

**¿Qué Impacto Tendría para la Economía Colombiana Vender la Empresa Generadora  
y Comercializadora de Energía Eléctrica, Isagen?**

Jonathan Rodríguez, Karenn Riaño & Yineth Mosquera.

Universidad La Gran Colombia  
Especialización en Gerencia Financiera.

Bogotá D.C.

Diciembre 01 de 2015.

**¿Qué Impacto Tendría para la Economía Colombiana Vender la Empresa Generadora  
y Comercializadora de Energía Eléctrica, ISAGEN?**

Jonathan Rodríguez, Karenn Riaño & Yineth Mosquera.

Monografía presentada para obtener el título de Especialista en Gerencia Financiera

Universidad La Gran Colombia

Especialización en Gerencia Financiera.

Bogotá D.C.

Diciembre 01 de 2015.

## Contenido

Lista de Tablas.....	4
Lista de Gráficos.....	6
Dedicatoria.....	7
Resumen .....	8
Abstract.....	9
Metodología.....	10
Introducción.....	11
Capítulo 1. Caracterización de la empresa y análisis de su contribución a la economía nacional.....	12
Capítulo 2. Descripción del estado económico de Isagen, a partir del año 2012. ....	18
Capítulo 3. Implicaciones de la venta de Isagen .....	41
Recomendaciones .....	47
Conclusiones.....	53
Referencias .....	55
Anexo .....	58

### Lista de Tablas

Tabla 1. Infraestructura de generación ISAGEN.....	12
Tabla 2. Inversión consolidada para los proyectos en estudio de Isagen .....	18
Tabla 3. Coberturas boscosas y en proceso de restauración.....	19
Tabla 4. Especies amenazadas.....	19
Tabla 5. Cifras activos 2012.....	20
Tabla 6. Cifras Pasivo y Patrimonio 2012.....	21
Tabla 7. Cifras Activos 2013.....	21
Tabla 8. Cifras Pasivo y Patrimonio 2013.....	22
Tabla 9. Cifras Activos 2014.....	23
Tabla 10. Cifras Pasivo y Patrimonio 2014.....	23
Tabla 11. Análisis vertical del activo corriente .....	25
Tabla 12. Análisis vertical cuenta clientes .. .....	26
Tabla 13. Análisis vertical cuenta inventarios.....	27
Tabla 14. Análisis vertical cuenta deudores .....	27
Tabla 15. Análisis vertical cuenta terrenos.....	28
Tabla 16. Análisis vertical cuenta propiedad, planta y equipo en servicio .....	28
Tabla 17. Análisis vertical cuenta obligaciones financieras. ....	29
Tabla 18. Análisis vertical cuenta proveedores .....	29
Tabla 19. Análisis vertical cuenta obligaciones laborales.....	30
Tabla 20. Análisis vertical cuenta patrimonio .....	30

## Análisis Venta de Isagen

Tabla 21. Análisis horizontal costo de ventas .....	31
Tabla 22. Análisis horizontal gastos operacionales de administración .....	31
Tabla 23. Análisis horizontal utilidad operacional.....	32
Tabla 24. Análisis horizontal utilidad neta. ....	32
Tabla 25. Rentabilidad del Patrimonio.....	33
Tabla 26. Margen operacional de la Utilidad.....	34
Tabla 27. Margen bruto de la Utilidad .....	34
Tabla 28. Razón Corriente.....	35
Tabla 29. Capital de Trabajo .....	35
Tabla 30. Prueba ácida.....	36
Tabla 31. Endeudamiento sobre activos totales.....	37
Tabla 32. Endeudamiento de leverage.....	37
Tabla 33. Concentración de Endeudamiento a corto plazo .....	38
Tabla 34. ROE Y ROA.....	38
Tabla 35. EBITDA .....	39
Tabla 36. Indices de Gestión 2013 ..	40

**Lista de Gráficos**

Gráfico 1. Composición accionaria Isagen 2014.....	15
Ilustración 2. Incremento de la capacidad instalada MW (Megavatios) .....	16

### **Dedicatoria**

Dedicamos este Trabajo de Grado a Dios por darnos la templanza y fortaleza para querer seguir adelante cada día y así seguir un proceso de aprendizaje continuo, a nuestras familias especialmente a nuestros padres, hermanos, pareja e hijos: Azucena Rey Rincón, Jorge Enrique Rodríguez Gutiérrez, Andrés Mauricio Rodríguez Rey; Ana Lucía Cárdenas Niño, Filemón Riaño Mariño, María Paola Riaño Niño, Lady Johanna Riaño Niño, Andrés Camilo Riaño Niño, Humberto Moreno Quijano y David Santiago Moreno Riaño; Encarnación Mosquera, Jaderlín Mosquera y María José Ferrín Perea, quienes son pieza fundamental en el inicio y culminación de este proceso, en el cual nos inculcaron valores e impulsaron a seguir adelante; a todos y cada uno de nuestros educadores y mentores en este aguerido proceso de estudio para obtener el título de Especialistas en Gerencia Financiera, por dedicarnos parte de su valioso y honorable tiempo, mostrarnos lo maravilloso de esta profesión desempeñada con amor, responsabilidad y compromiso con la causa.

### Resumen

El Estado Colombiano tiene una deuda que supera los 59.664 millones de dólares, cantidad que es cercana a la mitad del producto interno bruto del país, situación que crea en el gobierno presión por obtener liquidez. Además, posee necesidades de financiamiento de infraestructura, tales como la construcción de vías. En ese marco, podemos encontrar motivos del porqué se ha abierto a la venta la participación que el gobierno colombiano tiene en la empresa generadora y comercializadora de energía eléctrica ISAGEN, correspondiente al 57,61% de sus acciones. Esta empresa, junto a ECOPEPETROL e ISA, constituye uno de los activos más preciados de la nación. Los recursos recaudados por la venta de su participación, de acuerdo con lo informado por el [ (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2015)] serán destinados al Fondo Nacional para el Desarrollo de la Infraestructura (FONDES) con destino a la financiación de infraestructura, como por ejemplo la financiación parcial de las vías de cuarta generación de concesiones (4G), que estima una inversión cercana a los \$47 billones de pesos colombianos. Por todo lo anterior, resulta de interés analizar el impacto que tendría para la nación la venta de ISAGEN.

**Palabras clave:** financiamiento, infraestructura, inversión, gobierno y venta.

### **Abstract**

The Colombian state has a debt of over 59.664 million dollars, an amount that is close to half of gross domestic product, a situation that creates pressure on the government to obtain liquidity. It also has infrastructure financing needs, such as building roads. In this context, we can find reasons why went on sale the participation of shares held by the Colombian government in ISAGEN, generator and distributor of electricity company, corresponding to 57.61% of its shares. This company, together with ECOPETROL and ISA is one of the most precious assets of the nation. The resources collected by the vein of their participation, according to the report by the [ (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2015)] will go to the Fondo Nacional para el Desarrollo de la Infraestructura (FONDES) destined for the financing of infrastructure, such as partial funding of the fourth generation ways of concessions (4G), which estimates an investment of \$47 million Colombian pesos. Given the above, it is interesting to analyze the impact for the sale of ISAGEN to the nation.

**Key Words:** financing, infrastructure, investment, government and sale.

### **Metodología**

Para la localización de los documentos bibliográficos, se utilizaron diversas fuentes documentales. Se realizó una búsqueda bibliográfica en noviembre de 2015, en las bases de datos EBSCO, ScienceDirect y JSTORE, utilizando los descriptores: análisis financiero, análisis vertical, análisis horizontal e ISAGEN; consiguiendo entre 15 y 200 registros después de la combinación de palabras clave. Un sondeo también se llevó a cabo en "Google Académico" con los mismos descriptores. Finalmente se efectuó búsqueda de los estados financieros en la página web de Isagen.

Más tarde, se hizo la selección de los documentos que describen el de análisis financiero vertical y horizontal así como estudios de las implicaciones de la venta de ISAGEN incluidos sus indicadores financieros; a continuación, una lectura crítica de los documentos, la evaluación de su calidad y fiabilidad, así como la elaboración de los análisis financieros pertinentes.

## Introducción

El 2015 no ha sido el mejor año para la economía Colombiana; es de anotar que para el primer trimestre del año; según el [(Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), 2015)] el producto interno bruto registró una variación del 2.8%, afectado mayormente por dos grandes sectores: el industrial y el minero energético. Entre las razones por las cuales no es nuestro mejor año, se encuentran el problema fronterizo con el país vecino Venezuela, la prolongación de la discusión y firma del acuerdo de paz<sup>1</sup>, el conflicto armado, la caída de los precios internacionales del petróleo y la delincuencia común, problemas que deterioran la confianza inversionista; adicionalmente, la devaluación del peso ha incrementado el monto de la deuda pública del país.

Así las cosas, no es para menos que el gobierno tenga la necesidad de obtener liquidez mediante préstamos, emisión de bonos y la consideración de la venta de uno de sus activos más preciados: Isagen. La misma es una empresa colombiana, de economía mixta vinculada al Ministerio de Minas y Energía, cuyas actividades principales son la generación y comercialización de energía eléctrica con cerca de 20 años de experiencia; junto a ECOPETROL e ISA, representa uno de los activos más valorados de la economía Colombiana.

Bajo el contexto expuesto, este trabajo busca identificar el impacto que tendría en la economía colombiana con la venta de Isagen, para lo cual hemos planteado interrogantes tales como: ¿Obtendría mayores utilidades el país vendiendo a Isagen?, ¿Realmente es el momento propicio para hacerlo?

---

<sup>1</sup> Del cual se preveía duración de un año.

## Capítulo 1. Caracterización de la empresa y análisis de su contribución a la economía nacional.

### Historia y Localización:

Isagen es una empresa de servicios públicos mixta, la cual se dedica a la generación y comercialización de energía eléctrica; tiene su domicilio social y su sede administrativa en la ciudad de Medellín, y cuenta con oficinas regionales en Bogotá, Cali y Barranquilla. A lo largo de sus 20 años de vida empresarial ha logrado ser el tercer generador de energía eléctrica en Colombia.

De acuerdo con la información publicada en su página web<sup>2</sup>, en sus inicios, formaba parte de ISA y en 1995 se separa de la misma a fin de encargarse de las actividades de generación y comercialización. En sus primeros años, 1996 a 2002, realiza la construcción de las centrales Termo-centro y Miel y en el 2007 inicio la construcción de los proyectos Manso, Guarinó y Amoyá, así como la recuperación de la Central Calderas.

Su infraestructura de generación está compuesta por las siguientes centrales de generación:

**Tabla 1. Infraestructura de generación ISAGEN**

San Carlos	Antioquia	1.240	55%
Sogamoso	Santander	820	70%
Miel	Caldas	396	52%
Termo-centro	Santander	300	85%
Jaguas	Antioquia	170	56%
Amoyá	Tolima	80	73%

<sup>2</sup> Adaptado de (Isagen, 2015)

## Análisis Venta de Isagen

Categoría		Unidad	
Calderas	Antioquia	26	46%
<b>Total capacidad instalada</b>		<b>3.032</b>	

Fuente: tomado de [ (Aristizabal, Gaitan, Marín, & Mondragon, 2015, pág. 10)]

**Productos y Servicios:**

Isagen es una empresa dedicada a la generación y comercialización de energía eléctrica en Colombia. Siguiendo a [ (Aristizabal, Gaitan, Marín, & Mondragon, 2015)], dentro de los productos y servicios ofrecidos al mercado se encuentran:

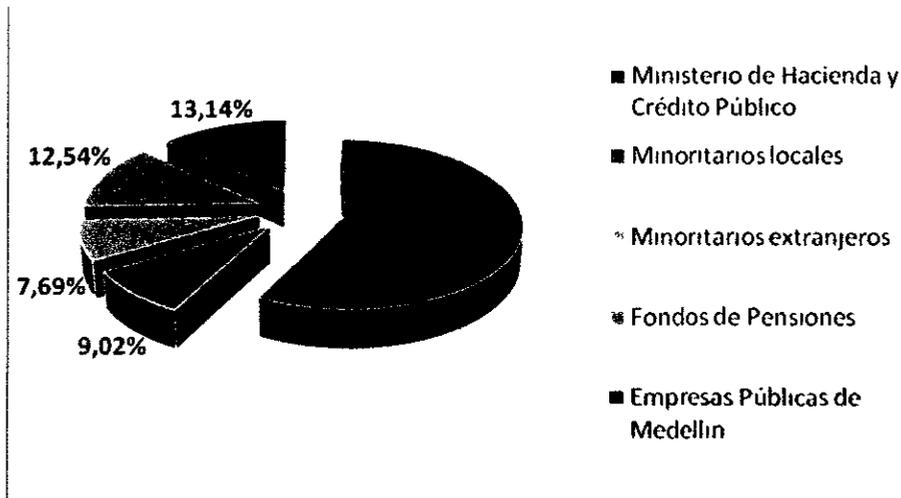
- i. **“Venta de Energía:** La energía se comercializa a través de la bolsa de energía (mercado spot) o a través de contratos de venta tanto en el Mercado de Energía Mayorista (Mercado regulado) como en el Mercado No Regulado (Sector industrial con consumos mensuales superiores a 55MWh).
- ii. **Confiabilidad del sistema energético:** Corresponde al esquema de cargo por confiabilidad y que permite a través de la energía firme de las plantas de generación, darle firmeza al sistema energético nacional blindándolo de riesgos de racionamiento ante eventos de crítica hidrología.
- iii. **Prestación de Servicio de regulación secundaria de frecuencia:** Mediante el aumento o disminución de la potencia requerida por la red, permite restablecer la frecuencia nominal después de un evento de desbalance del sistema.

