0,0269	0,0057	0,0189	0,0314

Indicadores Financieros – Proyectados

INDICADORES FINANCIEROS		2005 (P)	2006 (P)	2007 (P)	2008 (P)	2009 (P)
Tipo	Indicador					
Liquidez	Razon Corriente	1,029	1,155	1,312	1,518	1,801
	Capital de Trabajo Neto	\$ 13.342	\$ 70.442	\$ 137.918	\$ 217.995	\$ 313.405
	Prueba Acida	0,85	0,96	1,09	1,26	1,49
Endeudamiento	Nivel de Endeudamiento	32,64%	27,52%	21,77%	15,30%	8,03%
	Concentracion Endeudamiento en el CP	31,50%	35,24%	41,39%	53,59%	90,25%
	Apalancamiento Total	48,46%	37,98%	27,82%	18,06%	8,73%
Actividad	Rotacion de Inventarios	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
	Dias de Inventario	38,14	38,14	38,14	38,14	38,14
	Rotacion de Activos	0,17	0,18	0,19	0,21	0,22
Rendimiento	Margen Bruto	56,69%	56,69%	56,69%	56,69%	56,69%
	Margen Operacional	50,49%	50,49%	50,49%	50,49%	50,49%
	Margen Neto	12,63%	11,12%	9,91%	8,96%	8,20%
	ROE (Rendimiento Patrimonio)	3,27%	2,83%	2,47%	2,17%	1,92%
	ROA (Rendimiento del Activo)	2,20%	2,05%	1,93%	1,84%	1,76%
	Indice de Dupont	0,0220	0,0205	0,0193	0,0184	0,0176

7.3 ESTADO DE RESULTADOS Y PROYECCIONES

Histórico

ESTADO DE RESULTADOS	2000	2001	2002	2003	2004
VENTAS NETAS	472.125	508.440	564.767	657.148	712.206
Costos de Ventas	190.529	222.648	287.094	258.475	279.849
Depreciacion					
UTILIDAD BRUTA	281.596	285.792	277.673	398.673	432.358
Gastos de Administracion	33.575	29.431	30.184	41.513	45.754
Gastos de Ventas	0	0	0	0	0
UTILIDAD OPERACIONAL	248.021	256.360	247.488	357.160	386.604
Ingresos Financieros	9.884	16.002	17.509	21.022	16.492
Otras Ventas	8.580	29.308	5.869	0	0
Otros Ingresos	178.548	67.781	99.736	53.616	112.099
Sub Total Otros Ingresos	197.013	113.092	123.113	74.639	128.590
Otros Egresos	40.615	40.698	54.982	59.567	44.554
Sub Total Otros Egresos	40.615	40.698	54.982	59.567	44.554
Gastos Financieros	942	6.915	10.828	9.030	11.920
Arriendos Financieros	0	0	0	0	0
Otros	301.500	173.992	265.405	186.558	226.385
Sub Total Gastos Fin.	302.442	180.907	276.234	195.589	238.304
Utilidad antes de Impuestos	101.977	147.847	39.386	176.643	232.335
Provison Impuesto de Renta	27.779	46.738	15.467	95.191	92.320
Ingresos Extraordinarios (+)	0	0	0	0	0
UTILIDAD NETA	74.197	101.109	23.919	81.452	140.015

Proyectado

ESTADO DE RESULTADOS	2005 (P)	2006 (P)	2007 (P)	2008 (P)	2009 (P)
VENTAS NETAS	785.408	866.133	955.155	1.053.326	1.161.588
Costos de Ventas	340.181	375.145	413.703	456.224	503.115
Depreciacion					
UTILIDAD BRUTA	445.227	490.987	541.452	597.103	658.473
Gastos de Administracion	48.673	53.676	59.193	65.276	71.986
Gastos de Ventas	0	0	0	0	0
UTILIDAD OPERACIONAL	396.554	437.312	482.259	531.826	586.488
Ingresos Financieros	18.602	20.983	23.668	26.697	30.113
Otras Ventas	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	99.054	87.527	77.341	68.341	60.388
Sub Total Otros Ingresos	117.656	108.509	101.009	95.038	90.502
Otros Egresos	65.445	72.171	79.589	87.769	96.790
Sub Total Otros Egresos	65.445	72.171	79.589	87.769	96.790
Gastos Financieros	10.249	11.302	12.464	13.745	15.158
Arriendos Financieros	0	0	0	0	0
Otros	277.622	306.156	337.623	372.324	410.592
Sub Total Gastos Fin.	287.871	317.459	350.087	386.070	425.750
Utilidad antes de Impuestos	160.894	156.192	153.592	153.025	154.449
Provison Impuesto de Renta	61.702	59.899	58.902	58.685	59.230
Ingresos Extraordinarios (+)	0	0	0	0	0
UTILIDAD NETA	99.192	96.293	94.690	94.341	95.218