## Análisis Venta de Isagen

- iv. **Venta de gas en el mercado secundario:** Dado que la Empresa tiene contratado el suministro de gas natural para respaldar las obligaciones de energía firme (OEF) de Termo-centro, los excedentes del combustible no utilizados en la generación de energía son vendidos en el mercado secundario a través de un esquema de subastas diarias.
  
- v. **Prestación de servicios técnicos:** Portafolio de servicios técnicos que permitan soluciones de ahorro energético o la mejora de la confiabilidad de los sistemas energéticos de clientes finales.” (Aristizabal, Gaitan, Marín, & Mondragon, 2015, pág. 13)

## Análisis del Accionista

En sus aspectos financieros, en el año 2000 el Estado colombiano logra hacerse merecedor del 57.61% del total de las acciones al respaldar la deuda originada en el contrato de empréstito BID-540/OC-CO, por una suma de (US\$238.016.680.77) dólares; por otra parte, vale la pena señalar que en el año 2005 la Agencia OPIC le otorgó a ISAGEN un Seguro Parcial Para Obtener financiación por USD 250 millones. En 2009 hizo su primera emisión de bonos de deuda pública como mecanismo para financiar la construcción del proyecto Sogamoso y actualmente cuenta con acciones y bonos inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia gracias al programa de Enajenación de Acciones de ISAGEN, en la cual se vincularon 74.000 accionistas institucionales, inversionistas, minoritarios y extranjeros; Empresas Públicas de Medellín (EPM) cuanta con una participación del 13.14% de las acciones lo que representa un puesto en la Junta Directiva.

**Gráfico 1. Composición accionaria Isagen 2014**

Fuente: tomado de (Isagen, 2015)

Al cierre de octubre de 2015 y según información publicada por la [ (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)] la acción de Isagen fue calificada con un Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA) de 8 43524 sobre 10. Esto quiere decir que tiene alta bursatilidad; la acción de Isagen tiene alto grado de riesgo en el mercado accionario, pero a su vez, generan altos porcentajes de rentabilidad teniendo en cuenta que en el mercado de capitales, a mayor riesgo, mayor rentabilidad.

### **Gestión de Isagen: proyectos.**

Isagen es una empresa que se caracteriza por poseer alternativas de inversión en proyectos de generación convencional y no convencional de energía, lo que les permite tener opciones para atender la demanda energética nacional con menor incertidumbre, cumpliendo con los esquemas regulatorios de la Comisión de Regulación de Energía y Gas, en particular

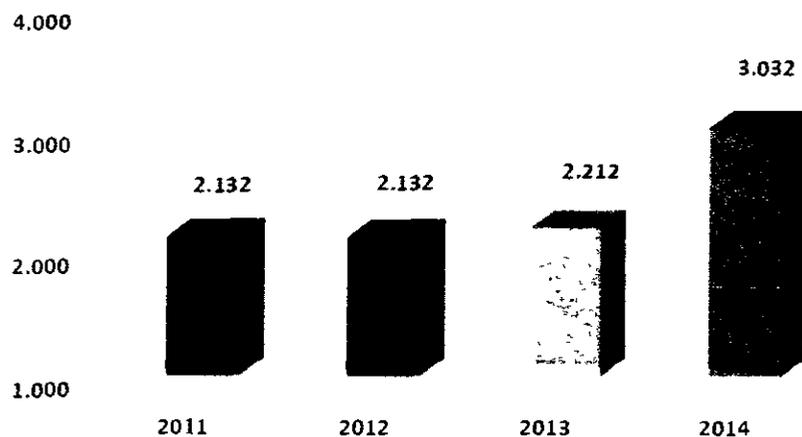
## Análisis Venta de Isagen

lo relacionado con las Obligación de Energía Firme (OEF). Esto se sustenta, por ejemplo, en que:

“con el propósito de atender la futura demanda energética en Colombia, lograr el crecimiento de la Empresa y generar confianza al Sistema Interconectado Nacional (SIN), adelanta un plan de expansión que en el año 2014 finalizó con la entrada en operación de la Central Hidroeléctrica Sogamoso que aumentó la capacidad instalada de la Empresa en 820 megavatios (MW) y la generación media anual en 5.056 gigavatios hora-año (GWh-año), pasando de 2.212 MW a 3.032 MW y de 10.692 a 15.478 GWh-año, respectivamente.” (Isagen, 2015)

La ilustración 2 muestra el aumento en la capacidad energética instalada entre 2011 – 2014, de Isagen:

**Gráfico 2. Incremento de la capacidad instalada MW (Megavatios)**



Fuente: tomado de (Isagen, 2015)

## Análisis Venta de Isagen

De los resultados en la gráfica anterior, se tiene que la empresa generadora de energía Isagen, entre el 2011 y 2012 mantuvo su capacidad instalada mientras que en 2013 la aumentó en un 0.96% y finalmente, para el 2014, la aumentó en un 72.95% en razón a los nuevos proyectos y plantas generadoras de energía.

Aun cuando el incremento de 2014 frente a años anteriores es significativo la empresa cuenta con proyectos en estudio, dirigidos principalmente a generación hidroeléctrica, eólica y geotérmica. En estos proyectos plantea tener en cuenta la población aledaña a los lugares en que se instalaran las plantas de generación y apuntando a la generación de empleo a la par de cuidar el medio ambiente; ello implica que la empresa sigue un esquema de responsabilidad social empresarial a la par que plantea nuevos proyectos.

Actualmente tiene en estudio seis proyectos hidroeléctricos, dos proyectos eólicos y dos proyectos geotérmicos.

## Capítulo 2. Descripción del estado económico de Isagen, a partir del año 2012.

### Inversión Consolidada para los Proyectos en Estudio

De acuerdo con la información publicada en el Informe de Gestión de 2014<sup>3</sup>, las inversiones de la empresa entre 2012 y 2014 ascendieron a \$32.711 millones de pesos; para 2013 se duplicó el monto de inversión en relación a 2012 mientras que disminuyó en un 3.1% para 2014, frente a la inversión realizada en el año 2013. Esto se observa en la tabla 2.

**Tabla 2. Inversión consolidada para los proyectos en estudio de Isagen**

	2012	2013	2014
Proyectos hidroeléctricos	4.103	11.103	9.541
Parque Eólico	650	677	94
Estudio del potencial eólico	485	317	726
Proyecto Geotérmico del Macizo Volcánico del Ruiz	1.347	681	518
Proyecto geotérmico Binacional Tufiño - Chiles - Cerro Negro	267	352	1.850
<b>TOTAL</b>	<b>6.852</b>	<b>13.130</b>	<b>12.729</b>

Fuente: tomado de (Isagen, 2014, pág. 105), cifras en millones de pesos.

<sup>3</sup> Ver (Isagen, 2014)

### Gestión Ambiental

En atención a la norma NTC-ISO 14001:2004 Isagen cuenta con una política ambiental organizacional, que se describe en su Sistema de Gestión Ambiental (SGA). Este reconoce el interés de la compañía por la preservación de la biodiversidad nacional. No solo existe el compromiso de tener el menor impacto posible, debido a su actividad económica, en la flora y la fauna sino también el de contribuir a la recuperación de zonas boscosas (ver tabla 3). La tabla 4 muestra la cantidad de especies amenazadas debido al ejercicio de Isagen y refleja que no obstante su Sistema de Gestión Ambiental en cuanto al efecto negativo sobre la fauna y flora ha venido en crecimiento.

**Tabla 3. Coberturas boscosas y en proceso de restauración.**

	2012	2013	2014
Bosques secundarios (natural y artificial)	71,69	88,61	91,08
Rastrojos	42,14	40,59	39,49
Pastizales	25,57	14,55	15,84
<b>TOTAL</b>	<b>139,40</b>	<b>143,75</b>	<b>146,41</b>

Fuente: tomado de (Isagen, 2014, pág. 149) cifras en millones de pesos.

**Tabla 4. Especies amenazadas**

	2012	2013	2014	2015
Fauna	34	38	93	92
Flora	27	28	96	104
<b>TOTAL</b>	<b>61</b>	<b>66</b>	<b>189</b>	<b>196</b>

Fuente: tomado de (Isagen, 2014, pág. 150) cifras en millones de pesos.

## Presentación de los Estados Financieros 2012 – 2014

### Balance General 2012.

A \$6.742.265 millones de pesos ascendieron los activos totales de Isagen en 2012, con un aumento del 15%, respecto a 2011. Este incremento esta explicado por la variación de la cuenta activos no corrientes<sup>4</sup>. La variación se presenta en la siguiente tabla:

Tabla 5. Cifras activos 2012

CIFRAS ACTIVOS			
	2011	2012	%
Activo Corriente	948.299	1.082.072	114%
Valorizaciones	634.556	669.740	105%

Fuente: tomado de (Isagen, 2012, pág. 78) cifras en millones de pesos.

Por su parte el pasivo tuvo un incremento del 24% pasando de \$2.507.569 millones de pesos en 2011 a \$3.111.208 millones de pesos en 2012. Este aumento esta explicado por la adquisición de deuda (créditos a largo plazo) como mecanismo de financiación de los proyectos y continuar con su crecimiento de su actividad principal. La información se presenta en la tabla 6.

<sup>4</sup> Debido a la adquisición de predios e inversión requerida para el proyecto Sogamoso

**Tabla 6. Cifras Pasivo y Patrimonio 2012**

CIFRAS PASIVO Y PATRIMONIO	
Patrimonio	3.374.878

Fuente: tomado de (Isagen, 2012, pág. 78) cifras en millones de pesos.

**Balance General 2013.**

Para la vigencia 2013, los activos tuvieron una variación total similar a la de 2012, con un aumento total de 12% frente a 2012; pasó de \$6.742.265 millones de pesos a \$7.555.341 millones de pesos. El cambio obedece nuevamente a incrementos en el activo no corriente y las valorizaciones, que en parte obedecen al proyecto de Sogamoso. En cuanto a la variación negativa del activo corriente debe explicarse que esta obedece a la liquidación del fideicomiso para el laudo Miel. Las cifras son las siguientes:

**Tabla 7. Cifras Activos 2013**

	2012	2013	Variación
Activo Corriente	782.073	652.631	-17
Activo No Corriente	5.320.452	6.109.626	15
Valorizaciones	639.740	793.084	24
<b>Total</b>	<b>6.742.265</b>	<b>7.555.341</b>	

Fuente: tomado de (Isagen, 2013, pág. 45) cifras en millones de pesos.

El comportamiento del pasivo también fue al alza, alcanzando los \$3.525.891 millones de pesos, para una variación de 13% frente al año anterior; el incremento del pasivo corriente

## Análisis Venta de Isagen

esta explicado por los créditos de financiamiento del proyecto Sogamoso mientras que, como efecto inverso de los activos, el pasivo corriente decreció 19% por el pago fideicomiso del laudo Miel. Finalmente, en 2013 el patrimonio incremento un 11% gracias al aumento en la reserva ocasional, a una mayor valorización de los activos y a la utilidad del ejercicio. La tabla 8 muestra el resumen de estas variaciones de la vigencia 2013.

**Tabla 8. Cifras Pasivo y Patrimonio 2013**

	2012	2013	Variación
Pasivo Corriente	492.841	398.662	-19
Pasivo No Corriente	2.618.367	2.637.229	19
<b>Pasivo</b>	<b>3.111.208</b>	<b>2.635.891</b>	
Patrimonio	4.029.250	4.491.741	11
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>7.140.458</b>	<b>7.127.632</b>	

Fuente: tomado de (Isagen, 2013, pág. 45) cifras en millones de pesos.

Los resultados obtenidos para la vigencia 2013, reflejan una compañía que lleva a cabo una gestión financiera juiciosa y permiten decir que a 2013 su salud financiera es buena y permite afrontar los desafíos que planteen los planes de expansión mencionados en el capítulo 1. Esto es positivo ya que da estabilidad a la compañía para su crecimiento y continuidad.

### Balance general 2014.

La última vigencia para la que se cuenta con información corresponde a 2014, para dicho año los activos ascendieron a \$8.560.230 millones, con un incremento de 13% frente a 2013 que esta explicado principalmente por el ingreso en los activos fijos de la planta

## Análisis Venta de Isagen

Sogamoso. En cuanto al aumento del activo corriente, este se atribuye a los anticipos de energía y cuentas por cobrar a clientes. Las cifras de detallan en la tabla 9.

Tabla 9. Cifras Activos 2014

	2013	2014	Variación
Activo Corriente	652.631	795.063	22
Activo No Corriente	6.109.626	6.972.579	14
<b>Total</b>	<b>6.762.257</b>	<b>7.767.642</b>	<b>16</b>

Fuente: tomado de (Isagen, 2014, pág. 119) cifras en millones de pesos.

En cuanto al comportamiento del pasivo y el patrimonio se tiene que el pasivo alcanzó los \$4.311.930 millones con un incremento del 22% frente a 2013, que obedece a la adquisición de nuevos compromisos de deuda con destino a la financiación de la última etapa del proyecto Sogamoso.

En cuanto al patrimonio se destaca que por quinta vez los accionistas aprobaron la constitución de una reserva de \$949.189 millones de pesos con destino al apoyo del proyecto Sogamoso.

Tabla 10. Cifras Pasivo y Patrimonio 2014

CIFRAS PASIVO Y PATRIMONIO			
	2013	2014	Variación
Pasivos Corrientes	398662	529739	32
Pasivos No Corrientes	3.127.229	3.787.657	21
<b>Total Pasivo</b>	<b>3.525.891</b>	<b>4.317.396</b>	<b>22</b>
Patrimonio	3.236.366	3.450.246	11
<b>Total</b>	<b>6.762.257</b>	<b>7.767.642</b>	<b>16</b>

Fuente: tomado de (Isagen, 2014, pág. 120) cifras en millones de pesos.

Así las cosas, los resultados que se observan en los balances de Isagen son el reflejo de una compañía que está en plan de expansión, lo que implica su crecimiento, que aporta al desarrollo del país toda vez que aumenta la capacidad de generación de energía instalada y con ello permite atención de demanda nueva (o que no contaba con servicio); por su puesto estas inversiones le dan competitividad en el mercado, que si bien es monopolístico, se mueve bajo un esquema de precios regulados por la Comisión de Regulación de Energía y Gas, lo que además demuestra que su gestión financiera es responsable, sólida y orientada a la optimización de recursos.

#### **4. Análisis Financiero de la Compañía 2012 – 2014**

##### **Análisis vertical del Balance General**

##### *Cuentas del activo.*

##### *Efectivo y Bancos*

Se puede apreciar que en las cuentas de efectivo y bancos ha tenido una tendencia de aumento entre el 3,03% para el 2013 y una baja del 2,64% para el 2012 y el 2,85% en el 2014.

Las cuentas de caja y bancos no son muy representativas para 2013; en 2012 y 2014 muestra una falta de liquidez, la cual se debería financiar con endeudamiento interno o externo.

Tabla 11. Análisis vertical del activo corriente

<b>ACTIVO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>CORRIENTE DISPONIBLE</b>						
Efectivo en Caja, bancos y Corporaciones	178.118	2,64%	228.943	3,03%	244.086	2,85%
Recaudo Democratización	208	0,00%	212	0,00%	215	0,00%
	<b>178.326</b>	<b>2,64%</b>	<b>229.155</b>	<b>3,03%</b>	<b>244.301</b>	<b>2,85%</b>

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

*Clientes.*

Este rubro representa las ventas realizadas a crédito, lo que significa que la empresa en el 2012 realizo ventas del 3,93% por este concepto; para 2013 se evidencia una disminución de 3,47% y para 2014 de 3,47%. Se puede interpretar que la empresa está financiando a sus clientes y que no está recibiendo dinero de forma inmediata por las ventas.

**Tabla 12. Análisis vertical cuenta clientes**

<b>A C T I V O</b>	<b>2012</b>	<b>ANALISIS</b>	<b>2013</b>	<b>ANALISIS</b>	<b>2014</b>	<b>ANALISIS</b>
	<b>4T</b>	<b>VERTICA</b>	<b>4T</b>	<b>VERTICA</b>	<b>4T</b>	<b>VERTICAL</b>
		<b>L</b>		<b>L</b>		
<b>DEUDORE</b>		0,00%		0,00%		0,00%
<b>S</b>						
Clientes	264.974	3,93%	262.328	3,47%	297.314	3,47%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

*Inventarios*

Esta cuenta expresa el inventario disponible para la venta; se puede observar que para el 2012 había un 1,27% en existencias mientras que para 2013 y 2014 fueron de 1,19% y 1,13%, es de tener en cuenta que la energía es de difícil almacenamiento y que el mercado en general funciona con contratos y la energía excedentaria entra a subasta, por lo que lo normal es que exista poco en existencias.

Tabla 13. Análisis vertical cuenta inventarios

<b>ACTIVO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>INVENTARIOS</b>	85.335	1,27%	89.736	1,19%	96.694	1,13%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

#### *Deudores*

Esta cuenta refleja que en 2013 y 2014 se presentó una ligera disminución, dándole una mínima parte de recuperación de cartera y dificultando que la empresa obtenga mayor liquidez por este concepto.

Tabla 14. Análisis vertical cuenta deudores

<b>ACTIVO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>DEUDORES</b>		0,00%		0,00%		0,00%
Otras Cuentas por Cobrar	39.880	0,59%	6.287	0,08%	4.994	0,06%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

#### *Terrenos*

Esta cuenta que para el año 2012 la empresa realizó inversiones en terrenos con una variación del 2,74% y para el año 2013 y 2014 se evidencia que la compra de terreno tuvo una disminución de 2,05% y 1,63%.

Tabla 15. Análisis vertical cuenta terrenos

<b>ACTIVO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>NO CORRIENTE PROP. PLANTA Y EQUIPO. EN SERV.</b>						
Terrenos	184.885	2,74%	155.076	2,05%	139.738	1,63%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

*Propiedad, planta y equipo en servicio.*

Esta cuenta refleja el incremento en el rubro plantas de generación hidráulica, en concordancia con lo expuesto a lo largo del documento en relación a la inversión en proyectos de expansión tendientes a aumentar la capacidad instalada pasando de \$3.150.347 millones de pesos en 2012 a \$7.724.535 millones de pesos en 2013.

Tabla 16. Análisis vertical cuenta propiedad, planta y equipo en servicio

<b>ACTIVO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>NO CORRIENTE PROP. PLANTA Y EQUIPO. EN SERV.</b>						
Plantas de Generación Hidráulica	3.150.347	46,73%	3.700.043	48,97%	7.724.535	90,24%
Plantas de Generación Térmica	367.448	5,45%	374.933	4,96%	386.431	4,51%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

**Cuentas del Pasivo.***Préstamos Bancarios pasivos a largo plazo.*

Podemos ver que para el año 2012 su variación fue de 1,60% es decir que la empresa recurrió a préstamos bancarios a largo plazo, para solucionar la falta de liquidez y la compra de terrenos para generar capital de trabajo.

**Tabla 17. Análisis vertical cuenta obligaciones financieras**

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Obligaciones financieras	49.884	1,60%	35.176	1,00%	51.044	1,18%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos

*Proveedores*

Podemos ver reflejado que para el año 2014 la variación del 5,55% de incremento de proveedores en comparación con el año 2013 que su variación fue baja en un 4,57%.

**Tabla 18. Análisis vertical cuenta proveedores**

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Proveedores	169.637	5,45%	161.191	4,57%	239.334	5,55%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

## Análisis Venta de Isagen

*Obligaciones laborales*

Se ve reflejado que el año 2012, 2013, 2014 gestiona una buena provisión laboral y se ha mantenido durante los últimos 3 años.

**Tabla 19. Análisis vertical cuenta obligaciones laborales**

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Obligaciones Laborales	10.633	0,34%	12.208	0,35%	14.184	0,33%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

*Cuentas del Patrimonio.**Patrimonio.*

Podemos observar que para el año 2012 tuvo un de incremento de aporte social del 53,86% mientras que para el año 2013 y 2014 disminuyo ese aporte.

**Tabla 20. Análisis vertical cuenta patrimonio**

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2012 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2013 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>	<b>2014 4T</b>	<b>ANALISIS VERTICAL</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.631.057</b>	<b>53,86%</b>	<b>4.029.450</b>	<b>53,33%</b>	<b>4.248.299</b>	<b>49,63%</b>

## Análisis Venta de Isagen

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

**Análisis horizontal del estado de resultados***Costo de Ventas.*

Podemos ver que los costos de ventas tuvieron un incremento del año 2014 con una variación del 21,58% con relación al año 2012 que fue baja con una variación del 18%.

**Tabla 21. Análisis horizontal costo de ventas**

	Acumulado	Acumulado	ANALISIS	Acumulado	ANALISIS
	Año 2012	Año 2013	HORIZONTAL 2012- 2013	Año 2014	HORIZONTAL 2013 - 2014
<b>COSTOS DE VENTAS</b>	1.106.249	1.305.374	18,00%	1.587.100	21,58%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos

*Gastos operacionales de administración.*

Podemos ver que los gastos operacionales de administración tuvieron una disminución para el año 2012 del -5.98%, en relación al año 2014 que incremento.

**Tabla 22. Análisis horizontal gastos operacionales de administración**

	Acumulado	Acumulado	ANALISIS	Acumulado	ANALISIS
	Año 2012	Año 2013	HORIZONTAL 2012- 2013	Año 2014	HORIZONTAL 2013 - 2014
<b>GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN</b>	123.835	116 426	-5,98%	118.291	1,60%

## Análisis Venta de Isagen

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

*Utilidad de la operación.*

En análisis muestra una disminución de utilidades durante el año 2014 con una variación del 7,44% en relación al año 2012 que tuvo un crecimiento del 15,87%.

**Tabla 23. Análisis horizontal utilidad operacional**

	Acumulado	Acumulado	ANALISIS	Acumulado	ANALISIS
	Año 2012	Año 2013	HORIZONTAL 2012- 2013	Año 2014	HORIZONTAL 2013 - 2014
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	501.454	581.014	15,87%	624.229	7,44%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

*Utilidad Neta.*

Para el año 2012 la utilidad neta ha tenido una tendencia negativa del -5,84% a comparación del año 2014 que tuvo un incremento del 0,60%.

**Tabla 24. Análisis horizontal utilidad neta**

	Acumulado	Acumulado	ANALISIS	Acumulado	ANALISIS
	Año 2012	Año 2013	HORIZONTAL 2012- 2013	Año 2014	HORIZONTAL 2013 - 2014
<b>UTILIDAD NETA</b>	460.902	433.966	-5,84%	436.583	0,60%

## Análisis Venta de Isagen

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

### *Indicadores de rentabilidad*

#### *Rentabilidad del patrimonio.*

Lo anterior nos permite concluir que la rentabilidad del patrimonio bruto para el año 2012 fue de 12,69%, para el año 2013 fue de 10,77%, y para el año 2014 un 10,28% , es decir, que hubo un aumento de rentabilidad de la inversión de los socios del 1.92% y para el año 2014 la rentabilidad de inversión fue baja con un 0,49%, esto probablemente porque no incrementó la valorización de ISAGEN.

**Tabla 25. Rentabilidad del Patrimonio**

FORMULA	2012	2013	2014
RENDA.PATR.= UTIL.NETA / PATRIMONIO	12,69%	10,77%	10,28%

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

#### *Margen operacional de la utilidad*

Podemos observar que para el año 2012 isagen genero una utilidad operacional del 5,97%, para el año 2013 del 29,01% y para el año 2014 una utilidad operacional del 26,80%

## Análisis Venta de Isagen

por lo anterior observamos un decrecimiento de la utilidad del 2,21% esto puede ser por el aumento en los costos de ventas así como los gastos de ventas del año 2014.

**Tabla 26. Margen operacional de la Utilidad**

FORMULA	2012	2013	2014
MARG.OPER.UTIL =UTILI.OPERACIONAL / VENTAS NETAS	5,97%	29,01%	26,80%

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

***Margen bruto de la utilidad***

De lo anterior podemos decir que para los años 2013, 2014 la utilidad bruta obtenida después de descontar los costos de ventas fueron del 34,82% y el 31,87% respectivamente por lo cual observamos un leve descenso del 2,95% para el año 2014, podemos afirmar que los costos de ventas aumentaron su impacto sobre la utilidad bruta no es significativa.

**Tabla 27. Margen bruto de la Utilidad**

FORMULA	2012	2013	2014
MARGEN BRUTO DE LA UTILIDAD =UTILIDAD BRUTA / VENTAS NETAS	15,44%	34,82%	31,87%

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

**Indicadores de Liquidez.**

## Análisis Venta de Isagen

***Razón corriente.***

Para el año 2013 Isagen por cada peso de obligación a corto plazo cuenta con el \$1.637 pesos para respaldar el pago de sus obligaciones con respecto al año 2014 podemos decir que su liquidez disminuyo en 1,517 para el respaldo de las mismas

**Tabla 28. Razón Corriente**

FORMULA	2012	2013	2014
RAZON CORRIENTE = ACTIVO CORRIENTE / PASIVO CORRIENTE	1,587	1,637	1,517

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

***Capital de trabajo.***

Podemos observar que para el año 2013 una vez que la empresa cancela el total de sus obligaciones corrientes le quedan \$253,969 millones de pesos para atender las obligaciones que surgen en el normal del desarrollo de su actividad económica, también podemos observar que dicho capital de trabajo aumento en \$16,821 millones de pesos lo cual puede ser consecuencia del plan de inversiones de ISAGEN.

**Tabla 29. Capital de Trabajo**

FORMULA	2012	2013	2014
CAPITAL DE TRABAJO = ACTIVO CORRIENTE - PASIVO CORRIENTE	289 232	253.969	270.790

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

## Análisis Venta de Isagen

***Prueba ácida.***

Podemos observar que para el año 2013 si la empresa tuviera la necesidad de atender todas sus obligaciones corrientes sin necesidad de liquidar la empresa, no alcanzaría atender sus obligaciones y tendría que liquidar parte de sus inventarios para poder cumplir, en cambio este indicador para el año 2014 aumento, pero no lo suficiente para poder atender el total de sus obligaciones corrientes sin necesidad de vender sus inventarios, es decir que la empresa depende de la venta de sus inventarios para poder atender sus obligaciones corrientes.

**Tabla 30. Prueba ácida**

<b>FORMULA</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>PRUEBA ACIDA = ACTIVO CORRIENTE - INVENTARIOS / PASIVO CORRIENTE.</b>	782.073	652.631	795.063

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

**Indicadores de endeudamiento.*****Indicadores sobre activos totales.***

Podemos decir que la participación de los acreedores para el año 2013 es del 46,67% y para el año 2014 del 50,37% sobre el total de los activos de la compañía lo cual no es un nivel muy riesgoso.

**Tabla 31. Endeudamiento sobre activos totales**

FORMULA	2012	2013	2014
<b>NIVEL. DE ENDEUDAMIENTO = TOTAL PASIVO / TOTAL ACTIVO * 100%</b>	46,14%	46,67%	50,37%

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

*Endeudamiento de leverage o apalancamiento.*

Podemos ver que el indicador para el año 2013 fue de 87,50% no poseía un nivel alto de endeudamiento a comparación del año 2014 que su indicador fue del 101,50 es decir que para este año el patrimonio estaba comprometido con los acreedores.

**Tabla 32. Endeudamiento de leverage**

FORMULA	2012	2013	2014
<b>NIVEL. DE ENDEUDAMIENTO = TOTAL PASIVO / TOTAL PATRIMONIO</b>	85,68%	87,50%	101,50%

Fuente. Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

*Concentración de endeudamiento a corto y largo plazo.*

Podemos ver que Isagen cerca del 12% de sus obligaciones a corto plazo, mientras tiene el 88% a largo plazo, lo cual podría ser riesgoso si existiera un problema con el desarrollo del objeto social ya que las obligaciones son a largo plazo y podría ocasionar problemas a futuro.