7.4 BALANCE GENERAL Y PROYECCIONES

Histórico

BALANCE GENERAL	2000	2001	2002	2003	2004
ACTIVOS					
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y Bancos	73.681	95.483	56.321	156.214	218.575
Acciones y Valores Cotizables					
Cuentas X Cobrar	151.778	137.024	193.044	187.729	170.767
Inventario	59.773	64.199	53.697	58.463	60.969
Otros Deudores	0	0	0	0	0
Otros Activos Corrientes	2.771	7.568	8.945	36.694	9.542
Gastos Pagados por Anticipado	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	288.004	304.275	312.007	439.100	459.853
ACTIVOS FIJOS					
Activos Fijos Netos	2.278.439	2.271.469	2.226.566	2.135.448	2.065.646
Inv. y Adel. Subs. y Filiales	306.763	428.608	611.057	627.106	552.640
Deudores Largo Plazo	66.222	42.525	97.399	78.924	83.460
Diferidos y Otros	0	0	0	0	0
Valorizaciones	0	0	0	0	0
Otros (Intangibles)	761.671	718.103	962.477	1.034.404	1.291.663
TOTAL ACTIVOS FIJOS	3.413.096	3.460.705	3.897.499	3.875.881	3.993.409
TOTAL ACTIVO	3.701.100	3.764.979	4.209.506	4.314.981	4.453.262
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Deuda Bancaria Corto Plazo	205.834	190.273	54.542	357.895	171.872
Proveedores	0	0	0	0	0
Cuentas x Pagar	31.917	59.084	38.567	129.934	135.705
Impuestos x Pagar	0	0	0	0	0
Dividendos x Pagar	0	0	0	0	0
Otras Cuentas x Pagar	52.999	75.145	190.770	247.686	192.205
TOTAL PASIVO CORRIENTE	290.750	324.502	283.879	735.515	499.783
DEUDA A LARGO PLAZO					
Deuda a Largo Plazo	1.087.641	888.204	1.117.213	537.324	304.648
Cuentas por Pagar	568	0	78	77	22.445
Deuda Socios	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	387.492	462.501	409.058	543.593	866.663
Reservas Diferidas	0	0	0	0	0
Laborales y Estimados	70.532	81.781	90.980	101.365	103.823
TOTAL DEUDA A LARGO PLAZO	1.546.233	1.432.486	1.617.330	1.182.359	1.297.579
TOTAL PASIVO	1.836.983	1.756.987	1.901.208	1.917.874	1.797.362
PATRIMONIO					
Acciones Preferenciales	0	0	0	0	0
Capital	131.782	231.365	344.971	364.828	365.243
Revalorizacion Patrimonio	652.539	652.539	652.539	652.539	652.539
Reservas	286.739	290.253	302.755	238.344	228.088
Superavit Valorizaciones	718.860	732.726	984.114	1.059.942	1.270.014
Utilidades Retenidas	0	0	0	0	0
Utilidaddes del Ejercicio	74.197	101.109	23.919	81.453	140.015
TOTAL PATRIMONIO	1.864.117	2.007.992	2.308.298	2.397.106	2.655.900
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3.701.100	3.764.980	4.209.506	4.314.981	4.453.262

Proyectado

BALANCE GENERAL	2005 (P)	2006 (P)	2007 (P)	2008 (P)	2009 (P)
ACTIVOS					
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y Bancos	155.228	171.182	188.776	208.179	229.576
Acciones y Valores Cotizables					
Cuentas X Cobrar	229.062	252.605	278.568	307.199	338.773
Inventario	82.078	90.514	99.817	110.077	121.391
Otros Deudores	0	0	0	0	0
Otros Activos Corrientes	9.993	11.021	12.153	13.402	14.780
Gastos Pagados por Anticipado	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	476.361	525.322	579.315	638.857	704.520
ACTIVOS FIJOS					
Activos Fijos Netos	2.015.013	1.965.622	1.917.441	1.870.441	1.824.593
Inv. y Adel. Subs. y Filiales	676.226	745.730	822.376	906.901	1.000.113
Deudores Largo Plazo	61.191	47.051	29.806	8.710	-17.156
Diferidos y Otros	0	0	0	0	0
Valorizaciones	0	0	0	0	0
Otros (Intangibles)	1.275.115	1.406.173	1.550.701	1.710.083	1.885.848
TOTAL ACTIVOS FIJOS	4.027.546	4.164.575	4.320.324	4.496.136	4.693.397
TOTAL ACTIVO	4.503.907	4.689.897	4.899.638	5.134.993	5.397.917
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Deuda Bancaria Corto Plazo	166.923	128.351	81.307	23.761	-46.801
Proveedores	0	0	0	0	0
Cuentas x Pagar	100.589	110.928	122.329	134.902	148.768
Impuestos x Pagar	0	0	0	0	0
Dividendos x Pagar	0	0	0	0	0
Otras Cuentas x Pagar	195.507	215.601	237.761	262.198	289.147
TOTAL PASIVO CORRIENTE	463.019	454.880	441.397	420.862	391.114
DEUDA A LARGO PLAZO					
Deuda a Largo Plazo	496.049	381.422	241.622	70.612	-139.079
Cuentas por Pagar	3.581	2.972	2.222	1.296	150
Deuda Socios	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	393.568	326.702	244.278	142.467	16.521
Reservas Diferidas	0	0	0	0	0
Laborales y Estimados	113.859	124.864	136.932	150.167	164.682
TOTAL DEUDA A LARGO PLAZO	1.007.056	835.960	625.054	364.543	42.275
TOTAL PASIVO	1.470.075	1.290.840	1.066.451	785.405	433.389
PATRIMONIO					
Acciones Preferenciales	0	0	0	0	0
Capital	458.327	575.133	721.709	905.639	1.136.446
Revalorizacion Patrimonio	652.539	652.539	652.539	652.539	652.539
Reservas	373.063	417.974	471.358	534.858	610.476
Superavit Valorizaciones	1.450.711	1.657.118	1.892.891	2.162.211	2.469.849
Utilidades Retenidas	0	0	0	0	0
Utilidades del Ejercicio	99.192	96.293	94.690	94.341	95.218
TOTAL PATRIMONIO	3.033.832	3.399.057	3.833.187	4.349.588	4.964.528
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4.503.907	4.689.897	4.899.638	5.134.993	5.397.917

7.5 ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO Y PROYECCIONES

Histórico

ESTADO DE FLUJO DE CAJA	2000	2001	2002	2003	2004
CAJA INICIAL		73.681	95.483	56.321	156.214
(+) VENTAS NETAS		508.440	564.767	657.148	712.206
(-) (A) Cuentas x Cobrar Comerciales		14.754	-56.020	5.315	16.962
CAJA DE VENTAS		523.194	508.747	662.463	729.168
(-) Costo de Ventas.		-222.648	-287.094	-258.475	-279.849
(+) Depreciacion		0	0	0	0
(-) (A) Inventarios		-4.426	10.502	-4.766	-2.506
(+) (A) Proveedores		0	0	0	0
CAJA PARA PRODUCCION		-227.074	-276.592	-263.241	-282.355
(-) Gastos de Administración y Ventas		-29.431	-30.184	-41.513	-45.754
(-) Impuestos Pagados		-46.738	-15.467	-95.191	-92.320
(-) (A) Gastos Pagados x Anticipado		0	0	0	0
(+) (A) Cuentas por Pagar		27.168	-20.518	91.367	5.772
(+) (A) Impuestos por Pagar		0	0	0	0
(-) (A) Reservas Laborales, Dif. y Estimados		11.249	9.199	10.385	2.458
CAJA PARA OPERACIÓN		-37.753	-56.969	-34.952	-129.844
FLUJO DE CAJA OPERATIVO (A.F.)		258.367	175.185	364.270	316.969
(-) (A) Incrementos en Act.Fijo-Neto (CAPEX)		6.970	44.903	91.119	69.801
(-) (A) Inv.permanentes		-121.845	-182.449	-16.048	74.466
FLUJO DE CAJA LIBRE		143.492	37.639	439.340	461.236