Tabla 33. Concentración de Endeudamiento a corto plazo

FORMULA	2012	2013	2014
CONCENTRACION A CORTO PLAZO = PASIVO CORRIENTE / TOTAL PASIVO * 100%	0,16	0,11	0,12
CONCENTRACION A LARGO PLAZO = PASIVO NO CORRIENTE / TOTAL PASIVO * 100%	0,84	0,89	0,88

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por Isagen.

#### Roe / Roa.

Podemos observar que isagen cuenta con un margen neto inferior del 18,27% esto puede ser a que no está haciendo un uso eficiente de los activos lo que produce un ROA de 7,29%. Podemos ver que isagen no tiene mucha deuda ya que está generando un ROE de 10,27%, isagen está en un negocio estable pero poco rentable, lo cual necesitaría un alto apalancamiento para conseguir un ROE aceptable.

Tabla 34. ROE Y ROA

ROE (Utilidad neta/Patrimonio)	12,7%	10,8%	10,27%
Margen neto	26,6%	21,7%	18,74%
ROA (UO/Total activos)	7,4%	7,7%	7,29%

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras

**Ebitda.**

Podemos observar que este indicador ha venido disminuyendo donde se ve reflejado que para el año 2014 termino con un índice bajo de 31,89% esto se debe a la adquisición de los proyectos de Sogamoso.

**Tabla 35. EBITDA**

Margen EBITDA	35,3%	34,6%	31,89%
---------------	-------	-------	--------

Fuente: adaptado (Isagen, 2012, pág. Anexos) (Isagen, 2013, pág. Anexos) e (Isagen, 2014, pág. Anexos). Cifras en millones de pesos.

**Índices de gestión de los principales agentes generadores de energía de Colombia.**

Podemos observar que existen más compañías en Colombia que transan en diferentes bolsas en Latinoamérica y que Isagen se encuentra en el tercer lugar ya que esta compañía suministra energía al Sistema Interconectado Nacional (SIN) y a industrias no interconectadas, lo que hace que Isagen sea una de las comercializadoras y distribuidoras más importantes del país.

Tabla 36. Indices de Gestión 2013

INDICES DE GESTION DE LOS PARTICIPANTES DE LA INDUSTRIA EN COLOMBIA (AÑO 2013)						
AGENTE	CAPACIDAD INSTALADA A 2013 (MW)	FACTOR DE DISPONIBILIDAD ANUAL DE LAS PLANTAS	INGRESO POR CAPACIDAD INSTALADA (USD/KW)	MARGEN EBITDA	RENTABILIDAD OPERACIONAL DEL ACTIVO	RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO (ROE)
EPM Generacion	3 505	95,1%	383,2	52,0%	9,9%	9,9%
Emgesa	3 012	92,1%	430,8	61,7%	13,6%	15,0%
Isagen	2 162	93,4%	501,4	34,6%	7,7%	10,8%
Celsia	1 777	90,8%	725,3	36,3%	9,8%	11,4%
AES Chivor	1 000	89,3%	529,2	39,0%	20,9%	18,2%

Fuente: tomado de Reporte Burkenroad Universidad EAFIT – Isagen 2015.

### Capítulo 3. Implicaciones de la venta de Isagen

#### Expectativas Gubernamentales

Siendo uno de los activos más cotizados de la Nación, la decisión de venderla ha pasado de ser un problema eminentemente técnico para convertirse en uno político que permita argumentar de la mejor manera el interés del Estado Colombiano en vender; para 1999, la pugna sugería que con los ingresos percibidos se podía financiar el voluminoso déficit fiscal, que estaba aproximadamente en un 6% del PIB en 1999.

Hacia mayo de 2007, bajo la administración del presidente Álvaro Uribe Vélez, se creó la llamada “Comisión Independiente del Gasto Público” integrada por el hoy Ministro de Hacienda y Crédito Público Mauricio Cárdenas Santa María, además de Alejandro Gaviria Uribe, y Armando Montenegro Trujillo, Gabriel Rosas Vega, Rodrigo Botero Montoya.

Según [ (Londoño Alvarez, 2008)], Cárdenas se refirió a la venta de Isagen como algo acorde al momento económico del país al señalar que “en este punto es donde la venta de ISA e Isagen se convierte en un instrumento a través del cual Colombia lograría, en una sola transacción reducir considerablemente su deuda pública y así llegar a una situación Fiscal más sostenible, que nos permita recuperar el grado de inversión siempre y cuando, los recursos obtenidos se destinen únicamente a prepagar la deuda” (Londoño Alvarez, 2008, pág. 14).

Para el desarrollo y cumplimiento del Plan Nacional de Desarrollo vigencia 2014 - 2018 se revive la venta de Isagen; esta vez el ministro Cárdenas obvia el pago de la deuda

## Análisis Venta de Isagen

pública del país que a junio de 2015 según informe del Banco de la Republica alcanzó un monto de US\$107.816 millones (m), registrando un crecimiento anual del 11,3%. Este saldo representa un 33,4% del PIB, 7,8 puntos porcentuales (p.p.) más que un año atrás (Banco de la República, 2015).

Ahora bien, de acuerdo con el Diario Portafolio, reconocido medio de comunicación de negocios y economía en Colombia, esta posición obedece al hecho de que:

“en los últimos 10 años, los dividendos que ha pagado Isagen son del 3,5 por ciento de la inversión que tiene la Nación en la empresa. Con estos recursos de la venta de Isagen pensamos hacer una inversión en infraestructura de transporte que, desde el punto de vista estrictamente financiero, dará mucho más que eso: entre 12 y 13 por ciento. A ello se le suma la rentabilidad económica y social por la mayor generación de empleo y la competitividad que hay detrás del desarrollo de la infraestructura 4G

Recordó que el Plan Nacional de Desarrollo requerirá inversiones por \$703 billones para este cuatrienio y destacó que la hoja de ruta del Gobierno "está pensada en los colombianos que están en condición de pobreza y en las personas más necesitadas".

Cárdenas afirmó que el Gobierno Nacional Central destinara \$160,3 billones a políticas y estrategias incluidas en el Plan y reiteró que esta cifra se encuentra acorde con la realidad fiscal actual. Para este año, dijo, "las apropiaciones para inversión

## Análisis Venta de Isagen

ascenderán a \$44,6 billones; en tanto para el 2016 serán de \$37,3 billones; para 2017, de \$38,5 billones y para 2018 de \$39,8 billones” (Morales Manchego, 2015).

Igualmente, según El Diario Portafolio:

“El ministro Cárdenas también dijo que, tras un análisis de las empresas que podrían venderse, se concluyó que Ecopetrol tiene un gran potencial de valorización e ISA está cambiando de estrategia, por lo cual no es momento oportuno para venderlas.

En cambio, Isagen no va a poder crecer a tasas muy altas si no se le inyecta capital. “Tiene un endeudamiento muy alto. En diciembre pidió una capitalización y el Gobierno no tiene los recursos para hacerlo”, subrayo.” (Portafolio, 2015)

Consultando otras fuentes, también tenemos los pronunciamientos que publicó el periódico El Tiempo, de circulación nacional:

“Colombia tiene una regla fiscal que le ha generado grandes beneficios: subir dos veces la calificación de riesgo soberano hasta llegar a triple B (nuestra meta es subir a triple B +). La regla le pone un techo al déficit, y estamos en el techo. Esto va de la mano de un límite de endeudamiento. Esta opción es el camino fácil, pero a la postre nos sale más costoso porque endeudarnos más puede poner en peligro la calificación de riesgo. Si Colombia usa excesivamente el endeudamiento, se le va a subir el costo del mismo.” (Morales Machengo, 2015)

## Análisis Venta de Isagen

Por su parte, la revista Dinero expone que la venta es favorable, en términos de endeudamiento de la nación, porque:

“La venta generará un menor servicio de deuda: esta enajenación generará ahorros en intereses de deuda por más de \$300 mil millones cada año, por los próximos 10 años”.

El ahorro en el pago de intereses es superior a los dividendos que recibe el Gobierno por su participación en Isagén: en 2013, los dividendos repartidos al Gobierno fueron \$108 mil millones. Incluso, si los dividendos se duplicaran con la entrada en operación de nuevos proyectos, estos continuarían siendo considerablemente inferiores a los ahorros de \$300 mil millones anuales por menor pago de intereses de deuda.

Habrà menos presión en el mercado de deuda pública: vender la compañía implica menores emisiones de TES, lo cual contribuirá a mantener bajo el costo del endeudamiento público y privado” (Rico, 2013).

Finalmente, La Revista (Semana, 2013) ha puesto expuesto las razones por las que se considera que no es acertado vender Isagen, que parafraseando se resumen en que:

## Análisis Venta de Isagen

El septiembre de 2015 el Consejo de Estado conforme a la sentencia emitida por la magistrada Carmen Teresa Ortiz, levanta la medida cautelar impuesta en contra del Decreto 1609 de 2013 por el cual se aprueba el programa de enajenación de las acciones que la Nación - Ministerio de Hacienda y Crédito Público posee en ISAGEN S.A. E.S.P., con dicho fallo el máximo tribunal de lo Administrativo dice proteger "los principios de democratización, preferencia, protección del patrimonio público y continuidad del servicio"; no obstante los demandantes "Justicia Tributaria" argumentan que con su actuación el gobierno ha incurrido en vicios de procedimientos al violar la ley 226 de 1995 (enajenación) y ley 1695 de 2013 (sostenibilidad fiscal), toda vez que omitió dar a tiempo el informe detallado sobre los activos de Isagen que pretenden enajenar.

No obstante hay quienes se oponen a esta decisión de vender a Isagen por considerarla No acertada "toda vez que 5 billones de pesos (unos 2.000 millones de dólares) no es negocio para la Nación porque deja de recibir los dividendos pagados por Isagen, por un activo con riesgo de crédito, cuyo repago de capital y rendimientos están subordinados a otros pasivos financieros; teniendo en cuenta lo manifestado por Camilo Díaz Urrea columnista de la revista Dinero "Es un activo eléctrico que se encuentra en una etapa madura, pues sus plantas de generación incluyendo Hidrosogamoso – que ha añadido 37% más de capacidad de generación – están en etapa de operación y mantenimiento, ahí el riesgo es nulo comparado con proyectos en etapas tempranas como las obras viales, donde están presentes riesgos técnicos y deconstrucción.

La segunda es que Isagen es un activo que entrega rentabilidad a la Nación a través del pago de dividendos, que en los últimos 7 años han alcanzado la no despreciable suma de \$700 mil millones. En contraste la deuda subordinada que financiaría la FDN con los recursos de la venta solo entregaría rendimientos hasta cuando las vías estén en operación y el cobro de peajes haya cubierto el pago de otros pasivos financieros, así mismo la recuperación del capital solo sería efectiva en la fecha de vencimiento de los bonos, que tendrían un periodo de gracia de 8 años y una duración de 20 años” (Díaz Urrea, 2015).

### Recomendaciones

El célebre economista Adam Smith solía decir “El estudio de lo público no debería partir de lo racional, sino de lo razonable” y, en concordancia con este economista de la escuela clásica, se recomienda no vender la empresa Isagen; una de las más grandes preocupaciones que subyace a la venta de la empresa, es si los privados tienen los mismos intereses que el Estado a la hora de hacer proyectos en zonas del país que no sean tan rentables pero que tengan un valor social importante. Cabe recordar que Colombia tiene una topografía selvática con reconocidas condiciones de conflicto y pobreza.

Se cita como ejemplo el caso de la Central Amoyá, la nueva hidroeléctrica situada en el cañón de Las Hermosas (Tolima), una zona roja de orden público, que entró en operación en mayo de 2013. Dicho proyecto fue interrumpido muchas veces por el conflicto armado pero en definitiva, la organización junto con la ayuda del gobierno y las fuerzas militares de Colombia, lograron culminar con la terminación de dicha Hidroeléctrica, demostrando su capacidad para poder responder positivamente con todo lo planteado.

Por otra parte, debemos enfatizar en el compromiso que tiene la organización con el cuidado del medio ambiente en las zonas en donde realiza sus proyectos para mejorar la calidad de vida de la población y cuidar la biodiversidad del hábitat, a pesar que ha venido en crecimiento el efecto negativo en parte de las zonas donde se encuentran sus plantas de trabajo, la empresa siempre ha velado por contrarrestar esos efectos de manera positiva, comparado a vender la compañía y que sea privatizada, se debería pensar en las consecuencias que ocasionaría los intereses de los inversionistas extranjeros, los cuales por lo general, ven en

## Análisis Venta de Isagen

Colombia una fauna y flora muy llamativa con respecto a los recursos naturales que al fin de cuentas el gobierno deja que la propiedad extranjera saque el mayor provecho durante el tiempo que deseen y el día que se quieran ir, se lo llevan todo prácticamente sin tener restricciones ambientales y tributarias que garanticen la calidad de vida de la población y el medio ambiente; con lo anterior, queremos resaltar que los inversionistas extranjeros podrán generar oportunidades de empleo, pero cuando deciden irse del país, dejan aun mayor índice de desempleo en nuestro país.

La causa principal por la que el Gobierno quiere vender la empresa Isagen, posibilidad que se ha estudiado desde finales de julio del año 2013, es para obtener ingresos vendiendo la participación del Estado del 57.61% de sus acciones con el argumento de utilizar los recursos de la transacción aproximada en \$5,5 billones, los cuales se utilizarán para capitalizar el fondo de infraestructura del programa de Concesiones Viales de Cuarta Generación (4G) administrado por la Financiera de Desarrollo Nacional FDN.

El gobierno argumenta que la venta de esta empresa ayudará a financiar las inversiones contempladas en el programa de concesiones viales de cuarta generación (4G). “Isagén es una empresa sólida y eficiente; la industria de generación eléctrica es madura en Colombia y cuenta con una adecuada regulación y con amplia competencia, mientras que las necesidades del país en materia de infraestructura de transporte son apremiantes”, dijo el ministro Cárdenas; pero aunque estas explicaciones suenan lógicas, no son suficientes para justificar la venta de esta empresa. Cuando un gobierno busca salir de un activo valioso y vendérselo a un privado es por alguna de las siguientes razones: no es estratégico, no lo sabe administrar bien,

## Análisis Venta de Isagen

se convirtió en un nido de clientelismo o corrupción, y está en un estado de extrema necesidad fiscal. En el caso de Isagen no solo no se cumplen las anteriores condiciones sino que es una empresa estatal que se ha convertido en un modelo a seguir, al igual que ISA y Ecopetrol.

Veamos ahora algunas de las posturas a favor y en contra de la venta de la empresa Isagen:

En primer lugar, mencionamos al actual Ministro de hacienda Mauricio Cárdenas, el cual afirma lo siguiente: “La venta de Isagen es una apuesta a futuro, porque el país no pierde nada pero sí gana mucho en la medida en la que tengamos la capacidad de financiar los proyectos de infraestructura que necesitamos porque vamos a avanzar en materia de crecimiento y de empleo” (El Colombiano, 2015), sin embargo, su posición resulta contradictoria ya que en cierta manera reconoce que habría un daño patrimonial aunque muy mínimo; dada la afirmación del señor Ministro de Hacienda, que si bien podría tener la razón, no se está previendo que al vender la participación del Estado en la empresa de Isagen, se puede dar el escenario en que las utilidades recibidas, para implementarlas en el proyecto de las 4 vías de Generación que consiste en la construcción de obras de infraestructura, se desvíen del objetivo principal al que debe estar dirigido ese capital; situación que no es rara en Colombia.

Por otra parte, el Ministro Cárdenas manifiesta que se generaría más empleo y se pagaría parte de la deuda pública actual, y para ello, la empresa Isagen ha venido en crecimiento continuo a través del incremento de su capacidad instalada a través de la creación

## Análisis Venta de Isagen

de las nuevas hidroeléctricas, y cada vez más la organización se encuentra comprometida con las poblaciones en donde están directamente relacionados con personas de la región, mejorando su calidad de vida y conservando el medio ambiente. Cabe resaltar que Isagen no generó un 0.60% de utilidad Neta en el año 2014 con respecto a los años anteriores debido a la entrada en operación de la Hidroeléctrica Sogamoso, deuda que se refleja en los Balances Generales, ha venido pagándose en el corto plazo como debe ser y sin ningún inconveniente.

El gerente de la empresa Isagen, Luis Fernando Rico, afirma que “los ingresos operacionales en el primer trimestre de 2013 presentaron un incremento del 17 por ciento frente a los registrados en el mismo periodo del año anterior. Estos ingresos contribuyeron a un crecimiento en la utilidad operacional del 10 por ciento y del ebitda del 7 por ciento, respecto al primer trimestre de 2012” (Semana, 2013). Esto quiere decir que la organización está en crecimiento y en especial, centrados en la razón de ser de la empresa a través de la capacidad de pago a corto y largo plazo de la empresa y generando mayores utilidades con el funcionamiento de las nuevas plantas generadoras de energía.

Del artículo de [ (Ahumada Rojas, 2015)] se evidencia que el ciudadano Alfredo Daza Daza logra interponer nuevas medidas cautelares, donde anexa pruebas de una entrevista al Ministro Cárdenas reconociendo que la venta de Isagen ocasionaría un daño patrimonial, pero que en realidad sería una pérdida muy mínima, u junto al Sr. Daza. Lo siguen la Red por la Justicia Tributaria, académicos, exfuncionarios de Estado y organizaciones que creen que es un error la privatización de Isagen; quienes se oponen a la venta de la empresa, argumentan

## Análisis Venta de Isagen

que este activo generó a al país utilidades netas aproximadas a los 437.000 millones de pesos en el año 2014.

Según el artículo de Ahumada Rojas, el vocero de la Red de Justicia Tributaria, José Roberto Acosta, cree que en el modelo de las vías 4G los riesgos sociales y ambientales no son los que más le preocupan al sector financiero. Acosta explica: “Además de la eficiencia de los concesionarios a la hora de construir, el punto más álgido es que si bien la banca puede entrar a financiar durante un tiempo, el problema puede llegar después; debido a que para sustituir estas deudas o pagarlas, se prevé que las concesiones viales emitan bonos subordinados. Lo complejo es que las fiduciarias le han dicho al Gobierno que estos papeles no son tan atractivos y se corre el riesgo de que, al hacer la emisión, el concesionario no consiga todo el dinero requerido” (Ahumada Rojas, 2015), en otras palabras, hace referencia a la emisión de bonos subordinados, que significan que tus derechos están subordinados a los derechos de otros. Es decir, la entidad está obligada a devolver su deuda primero a los otros acreedores y después al inversionista, y el riesgo más grande de estos bonos es que esa emisión no la compren y el que deba responder a la final sea al Estado colocando más plata para respaldar el pago del bono al inversionista.

Tolo lo anterior como consecuencia del Modelo de las vías (4G), además debe considerarse que el proyecto dará utilidades aproximadamente después de 4 años de haber terminado la construcción de las vías afectando el flujo de caja de la nación; llama la atención que pasa por inadvertido el riesgo de que se desvíen los recursos.

## Análisis Venta de Isagen

Así las cosas, la empresa no se debería vender, ya que los resultados que se observan en los balances de Isagen son el reflejo de una compañía que está en plan de expansión, lo que implica su crecimiento, que aporta al desarrollo del país toda vez que aumenta la capacidad de generación de energía instalada y con ello permite atención de demanda nueva (o que no contaba con servicio); por su puesto estas inversiones le dan competitividad en el mercado, que si bien es monopolístico, se mueve bajo un esquema de precios regulados por la Comisión de Regulación de Energía y Gas, lo que además demuestra que su gestión financiera es responsable, sólida y orientada a la optimización de recursos.

### Conclusiones

No es recomendable la venta de Isagen teniendo en cuenta que es una empresa en expansión y crecimiento, sus indicadores financieros reflejan la salud de la empresa y su capacidad operativa, que se explica en parte por el acompañamiento del gobierno y su pie de fuerza, permiten proyectos de inclusión social con zonas que de otra manera no podrían contar con proyectos que no solo permitan la expansión de la empresa sino también la generación de empleo y el mejoramiento de las condiciones de vida.

De esta manera no solo existen razones financieras, respaldadas por las cifras de la empresa, sino de responsabilidad social empresarial y su efecto sobre el entorno en que desarrolla sus actividades.

Actualmente las finanzas de Isagen son de carácter público pero conociendo el nivel de corrupción del que es víctima el país estos recursos pueden malversarse o invertirse en fines diferentes a los planteados. En el estado de resultados podemos ver reflejado que los ingresos operacionales al finalizar el año 2014 fue de \$2.3 billones más con respecto al año 2013 que terminó en \$ 2 billones, lo anterior demuestra que la utilidad neta tuvo un crecimiento en el año 2014 del 1%, lo cual indica que la compañía es cada vez más rentable, sin dejar a un lado el tema de la expansión de la misma a través de la buena gestión para desarrollar sus proyectos a corto y largo plazo.

En adición a las implicaciones financieras y sociales, debe tenerse en cuenta que la venta de Isagen también afecta al medioambiente y la biodiversidad nacional; recordando la

## Análisis Venta de Isagen

tabla 4 se tiene que las especies de fauna y flora en situación de amenaza ha venido en aumento; por lo tanto, también se debe considerar que al ser de propiedad, en su mayoría nacional, la compañía tiene el ferviente compromiso de cuidar de la biodiversidad nacional y procurar reparar los posibles daños ambientales causados. Se pone en duda que otro propietario, extranjero probablemente, no tenga el mismo interés por la conservación de la fauna y flora Colombiana.

Finalmente, el gobierno ha manifestado que la venta de Isagen generará un menor servicio de deuda: esta enajenación generará ahorros en intereses de deuda por más de \$300 mil millones cada año, por los próximos 10 años.; suma bastante considerable cuando antes ya se le ha invertido más de (us\$238.016.680.77) dólares; \$700 mil millones que ha dado Isagen al estado colombiano en los últimos 7 años, lo cual no representa ni un 3,5% de los beneficios previos. .

**Referencias**

- Ahumada Rojas, O. (17 de mayo de 2015). Las dos caras de la polémica venta de Isagén. *El Tiempo*. Recuperado el 2 de noviembre de 2015
- Aristizabal, J., Gaitan, S., Marín, F., & Mondragon, L. (diciembre de 2015). ISAGEN S.A. ES.P Reporte Financiero. *Burkenroad Reports Latinamerica.*, 38.
- Banco de la República. (2015). *Estadísticas Sobre Deuda Pública*. Bogotá.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (12 de junio de 2015). *DANE*. Recuperado el 15 de noviembre de 2015, de [https://www.dane.gov.co:https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/presen\\_PIB\\_Itrim15.pdf](https://www.dane.gov.co:https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/presen_PIB_Itrim15.pdf)
- Díaz Urrea, C. (2015). Otra vez Isagen. ¿Por qué no se debe vender? *Dinero*. Obtenido de <http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/por-que-no-debe-vender-isagen/206655>
- El Colombiano. (2 de junio de 2015). Con la venta de Isagen, el país no pierde nada: Mauricio Cárdenas. *El Colombiano*. Recuperado el 2 de noviembre de 2015, de <http://www.elcolombiano.com/con-la-venta-de-isagen-el-pais-no-pierde-nada-mauricio-cardenas-GD2063899>
- Isagen. (2012). *Informe de Gestión 2012*. Recuperado el 2 de noviembre de 2015, de [www.isagen.com.co:https://www.isagen.com.co/informe-de-gestion/2012/pdf/Informe\\_2012\\_vinculado.pdf](http://www.isagen.com.co:https://www.isagen.com.co/informe-de-gestion/2012/pdf/Informe_2012_vinculado.pdf)
- Isagen. (2013). *Informe de Gestión 2013*. Recuperado el 2 de noviembre de 2015, de [www.isagen.com.co:https://www.isagen.com.co/informe-de-gestion/2013/pdf/ISAGEN\\_Informe\\_gestion\\_2013.pdf](http://www.isagen.com.co:https://www.isagen.com.co/informe-de-gestion/2013/pdf/ISAGEN_Informe_gestion_2013.pdf)

## Análisis Venta de Isagen

- Isagen. (2014). *Informe de Gestión 2014*. Recuperado el 5 de noviembre de 2015, de [www.isagen.com.co](http://www.isagen.com.co): <https://www.isagen.com.co/comunicados/informe-gestion-2014.pdf>
- Isagen. (2015). *Isagen*. Recuperado el 15 de noviembre de 2015, de <https://www.isagen.com.co>: <https://www.isagen.com.co/nuestra-empresa/quienes-somos/nuestra-historia/>
- Isagen. (30 de septiembre de 2015). *Isagen*. Recuperado el 10 de noviembre de 2015, de <https://www.isagen.com.co>: <https://www.isagen.com.co/inversionistas/informacion-accion/composicion-accionaria/>
- Isagen. (2015). *Isagen*. Recuperado el 2 de noviembre de 2015, de [www.isagen.com.co](http://www.isagen.com.co): <https://www.isagen.com.co/nuestra-empresa/gestion-de-proyectos/>
- Londoño Alvarez, C. F. (enero de 2008). Relatoría del foro-debate Venta de ISA e Isagén. *Revista Soluciones de Postgrado EIA(1)*, 11-19.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2015). *Minhacienda*. Recuperado el 15 de 11 de 2015, de <http://www.minhacienda.gov.co/>  
<http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/saladeprensa/Especiales/isagen>
- Morales Machengo, M. (20 de mayo de 2015). Gobierno prepara defensa jurídica de la venta de Isagén. *El Tiempo*. Recuperado el 2 de noviembre de 2015, de <http://www.eltiempo.com/economia/empresas/venta-de-isagen-gobierno-prepara-defensa-juridica/15785396>
- Morales Manchego, M. (20 de mayo de 2015). Gobierno prepara defensa jurídica de la venta de Isagén. *Especiales Portafolio*. Recuperado el 3 de noviembre de 2015, de <http://www.portafolio.co/especiales/isagen-venta/isagen-gobierno-defiende-su-venta>

## Análisis Venta de Isagen

Portafolio. (15 de mayo de 2015). La conciliación del PND revivió venta de Isagén.

*Especiales Portafolio*. Recuperado el 3 de noviembre de 2015, de <http://www.portafolio.co/especiales/isagen-venta/conciliacion-revivio-venta-isagen-y-licencias-expres>

Rico, L. (2013). Isagen en venta. *Dinero*. Recuperado el 2 de noviembre de 2015, de

<http://www.dinero.com/empresas/articulo/isagen-venta/180815>

Semana. (03 de agosto de 2013) Por qué no vender Isagén. *Semana*. Recuperado el 2 de

noviembre de 2015, de <http://www.semana.com/economia/articulo/por-que-no-vender-isagen/352955-3>

Superintendencia Financiera de Colombia. (31 de octubre de 2015). *superfinanciera*.