Proyectado

ESTADO DE FLUJO DE CAJA	2005 (P)	2006 (P)	2007 (P)	2008 (P)	2009 (P)
CAJA INICIAL	218.575	155.228	171.182	188.776	208.179
(+) VENTAS NETAS	785.408	866.133	955.155	1.053.326	1.161.588
(-) (A) Cuentas x Cobrar Comerciales	-58.295	-23.543	-25.963	-28.631	-31.574
CAJA DE VENTAS	727.113	842.589	929.192	1.024.695	1.130.014
(-) Costo de Ventas.	-340.181	-375.145	-413.703	-456.224	-503.115
(+) Depreciacion	0	0	0	0	0
(-) (A) Inventarios	-21.109	-8.436	-9.303	-10.259	-11.314
(+) (A) Proveedores	0	0	0	0	0
CAJA PARA PRODUCCION	-361.290	-383.581	-423.006	-466.483	-514.429
(-) Gastos de Administración y Ventas	-48.673	-53.676	-59.193	-65.276	-71.986
(-) Impuestos Pagados	-61.702	-59.899	-58.902	-58.685	-59.230
(-) (A) Gastos Pagados x Anticipado	0	0	0	0	0
(+) (A) Cuentas por Pagar	-35.116	10.339	11.401	12.573	13.865
(+) (A) Impuestos por Pagar	0	0	0	0	0
(-) (A) Reservas Laborales, Dif. y Estimados	10.035	11.005	12.069	13.235	14.514
CAJA PARA OPERACIÓN	-135.456	-92.231	-94.624	-98.153	-102.836
FLUJO DE CAJA OPERATIVO (A.F.)	230.367	366.777	411.561	460.059	512.749
(-) (A) Incrementos en Act.Fijo-Neto (CAPEX)	50.633	49.392	48.181	47.000	45.848
(-) (A) Inv.permanentes	-123.587	-69.503	-76.647	-84.525	-93.212
FLUJO DE CAJA LIBRE	157.413	346.666	383.095	422.534	465.385

7.6 VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA

La valoración de la compañía se realizó basada en un modelo de descuento del flujo de caja libre proyectado.

Para la utilización de este modelo es necesaria la estimación del costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en ingles), cuyo cálculo para nuestro caso se ajusta a la siguiente expresión.

$$WACC = \%D * Kd(1-T) + \%S * Ks$$

donde %D es el porcentaje de la deuda; %S es el porcentaje de patrimonio; Kd representa el costo de la deuda; T la tasa impositiva y, Ks la tasa de retorno sobre el patrimonio. Kd es calculado para cada uno de los años como el cociente entre el total de gastos de financiamiento de la deuda tanto a corto como a largo plazo, dividido el total de pasivos. Ks es calculado mediante el modelo CAPM de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$Ks = Kf + \beta(Km - Kf)$$

Donde Kf representa la tasa libre de riesgo, asumida como la tasa de los bonos del tesoro americano a 10 años; la diferencia entre la rentabilidad del mercado (Km) y la tasa libre de riesgo constituye la prima del mercado (la cual en Estados Unidos es asumida del 5.5%) y; β , parámetro encargado de medir la sensibilidad de la compañía frente a la rentabilidad del mercado es calculado como sigue:

$$\beta = \beta^*(1 - T) * (D / S)$$

Bajo esta aproximación el β u o beta no apalancado (unlevered) es asumido por estimación de Aswath Damodaran, con un valor de 0.38 para el sector de transmisión de energía. La tasa Ks calculada para cada uno de los años se encuentra expresada en dólares por lo cual se le aplica la devaluación proyectada para poder tener la tasa expresada en pesos.

El valor de la compañía se obtiene descontando el flujo de caja libre proyectado a una tasa WACC promedio. Con los cálculos realizados se obtiene que Interconexión Eléctrica S.A. se encuentra valorada en \$ 1.335.883,79 millones de pesos colombianos. A continuación se expone el resumen de los cálculos realizados para cada una de las variables empleadas.