Recuperado el 5 de noviembre de 2015, de [www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co):

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=80420>

**Anexo**

**BALANCE GENERAL**  
(Millones COP)



ACTIVO	2012 4T	ANALISIS VERTICAL	2013 4T	ANALISIS VERTICAL	2014 4T	ANALISIS VERTICAL
<b>CORRIENTE</b>						
<b>DISPONIBLE</b>						
Efectivo en Caja bancos y Corporaciones	178 118	2 64%	228 943	3,03%	244 086	2 85%
Recaudo Democratizacion	208	0 00%	212	0,00%	215	0,00%
	<b>178 326</b>	<b>2 64%</b>	<b>229 155</b>	<b>3,03%</b>	<b>244 301</b>	<b>2 85%</b>
<b>DEUDORES</b>						
Cientes	264 974	3,93%	262 328	3,47%	297 314	3,47%
Anticipos y Avances	7 212	0,11%	4 191	0,06%	14 971	0,17%
Anticipo Impto y Contribuciones	64 096	0,95%	11 186	0,15%	4 625	0,05%
Otras Cuentas por Cobrar	39 880	0 59%	6 287	0,08%	4 994	0,06%
De difcil cobro	-	0 00%	-	0,00%	-	0,00%
Provision deudores	(3 063)	-0,05%	(1 976)	-0,03%	-	0,00%
Encargos fiducianos	167	0,00%	189	0,00%	192	0,00%
	<b>373 286</b>	<b>5,54%</b>	<b>282 205</b>	<b>3,74%</b>	<b>322 096</b>	<b>3,76%</b>
<b>INVERSIONES RENTA FIJA</b>	65	0,00%	20 335	0,27%	84 522	0 99%
<b>INVENTARIOS</b>	85 335	1 27%	89 736	1,19%	96 694	1,13%
Provision inventanos	(744)	-0 01%	(302)	0 00%	(1 267)	-0,01%
<b>MERCANCIA EN EXISTENCIA</b>	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
<b>GASTOS PAG POR ANTIC</b>	13 817	0,20%	21 113	0,28%	42 536	0,50%
<b>DERECHOS EN FIDEICOMISO</b>	120 125	1 78%	347	0,00%	-	0,00%
<b>OTROS ACTIVOS</b>	11 863	0 18%	10 042	0,13%	6 181	0,07%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>782 073</b>	<b>11,60%</b>	<b>652 631</b>	<b>8,84%</b>	<b>795 063</b>	<b>9,29%</b>
<b>NO CORRIENTE</b>						
<b>PROP PLANTA Y EQUIPO EN SERV</b>						
Plantas de Generacion Hidraulica	3 150 347	46,73%	3 700 043	48,97%	7 724 535	90,24%
Plantas de Generacion Termica	367 448	5 45%	374 933	4,96%	386 431	4,51%
Construcciones y Edificaciones	77 745	1,15%	178 090	2,36%	246 992	2,89%
Equipos	128 564	1 91%	99 562	1,32%	100 607	1,16%
Terrenos	184 885	2,74%	155 076	2,05%	139 738	1,63%
Provision propiedad planta y equipos	(8 639)	-0 13%	(4 138)	-0,05%	(4 180)	-0,05%
Mercancia en existencia - Terrenos	-	0 00%	-	0,00%	-	0,00%
	<b>3 900 350</b>	<b>57,85%</b>	<b>4 503 586</b>	<b>59,61%</b>	<b>8 594 123</b>	<b>100 40%</b>
<b>DEPREC Y AMORTIZ ACUM</b>	(3 058 089)	-45,36%	(3 240 011)	-42,88%	(3 457 650)	-40,39%
<b>DEPREC DIFERIDA</b>	1 292 741	19 17%	1 360 645	18,27%	1 486 696	17,37%
<b>EN CONSTRUCCION Y MONTAJE</b>	2 833 705	42 03%	3 194 321	42,28%	65 263	0 76%
<b>PLANTAS FUERA DE SERVICIO</b>	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
<b>BIENES MUEBLES EN BODEGA</b>	-	0 00%	-	0,00%	-	0,00%
	<b>4 968 707</b>	<b>73 69%</b>	<b>5 838 541</b>	<b>77,28%</b>	<b>6 688 432</b>	<b>76,13%</b>
<b>INVERSIONES</b>						
En Acciones	2 510	0 04%	2 510	0,03%	2 510	0,03%
Provisiones	(1 991)	-0,03%	(1 997)	-0,03%	(1 991)	-0,02%
	<b>519</b>	<b>0 01%</b>	<b>513</b>	<b>0,01%</b>	<b>519</b>	<b>0,01%</b>

<b>DEUDORES</b>		0,00%		0,00%		0,00%
Cientes	1 976	0 03%	-	0,00%	-	0 00%
De difícil cobro	2 409	0 04%	1 435	0,02%	1 435	0 02%
Encargos fiducianos Solidandad		0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Encargos fiducianos Fondo de liquidez		0 00%	-	0,00%	-	0,00%
Anticipos y Avances para proyectos	182 687	2 71%	53 805	0,71%	25 452	0 30%
Otros	19 225	0,29%	23 205	0,31%	27 531	0 32%
Provisón deudores	(4 384)	-0 07%	(1 435)	-0,02%	(1 435)	-0,02%
	<b>201 913</b>	<b>2,99%</b>	<b>77 010</b>	<b>1,02%</b>	<b>52 983</b>	<b>0,62%</b>
<b>DIFERIDOS Y OTROS ACTIVOS</b>						
Cargos Diferidos	407	0,01%	407	0,01%	407	0,00%
Cargos Diferidos Proyectos	19 201	0,28%	17 359	0,23%	14 686	0,17%
Cargos Diferidos Contrato Estabilidad	14 177	0,21%	13 363	0,18%	13 362	0 16%
Diferido Cartera y Pension Jubil	2 653	0,04%	2 849	0,04%	1 976	0 02%
Reserva Financiera Actuanal	27 882	0,41%	25 989	0,34%	29 431	0,34%
Bienes inmuebles entreg comodato		0,00%	32 613	0,43%	35 796	0,42%
Recursos entregados en Admon		0,00%	770	0,01%	651	0,01%
Gastos pagados por anticipado		0,00%	17 133	0,23%	14 639	0 17%
Otros Activos	9 549	0,14%	6 976	0,09%	5 920	0,07%
Bienes Adq Leasing	75 444	1,12%	76 103	1,01%	113 747	1,33%
	<b>149 313</b>	<b>2,21%</b>	<b>193 562</b>	<b>2,56%</b>	<b>230 615</b>	<b>2,69%</b>
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>5 320 452</b>	<b>78,91%</b>	<b>6 109 626</b>	<b>80 86%</b>	<b>6 972 549</b>	<b>81 45%</b>
<b>VALORIZACIONES</b>						
Propiedades, Planta y Equipo	639 740	9 49%	793 084	10,50%	792 816	9 26%
	<b>639 740</b>	<b>9,49%</b>	<b>793 084</b>	<b>10,50%</b>	<b>792 618</b>	<b>9,26%</b>
		0 00%				
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>6 742 265</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 555 341</b>	<b>100,00%</b>	<b>8 560 230</b>	<b>100,00%</b>

**PASIVO Y PATRIMONIO**

	4T		4T		4T	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Obligaciones financieras	49 884	1,60%	35 176	1,00%	51 044	1 18%
Obligacion intereses Bonos	6 232	0,20%	6 232	0,16%	6 232	0,14%
Proveedores	169 637	5 45%	161 191	4,57%	239 334	5 55%
Acreedores	8 876	0 29%	14 175	0,40%	44 871	1,04%
Dividendos por pagar	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Litgios y demandas	115 424	3 71%	-	0,00%	-	0,00%
Impuestos Gravámenes y Tasas	19 556	0 63%	21 233	0,60%	22 745	0,53%
Provision Impto de renta	-	0 00%	51 591	1,46%	25 370	0 59%
Provision Impto al Patrimonio	30 322	0,97%	30 322	0,86%	-	0 00%
Obligaciones Laborales	10 833	0,34%	12 208	0,35%	14 164	0,33%
Pensiones de Jubilacion	9 106	0,29%	9 677	0,27%	5 893	0,14%
Provision Compensacion Variable	2 819	0,09%	4 869	0,14%	4 948	0 11%
Anticipos ventas de energia	60 851	1,96%	42 832	1,21%	28 697	0 67%
Retenciones Contractuales	-	0,00%	-	0,00%	70 806	1,64%
Depositos en Administracion	6 760	0 22%	7 552	0,21%	6 956	0,21%
Recaudo Democratizacion	207	0,01%	212	0,01%	212	0 00%
Provision Puntos Clientes	658	0,02%	916	0,03%	756	0,02%
Otros Pasivos	1 876	0 06%	476	0,01%	225	0,01%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>492 841</b>	<b>15 84%</b>	<b>398 662</b>	<b>11,31%</b>	<b>524 273</b>	<b>12 16%</b>
<b>PASIVO A LARGO PLAZO</b>						

Obligacion Financiera Opic	430 345	13,83%	407 895	11,57%	385 585	8,94%
Obligacion Financiera JBIC	58 392	1,88%	185 109	5,25%	211 162	4,90%
Obligacion Bonos	850 000	27,32%	850 000	24,11%	850 000	19,71%
Prma Emisión de Bonos	41 022	1,32%	34 713	0,98%	28 405	0,66%
Credito Club Deal	669 178	21,51%	1 084 250	30,75%	1 755 923	40,72%
Leasing Lp	75 444	2,42%	76 103	2,16%	79 754	1,85%
Provision Impto al Patrimonio	30 321	0,97%	-	0,00%	-	0,00%
Acreedores	7 406	0,24%	-	0,00%	-	0,00%
Obligaciones Laborales	64 111	2,06%	62 051	1,76%	63 308	1,47%
Retenciones Contractuales	46 306	1,49%	56 252	1,60%	-	0,00%
Litgios y demandas	1 176	0,04%	2 929	0,08%	4 342	0,10%
Depositos en Admon - Fondo Solidandad	1 012	0,03%	1 070	0,03%	1 145	0,03%
Impuesto Diferido	343 654	11,05%	366 857	10,40%	408 033	9,46%
<b>TOTAL PASIVO LARGO PLAZO</b>	<b>2 618 367</b>	<b>84,16%</b>	<b>3 127 229</b>	<b>68,69%</b>	<b>3 787 657</b>	<b>67,84%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3 111 208</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 525 891</b>	<b>100,00%</b>	<b>4 311 930</b>	<b>100,00%</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
<b>CAPITAL SOCIAL</b>						
Autonzado 2 726 072 000 acciones de valor unitario de \$25						
Capital suscrito y pagado	66 152	1,01%	68 152	0,90%	68 152	0,80%
Superavit de capital	49 344	0,73%	49 344	0,65%	49 344	0,58%
Reserva art 130 e l	699 059	10,37%	755 188	10,00%	806 884	9,43%
Reserva de ley	51 134	0,76%	51 134	0,68%	51 134	0,60%
Revalorizacion del patrimonio	1 113 794	16,52%	1 113 794	14,74%	1 113 794	13,01%
Reserva ocasional inversiones	38 446	0,57%	38 446	0,51%	38 446	0,45%
Reserva ocasional - calificacion nesgo	529 884	7,86%	745 741	9,87%	910 743	10,64%
<b>UTILIDAD DEL PERIODO</b>	<b>460 903</b>	<b>6,84%</b>	<b>433 966</b>	<b>5,74%</b>	<b>436 583</b>	<b>5,10%</b>
<b>EFEECTO CAMBIO PGCP- AMORTIZ ACUMUL</b>	<b>(19 399)</b>	<b>-0,29%</b>	<b>(19 399)</b>	<b>-0,26%</b>	<b>(19 399)</b>	<b>-0,23%</b>
<b>SUPERAVIT POR VALORIZACION</b>	<b>639 740</b>	<b>9,49%</b>	<b>793 084</b>	<b>10,50%</b>	<b>792 618</b>	<b>9,26%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3 631 057</b>	<b>53,86%</b>	<b>4 029 450</b>	<b>53,33%</b>	<b>4 248 299</b>	<b>49,63%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>6 742 265</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 555 341</b>	<b>100,00%</b>	<b>8 560 229</b>	<b>100,00%</b>

**BALANCE GENERAL**  
(Millones COP)



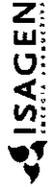
ACTIVO	2012 4T	2013 4T	ANALISIS HORIZONTAL	2014 4T	ANALISIS HORIZONTAL
<b>CORRIENTE</b>					
<b>DISPONIBLE</b>					
Efectivo en Caja, bancos y Corporaciones	178 118	228 943	28,53%	244 086	6,61%
Recaudo Democratización	208	212	1,92%	215	1,42%
	<b>178 326</b>	<b>229 155</b>	<b>28,50%</b>	<b>244 301</b>	<b>6,61%</b>
<b>DEUDRES</b>					
Clientes	264 974	262 328	-1,00%	297 314	13,34%
Anticipos y Avances	7 212	4 191	-41,89%	14 971	257,22%
Anticipo Impto y Contribuciones	64 096	11 186	-82,55%	4 625	-58,65%
Otras Cuentas por Cobrar	39 880	6 287	-84,24%	4 994	-20,57%
De difícil cobro					
Provision deudores	(3 063)	(1 976)	-35,49%	-	-100,00%
Encargos fiducianos	187	189	1,07%	192	1,59%
	<b>373 286</b>	<b>282 205</b>	<b>-24,40%</b>	<b>322 096</b>	<b>14,14%</b>
<b>INVERSIONES RENTA FIJA</b>	65	20 335	31184,62%	84 522	315,65%
<b>INVENTARIOS</b>	85 335	89 736	5,16%	96 694	7,75%
Provision inventarios	(744)	(302)	-59,41%	(1 267)	319,54%
<b>MERCANCIA EN EXISTENCIA</b>	-	-		-	
<b>GASTOS PAG POR ANTIC</b>	13 617	21 113	52,80%	42 536	101,47%
<b>DERECHOS EN FIDEICOMISO</b>	120 125	347	-99,71%	-	-100,00%
<b>OTROS ACTIVOS</b>	11 863	10 042	-15,35%	6 181	-38,45%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>782 073</b>	<b>652 631</b>	<b>-16,55%</b>	<b>795 063</b>	<b>21,82%</b>
<b>NO CORRIENTE</b>					
<b>PROP PLANTA Y EQUIPO EN SERV</b>					
Plantas de Generacion Hidraulica	3 150 347	3 700 043	17,45%	7 724 535	108,77%
Plantas de Generacion Térmica	367 448	374 933	2,04%	386 431	3,07%
Construcciones y Edificaciones	77 745	178 090	129,07%	246 992	38,69%
Equipos	128 564	99 582	-22,54%	100 607	1,03%
Terrenos	184 885	155 076	-16,12%	139 738	-9,89%
Provision propiedad planta y equipos	(8 639)	(4 138)	-52,10%	(4 180)	1,01%
Mercancia en existencia - Terrenos					
	<b>3 900 350</b>	<b>4 503 586</b>	<b>15,47%</b>	<b>8 594 123</b>	<b>90,83%</b>
<b>DEPREC Y AMORTIZ ACUM</b>	(3 058 089)	(3 240 011)	5,95%	(3 457 650)	6,72%
<b>DEPREC DIFERIDA</b>	1 292 741	1 380 645	6,80%	1 486 696	7,68%
<b>EN CDNSTRUCCION Y MONTAJE</b>	2 833 705	3 194 321	12,73%	65 263	-97,96%
<b>PLANTAS FUERA DE SERVICIO</b>	-	-		-	
<b>BIENES MUEBLES EN BODEGA</b>	-	-		-	
	<b>4 968 707</b>	<b>5 838 541</b>	<b>17,51%</b>	<b>6 688 432</b>	<b>14,56%</b>
<b>INVERSIONES</b>					
En Acciones	2 510	2 510	0,00%	2 510	0,00%
Provisiones	(1 991)	(1 997)	0,30%	(1 991)	-0,30%
	<b>519</b>	<b>513</b>	<b>-1,16%</b>	<b>519</b>	<b>1,17%</b>

<b>DEUDORES</b>					
Cientes	1 976	-	-100,00%	-	
De difícil cobro	2 409	1 435	-40,43%	1 435	0,00%
Encargos fiducianos Solidaridad	-	-		-	
Encargos fiducianos Fondo de liquidez	-	-		-	
Anticipos y Avances para proyectos	182 687	53 805	-70,55%	25 452	-52,70%
Otros	19 225	23 205	20,70%	27 531	18,64%
Provison deudores	(4 384)	(1 435)	-67,27%	(1 435)	0,00%
	<b>201 913</b>	<b>77 010</b>	<b>-61,86%</b>	<b>52 983</b>	<b>-31,20%</b>
<b>DIFERIDOS Y OTROS ACTIVOS</b>					
Cargos Difendos	407	407	0,00%	407	0,00%
Cargos Difendos Proyectos	19 201	17 359	-9,59%	14 686	-15,40%
Cargos Difendos Contrato Estabilidad	14 177	13 363	-5,74%	13 362	-0,01%
Diferido Cartera y Pension Jubi	2 653	2 849	7,39%	1 976	-30,64%
Reserva Financiera Actuarial	27 882	25 989	-6,79%	29 431	13,24%
Bienes inmuebles entreg comodato	-	32 613		35 796	9,76%
Recursos entregados en Admon	-	770		651	-15,45%
Gastos pagados por anticipado	-	17 133		14 639	-14,56%
Otros Activos	9 549	6 976	-26,95%	5 920	-15,14%
Bienes Adq Leasing	75 444	76 103	0,87%	113 747	49,46%
	<b>149 313</b>	<b>193 562</b>	<b>29,64%</b>	<b>230 615</b>	<b>19,14%</b>
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>					
	<b>5 320 452</b>	<b>6 109 626</b>	<b>14,83%</b>	<b>6 972 549</b>	<b>14,12%</b>
<b>VALORIZACIONES</b>					
Propiedades, Planta y Equipo	639 740	793 084	23,97%	792 616	-0,06%
	<b>639 740</b>	<b>793 084</b>	<b>23,97%</b>	<b>792 618</b>	<b>-0,06%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>					
	<b>6 742 265</b>	<b>7 555 341</b>	<b>12,06%</b>	<b>8 560 230</b>	<b>13,30%</b>

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>					
	<b>4T</b>	<b>4T</b>	<b>4T</b>	<b>4T</b>	<b>4T</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>					
Obligaciones financieras	49 884	35 176	-29,48%	51 044	45,11%
Obligacion intereses Bonos	6 232	6 232	0,00%	6 232	0,00%
Proveedores	169 637	161 191	-4,98%	239 334	48,48%
Acreedores	8 876	14 175	59,70%	44 871	216,55%
Dividendos por pagar	-	-		-	
Litigios y demandas	115 424	-	-100,00%	-	
Impuestos Gravámenes y Tasas	19 556	21 233	8,58%	22 745	7,12%
Provisión imppto de renta	-	51 591		25 370	-50,82%
Provisión imppto al Patrimonio	30 322	30 322	0,00%	-	-100,00%
Obligaciones Laborales	10 633	12 208	14,81%	14 184	16,19%
Pensiones de Jubilacion	9 106	9 677	6,27%	5 893	-39,10%
Provisión Compensacion Variable	2 619	4 869	72,72%	4 946	1,62%
Anticipos ventas de energia	60 851	42 632	-29,61%	28 697	-33,00%
Retenciones Contractuales	-	-		70 806	
Depósitos en Administración	6 760	7 552	11,72%	8 956	18,59%
Recaudo Democratización	207	212	2,42%	212	0,00%
Provisión Puntos Cientes	658	916	39,21%	756	-17,47%
Otros Pasivos	1 876	476	-74,63%	225	-52,73%
	<b>492 841</b>	<b>398 662</b>	<b>-19,11%</b>	<b>524 273</b>	<b>31,51%</b>
<b>PASIVO A LARGO PLAZO</b>					

Obligación Financiera Opic	430 345	407 895	-5,22%	385 585	-5,47%
Obligacion Financiera JBIC	58 392	165 109	217,01%	211 162	14,07%
Obligacion Bonos	850 000	650 000	0,00%	850 000	0,00%
Pnma Emisión de Bonos	41 022	34 713	-15,36%	28 405	-16,17%
Credito Club Deal	669 176	1 084 250	62,03%	1 755 923	61,95%
Leasing Lp	75 444	76 103	0,87%	79 754	4,60%
Provision Impto al Patrimonio	30 321	-	-100,00%	-	
Acreedores	7 406	-	-100,00%	-	
Obligaciones Laborales	64 111	62 051	-3 21%	63 306	2,03%
Retenciones Contractuales	46 306	56 252	21,48%	-	-100,00%
Litigios y demandas	1 176	2 929	149,06%	4 342	48,24%
Depositos en Admon - Fondo Solidandad	1 012	1 070	5,73%	1 145	7,01%
Impuesto Difendo	343 654	366 657	6,75%	408 033	11,22%
<b>TOTAL PASIVO LARGO PLAZO</b>	<b>2 618 367</b>	<b>3 127 229</b>	<b>19,43%</b>	<b>3 787 657</b>	<b>21,12%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3 111 208</b>	<b>3 525 891</b>	<b>13,33%</b>	<b>4 311 930</b>	<b>22,29%</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
<b>CAPITAL SOCIAL</b>					
<b>Autorizado 2 726 072 000 acciones de valor unitario de \$25</b>					
Capital suscinto y pagado	66 152	66 152	0,00%	68 152	0,00%
Superavit de capital	49 344	49 344	0,00%	49 344	0,00%
Reserva art 130 e t	699 059	755 188	8,03%	606 884	6,65%
Reserva de ley	51 134	51 134	0,00%	51 134	0,00%
Revalorizacion del patrimonio	1 113 794	1 113 794	0,00%	1 113 794	0,00%
Reserva ocasional inversiones	38 446	36 446	0,00%	38 446	0,00%
Reserva ocasional - calificacion riesgo	529 684	745 741	40,74%	910 743	22,13%
<b>UTILIDAD DEL PERIODO</b>	<b>460 903</b>	<b>433 966</b>	<b>-5,64%</b>	<b>436 583</b>	<b>0,60%</b>
<b>EFEECTO CAMBIO PGCP- AMORTIZ ACUMUL</b>	<b>(19 399)</b>	<b>(19 399)</b>	<b>0,00%</b>	<b>(19 399)</b>	<b>0,00%</b>
<b>SUPERAVIT POR VALORIZACION</b>	<b>639 740</b>	<b>793 064</b>	<b>23,97%</b>	<b>792 618</b>	<b>-0,06%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3 631 057</b>	<b>4 029 450</b>	<b>10,97%</b>	<b>4 248 299</b>	<b>5,43%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>6 742 265</b>	<b>7 555 341</b>	<b>12 06%</b>	<b>8 560 229</b>	<b>13,30%</b>

ISAGEN S.A. E.9 P  
ESTADO DE RESULTADOS  
(Millones de pesos)



	Trimestral 2012			Trimestral 2013			Trimestral 2014			Acumulado Año 2014	ANÁLISIS VERTICAL	
	1T	2T	3T	1T	2T	3T	1T	2T	3T			
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>												
Contratos Nacionales	321.848	409.081	422.184	480.884	504.742	444.813	514.335	532.202	612.407	548.157	602.854	79,82%
Contratos Internacionales	19.247	39.374	40.546	53.245	54.940	34.792	345.022	409.251	464.101	495.079	463.475	0,30%
Transferencias de Bolsas	52.389	39.435	26.039	89.624	56.304	74.488	88.383	1.993	89.988	125.276	84.686	11,28%
ACC	1.025	1.648	17.049	22.338	11.596	10.546	29.472	15.796	69.802	76.140	24.180	9,07%
Desviaciones	27.268	18.948	17.988	11.504	16.483	6.113	29.300	295	1.426	340	576	0,03%
Gas	2.625	2.047	1.795	1.495	1.668	1.942	3.129	2.400	1.568	1.971	2.610	0,12%
Servicios Técnicos	245.237	259.188	302.858	302.539	335.849	340.979	324.166	293.304	488.218	459.231	443.347	0,37%
<b>COSTOS DE VENTAS</b>												
Compras de energía	72.051	83.010	123.737	104.176	129.083	128.938	97.147	65.089	280.939	249.826	128.008	65,18%
Compras de energía a Evolución según por confiabilidad	15.370	2.987	69.667	65.437	79.844	80.947	57.247	34.591	246.774	241.326	61.561	23,36%
Restricciones y otros	57.510	29.860	53.870	28.039	27.719	22.820	24.288	29.536	16.628	5.71	38.487	4,07%
Transferencias de Bolsas	2.169	2.564	29.341	2.069	31.004	32.072	12.442	17.963	15.434	39.763	21.939	4,19%
Cargas por uso y conexión al STANCO/CRODISIT	56.290	58.681	58.209	56.270	63.105	59.070	58.568	48.752	54.982	50.937	51.809	8,81%
Transferencia Ley 991/83	10.019	9.897	6.595	9.584	9.300	9.259	9.787	11.248	8.655	7.669	11.918	1,71%
Contribución FAZNI	3.154	3.069	2.169	3.009	2.911	2.914	2.989	3.421	2.751	2.351	3.573	0,52%
Depreciación	25.285	28.872	24.107	23.847	24.000	26.924	29.133	27.900	27.865	29.043	29.078	4,89%
Combustibles	44.935	37.200	42.242	63.317	61.013	67.927	59.907	69.211	63.537	64.942	56.973	10,94%
Otros gastos operacionales	37.853	42.179	44.839	40.336	44.216	48.446	72.625	46.592	47.069	56.523	69.987	9,54%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	(249.237)	159.843	119.256	112.335	175.652	143.835	186.221	232.004	126.418	128.126	253.507	31,87%
<b>GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN</b>												
	21.474	24.535	24.216	25.028	27.186	25.822	38.150	24.845	27.035	33.818	32.502	5,08%
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	(270.711)	126.248	94.950	187.297	147.845	118.213	147.971	207.159	99.383	94.308	221.005	26,80%
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>												
	38%	31%	22%	34%	29%	24%	24%	40%	16%	16%	37%	0,00%
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>												
Intereses	10.542	8.322	9.651	5.856	4.390	3.122	4.560	3.391	3.864	5.444	5.316	0,76%
Portafolio	75	27	39	31	29	5	1	183	112	882	213	0,05%
Diferencia en Cambio	1.119	1.338	869	5.207	4.729	4.045	14.570	5.577	6.107	1.536	5.971	0,03%
Otros ingresos	18.700	19.685	11.937	11.074	8.313	8.416	19.421	9.233	10.344	7.800	11.900	0,62%
<b>GASTOS NO OPERACIONALES</b>												
Intereses	10.913	11.067	10.419	9.891	10.550	7.968	7.154	7.979	9.433	6.277	26.616	2,25%
Portafolio	9	-	322	315	2.346	1.110	(3.891)	402	381	671	2.588	0,00%
Diferencia en Cambio	170	41	1.080	11.346	3.766	2.455	8.888	4.915	2.862	6.580	5.782	0,17%
Otros gastos	14.838	15.040	14.155	23.451	12.818	11.551	17.285	13.296	12.778	15.528	37.688	1,00%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	(288.709)	124.833	82.742	154.220	144.381	115.078	148.774	205.349	96.332	88.279	184.337	25,06%
<b>PROVISIÓN IMPUESTO DE RENTA</b>												
	32.521	13.195	4.750	(44.029)	(34.528)	(21.401)	(30.228)	(56.916)	(13.258)	(18.486)	(60.497)	-6,32%
<b>UTILIDAD NETA</b>	(301.230)	111.737	87.992	110.191	109.853	93.677	118.545	147.074	83.074	71.793	134.040	18,74%
<b>MARGEN NETO</b>	25%	27%	21%	25%	22%	19%	23%	28%	14%	14%	22%	0,00%