Valoracion de la Empresa					
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Kf	4,47%	4,47%	4,47%	4,47%	4,47%
Km-Kf	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Bo	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38
Tx	38,35%	38,35%	38,35%	38,35%	38,35%
Kd		10,30%	14,53%	10,20%	13,26%
Devaluacion	2,40%				
Di	1.836.983	1.756.987	1.901.208	1.917.874	1.797.362
Si (Patr)	1.864.117	2.007.992	2.308.298	2.397.106	2.655.900
%D	49,63%	46,67%	45,16%	44,45%	40,36%
%S	50,37%	53,33%	54,84%	55,55%	59,64%
Bli		0,585	0,573	0,567	0,539
Ksi		7,69%	7,62%	7,59%	7,43%
Ksi (Aplicada Devaluacion)		10,27%	10,20%	10,17%	10,01%
Kdi(AT)		6,35%	8,96%	6,29%	8,17%
Kwacc		8,44%	9,64%	8,44%	9,27%
Kwacc Promedio		8,95%			
Gastos Fin. Deuda Prom. CP		1.155	1.178	1.802	4.603
Gastos Fin. Deuda Prom. CP		179.752	275.056	193.787	233.701
Gastos Deuda CP y LP		180.907	276.234	195.589	238.304
FCL	157.413	346.666	383.095	422.534	465.385
Valor Empresa	\$ 1.335.883,79	Millones			

8. ANALISIS DE RIESGO

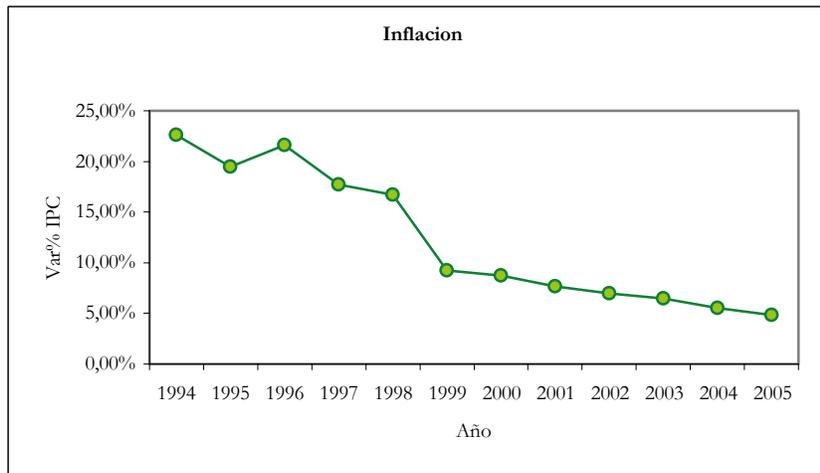
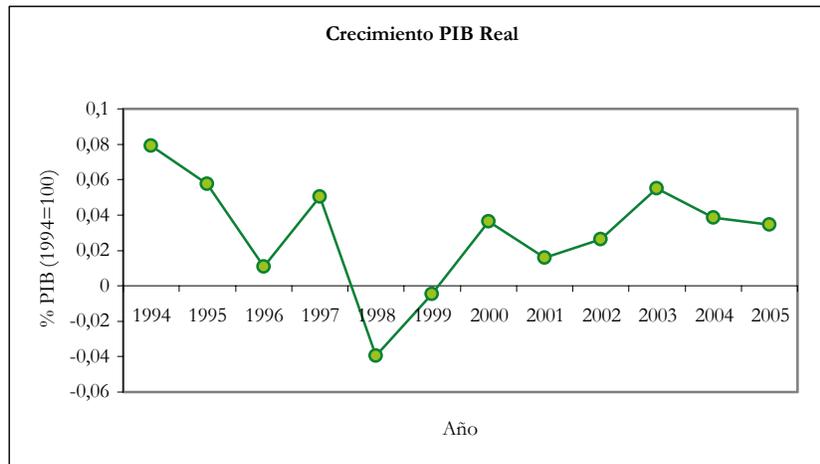
o Coyuntura Económica

Definitivamente debería pensarse el desempeño de la compañía Interconexión Eléctrica S.A. en relación al desempeño económico del país, en tanto se ha demostrado que los servicios que presta la compañía, asociados al consumo de energía eléctrica principalmente, evidencian una alta correlación respecto a la evolución del PIB real de la nación. En este sentido, la coyuntura económica de Colombia y, ahora de un número importante de países a nivel sudamericano, podría influir significativamente en la rentabilidad

de la empresa.

En los últimos años, y particularmente luego de la recesión económica de 1998, el crecimiento del PIB real en Colombia muestra una tendencia creciente donde se asumen adicionalmente niveles estables de inflación y desempleo, lo cual disminuye el riesgo de posibles y bruscas fluctuaciones por el lado de la demanda. Esperando la continuación de este buen desempeño económico, podríamos plantear un escenario positivo para la normal operación de Interconexión Eléctrica S.A., donde se aseguren niveles estables de rentabilidad a la empresa.

Crecimiento del PIB real – Inflación



La variación del IPC, así como los cambios en la DTF, representan riesgos económicos en tanto la deuda de la compañía esta indexada a estas tasas, lo cual definitivamente incide sobre los gastos financieros de la operación. Finalmente, las variaciones de la tasa de cambio peso/dólar que impactan directamente el estado de resultados de la compañía, se contrarrestan con la diversificación de las fuentes de ingresos en dólares, las inversiones en el exterior, las operaciones de cobertura de riesgos financieros, y las operaciones de sustitución y manejo de deuda.

○ **Competencia Nacional e Internacional**

Los riesgos que enfrenta la compañía por concepto de competencia a nivel nacional e internacional son mínimos. En Colombia, Interconexión Eléctrica S.A. representa un monopolio en la generación y

distribución de energía eléctrica, monopolio que a pesar de ser estatal en sus orígenes ha podido demostrar un desempeño eficiente. En este sentido, una competencia representativa a nivel nacional esta fuera de una línea de análisis ajustada a la realidad.

La competencia internacional se asume como un riesgo importante en tanto mundialmente existen compañías dispuestas a incursionar en los mercados de energía latinoamericanos, mercados donde ISA tiene concentrada su estrategia de expansión. Hasta ahora, y considerando un periodo considerablemente reciente, Interconexión Eléctrica S.A. ha realizado importantes inversiones, en algunos casos a manera de concesiones, en distintos países del continentes como lo son Brasil, Bolivia, Perú, Ecuador, Venezuela y Panamá. En la actualidad se encuentra en ejecución un proyecto de gran magnitud para Centroamérica en la provisión de servicios en el mercado de las telecomunicaciones, lo cual demuestra la participación y la fuerza de la compañía a nivel internacional.

○ **Terrorismo**

Interconexión Eléctrica S.A. se encuentra bajo riesgo cuando analizamos la situación política y social del país. Aun cuando ISA enfrenta los riesgos financieros y operacionales de cualquier compañía, actos como lo son el secuestro, la extorsión y los ataques a la infraestructura, podrían incrementar la incertidumbre de la empresa. Si bien la ocurrencia de este tipo de actos pareciera haber disminuido, no deja de ser importante la participación de los grupos al margen de la ley en la desestabilización del país.

La compañía viene implementando un plan de detección y prevención de riesgos donde las áreas en conflicto exigen mayor estudio con el fin de disminuir el impacto de eventuales ataques sobre las pérdidas operacionales.

9. RECOMENDACIONES DE INVERSION

Definitivamente la compañía ha demostrado un buen desempeño financiero de manera histórica y, de acuerdo a las proyecciones realizadas, la utilidad neta para cada uno de los siguientes periodos demuestra ser significativa al tiempo que parece ser más estable. En los mercados de transmisión de energía eléctrica tanto a nivel nacional como internacional, Interconexión eléctrica S.A. se ha posicionado como una firma representativa y de gran importancia, no obstante siguen existiendo países (sobre todo en el cono sur del continente sudamericano) donde aun no se han realizado grandes inversiones, por lo cual podrían constituir una fuente adicional para pensar en expansión. Igualmente ocurre respecto a los países latinoamericanos donde ISA podría eventualmente fijar sus metas y emprender un plan de inversión directa o por medio de concesiones otorgadas por los estados, estas son oportunidades que la compañía no puede desperdiciar.

Si bien el mercado de energía constituye el mercado de mayor importancia al interior de la compañía, ISA debería impulsar más decididamente sus posibilidades en el mercado de las telecomunicaciones puesto posee los recursos, la capacidad gerencial y la innovación necesaria para

constituir una compañía con significativa participación no solo nacionalmente. La calificación de las emisiones de la compañía (AAA) refleja su fortaleza en cuanto a manejo de riesgos, estructura financiera, capacidad operacional y eficiencia, por lo cual ante cualquier proyecto de inversión bien estructurado tendrá definitivamente recursos disponibles mediante la emisión de deuda o emisión de acciones, no obstante debe tener en cuenta su estructura optima de capital para posibilitar niveles eficientes de financiación que maximicen el valor de la empresa.