ISAGEN S.A. E.S.P.  
ESTADO DE RESULTADOS  
(Millones de pesos)



	Trimestral 2012				Acumulado Año 2012	Trimestral 2013				Acumulado Año 2013	ANALISIS HORIZONTAL 2012 - 2013	Trimestral 2014				Acumulado Año 2014	ANALISIS HORIZONTAL 2013 - 2014
	1T	2T	3T	4T		1T	2T	3T	4T			1T	2T	3T	4T		
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>423.352</b>	<b>408.081</b>	<b>422.154</b>	<b>470.951</b>	<b>1.731.538</b>	<b>454.854</b>	<b>508.742</b>	<b>484.813</b>	<b>514.395</b>	<b>2.002.814</b>	<b>15,97%</b>	<b>528.202</b>	<b>612.407</b>	<b>588.157</b>	<b>602.854</b>	<b>2.329.620</b>	<b>19,32%</b>
Centros Nacionales	321.946	326.459	316.256	341.936	1.326.607	332.345	344.942	347.792	345.622	1.370.699	5,32%	489.251	464.791	495.979	499.475	1.949.506	35,72%
Centros Internacionales	19.247	33.374	40.546	35.162	128.330	59.295	77.217	44.111	16.644	196.727	54,63%	1.993	4.976	-	-	8.069	95,45%
Transacciones en Bolsa	52.569	33.435	20.029	59.927	165.960	68.624	56.394	74.469	66.363	265.856	75,63%	96.337	69.366	12.526	84.696	262.925	-8,67%
AGC	1.625	1.648	17.046	27.477	47.796	22.336	11.596	10.546	29.472	73.950	58,68%	15.796	69.602	76.140	24.169	165.707	154,69%
Desviaciones	239	192	229	326	986	265	246	226	244	981	1,62%	130	412	161	136	829	-19,61%
Gas	27.268	16.944	17.998	19.605	81.815	11.504	16.463	6.113	29.300	63.980	22,51%	285	1.626	340	579	2.830	-95,52%
Servicios Técnicos	1.336	2.625	2.047	1.795	7.803	1.495	1.466	1.542	3.129	5.632	2,96%	2.409	1.509	1.971	2.616	6.505	6,15%
<b>COSTOS DE VENTAS</b>	<b>249.297</b>	<b>258.186</b>	<b>302.898</b>	<b>285.856</b>	<b>1.106.249</b>	<b>302.539</b>	<b>333.500</b>	<b>340.979</b>	<b>328.185</b>	<b>1.305.374</b>	<b>19,00%</b>	<b>293.304</b>	<b>488.218</b>	<b>458.231</b>	<b>349.347</b>	<b>1.587.100</b>	<b>21,58%</b>
Compra de energía	72.851	83.919	123.737	104.774	385.281	104.176	128.883	128.639	87.147	468.845	19,15%	65.099	288.839	245.928	125.009	725.675	61,21%
Costos de energía	15.310	21.997	13.917	63.059	114.283	51.444	10.644	10.947	7.717	80.752	35,32%	34.544	285.740	201.377	61.564	683.165	185,94%
Costos de combustible	24.517	15.466	3.500	21.816	63.293	76.034	1.216	5.909	24.216	117.166	29,97%	3.757	19.228	1.177	4.466	27.628	-5,82%
Porcentaje otros	27.169	37.744	16.751	18.369	80.033	22.889	31.001	27.612	15.612	77.112	-12,29%	1.965	15.477	39.266	21.455	58.163	5,97%
Cargas por uso y conexión al STN/CNO/CRDIS	59.290	56.891	59.289	57.629	233.108	59.270	63.105	58.970	58.589	239.934	3,00%	49.752	54.982	50.937	51.989	207.660	-12,38%
Transferencias Ley 99/93	18.019	9.987	6.595	9.244	43.845	9.584	9.390	9.259	9.797	37.030	5,95%	11.249	8.955	7.609	11.919	38.732	4,50%
Contribución FAZNI	3.154	3.069	2.169	2.995	11.387	3.009	2.911	2.914	2.946	11.880	3,62%	3.421	2.751	2.351	3.573	12.096	2,32%
Depreciación	25.265	25.672	24.107	24.853	99.907	23.847	24.000	26.924	29.133	103.904	3,80%	27.990	27.985	26.043	29.976	111.994	9,89%
Combustibles	44.935	37.200	42.242	45.733	170.110	63.317	61.013	67.927	59.907	252.164	48,18%	69.211	63.637	64.942	56.973	254.763	1,97%
Otros gastos operacionales	37.583	42.179	44.839	50.598	175.199	40.336	44.218	48.446	72.625	165.625	17,37%	46.592	47.669	58.523	89.987	242.771	8,86%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>174.055</b>	<b>150.895</b>	<b>119.256</b>	<b>185.095</b>	<b>625.289</b>	<b>152.315</b>	<b>175.052</b>	<b>143.835</b>	<b>186.210</b>	<b>697.440</b>	<b>11,54%</b>	<b>234.898</b>	<b>124.189</b>	<b>129.926</b>	<b>253.507</b>	<b>742.520</b>	<b>8,45%</b>
<b>GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN</b>	<b>21.474</b>	<b>24.595</b>	<b>24.296</b>	<b>53.470</b>	<b>123.835</b>	<b>25.028</b>	<b>27.166</b>	<b>25.622</b>	<b>38.810</b>	<b>116.626</b>	<b>-5,98%</b>	<b>24.445</b>	<b>27.025</b>	<b>33.919</b>	<b>32.502</b>	<b>118.291</b>	<b>1,60%</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>152.581</b>	<b>126.299</b>	<b>94.960</b>	<b>127.625</b>	<b>501.454</b>	<b>127.287</b>	<b>147.886</b>	<b>118.213</b>	<b>147.399</b>	<b>580.814</b>	<b>15,97%</b>	<b>210.453</b>	<b>97.164</b>	<b>96.007</b>	<b>221.005</b>	<b>624.229</b>	<b>7,44%</b>
<b>MARGEN OPERACIONAL</b>	<b>36%</b>	<b>31%</b>	<b>22%</b>	<b>27%</b>		<b>34%</b>	<b>29%</b>	<b>24%</b>			<b>8,17%</b>	<b>40%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>37%</b>		<b>7,63%</b>
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>																	
Intereses	10.542	8.322	6.691	6.963	32.518	5.836	4.390	3.122	4.550	17.898	-44,96%	3.391	3.964	5.444	5.316	18.115	1,16%
Portafolio	75	27	-	39	141	31	29	5	1	66	-53,46%	153	-	602	213	919	-62,74%
Diferencia en Cambio	1.116	1.338	869	2.637	6.060	-	165	1.244	299	2.708	-71,40%	112	479	46	-	647	-32,60%
Otros ingresos	4.968	3.999	4.377	16.040	19.384	5.207	4.728	4.045	14.570	24.550	-2,82%	5.577	8.197	1.506	5.971	20.250	18,97%
	19.700	13.685	11.937	25.689	72.782	11.074	9.313	9.416	19.421	42.823	-28,16%	9.233	19.544	7.966	11.589	50.313	
<b>GASTOS NO OPERACIONALES</b>																	
Intereses	10.913	11.067	19.419	9.473	50.872	6.591	10.559	7.986	7.154	32.300	19,13%	7.979	9.433	6.277	26.619	78.391	52,58%
Portafolio	9	-	322	144	475	-	847	-	134	1.068	106,53%	-	-	-	-	1.068	100,00%
Diferencia en Cambio	176	41	133	1.660	2.010	3.515	2.345	1.110	(3.661)	2.209	138,59%	402	361	671	2.596	1.996	18,96%
Otros gastos	3.546	3.932	3.261	5.356	16.105	11.345	3.766	2.456	6.666	24.233	64,14%	4.915	2.962	6.560	6.782	21.220	12,23%
	14.839	15.849	14.155	18.055	63.452	23.451	12.816	11.551	17.265	56.632	8,88%	13.296	12.778	15.528	37.968	58.665	22,25%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>154.843</b>	<b>124.833</b>	<b>92.742</b>	<b>137.268</b>	<b>509.584</b>	<b>154.920</b>	<b>144.361</b>	<b>115.078</b>	<b>149.774</b>	<b>584.153</b>	<b>10,71%</b>	<b>206.000</b>	<b>96.832</b>	<b>88.279</b>	<b>184.537</b>	<b>583.738</b>	<b>3,47%</b>
<b>PROVISIÓN IMPUESTO DE RENTA</b>	<b>32.521</b>	<b>13.136</b>	<b>4.790</b>	<b>(1.765)</b>	<b>(1.765)</b>	<b>(4.029)</b>	<b>(34.526)</b>	<b>(21.401)</b>	<b>(30.229)</b>	<b>(70.285)</b>	<b>-367,43%</b>	<b>(58.916)</b>	<b>(13.256)</b>	<b>(16.486)</b>	<b>(60.497)</b>	<b>(143.163)</b>	<b>13,63%</b>
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>122.322</b>	<b>111.707</b>	<b>87.952</b>	<b>135.503</b>	<b>460.902</b>	<b>110.891</b>	<b>109.835</b>	<b>93.677</b>	<b>119.545</b>	<b>433.868</b>	<b>-5,94%</b>	<b>147.084</b>	<b>83.576</b>	<b>71.793</b>	<b>124.040</b>	<b>436.575</b>	<b>9,89%</b>
<b>MARGEN NETO</b>	<b>29%</b>	<b>27%</b>	<b>21%</b>	<b>29%</b>		<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>		<b>8,17%</b>	<b>28%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>22%</b>		<b>9,89%</b>



**RESULTADOS FINANCIEROS**  
**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

	2012	2013	2014
<b>OPERACIONES (Mill COP)</b>			
Ingresos operacionales	1 731 539	2 002 814	2 329 620
Costos de ventas	1 106 249	1 305 374	1 587 100
Gastos operacionales de administración	123 835	116 426	118 291
Costos y gastos operacionales	1 230 084	1 421 800	1 705 391
Utilidad operacional	501 455	581 014	624 229
EBITDA	610 462	692 636	742 822
Utilidad antes de impuestos	509 585	564 153	583 738
Provisión impuesto de renta	48 682	130 187	147 155
Utilidad despues de impuestos	460 903	433 966	436 583
<b>BALANCE (Mill COP)</b>			
Activo corriente	782 073	652 631	795 063
Activo no corriente	5 320 452	6 109 626	6 972 549
Total activos	6 742 265	7 555.341	8 560.230
Pasivo financiero	2 133 243	2 638 533	3 333 468
Otros pasivos	977 965	887 358	978 462
Total pasivo	3 111 208	3 525 891	4 311 930
Patrimonio	3 631 057	4 029 450	4 248 300
<b>INDICADORES</b>			
ROE (Utilidad neta/Patrimonio)	12,7%	10,8%	10,27%
Margen operacional	29,0%	29,0%	26,80%
Margen EBITDA	35,3%	34,6%	31,89%
Margen neto	26,6%	21,7%	18,74%
Endeudamiento financiero (Pasivo financiero/Activos totales)	31,6%	34,9%	38,94%
Apalancamiento financiero (Pasivo financiero/Patrimonio)	0,59	0,65	0,78
ROA (UO/Total activos)	7,4%	7,7%	7,29%
Rotación del activo (Ingresos/Total activos)	0,26	0,27	0,27
Deuda financiera / EBITDA (Pasivo financiero/EBITDA)	3,49	3,81	4,49
Cobertura servicio a la deuda (EBITDA/Servicio a la deuda)	3,57	2,98	2,67

**1 INDICADORES DE RENTABILIDAD**

**RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO**

FORMULA	2012	2013	2014
RENTA PATR = UTIL NETA / PATRIMONIO	12,69%	10,77%	10,28%

Lo anterior nos permite concluir que la rentabilidad del patrimonio bruto para el año 2012 fue de 12,69%, para el año 2013 fue de 10,77%, y para el año 2014 un 10,28% es decir que hubo un aumento de rentabilidad de la inversion de los socios del 1,92% y para el año 2014 la rentabilidad de inversion fue baja con un 0,49% esto probablemente por que no incremento la valorizacion de ISAGEN

**MARGEN OPERACIONAL DE LA UTILIDAD**

FORMULA	2012	2013	2014
MARG OPER UTIL =UTILI OPERACIONAL / VENTAS NETAS	5,97%	29,01%	26,80%

Podemos observar que para el año 2012 isagen genero una utilidad operacional del 5,97%, para el año 2013 del 29,01% y para el año 2014 una utilidad operacional del 26,80% por lo anterior observamos un decrecimiento de la utilidad del 2,21% esto puede ser por el aumneto en los costos de ventas asi como los gastos de ventas del año 2014

**MARGEN BRUTO DE LA UTILIDAD**

FORMULA	2012	2013	2014
MARGEN BRUTO DE LA UTILIDAD =UTILIDAD BRUTA / VENTAS NETAS	15,44%	34,82%	31,87%

De lo anterior podemos decir que para los años 2013, 2014 la utilidad bruta obtenida despues de descontar los costos de ventas fueron del 34,82% y el 31,87% respectivamente por lo cual observamos un leve descenso del 2,95% para el año 2014, podemos afirmar que los costos de ventas aumentaron su impacto sobre la utilidad bruta no es significativa

**2 INDICADORES DE LIQUIDEZ**

**RAZON CORRIENTE**

FORMULA	2012	2013	2014
RAZON CORRIENTE = ACTIVO CORRIENTE / PASIVO CORRIENTE	1,587	1,637	1,517

Para el año 2013 isagen por cada peso de obligacion a corto plazo cuenta con el \$1 637 pesos para respaldar el pago de sus obligaciones con respecto al año 2014 podemos decir que su liquidez disminuyo en 1,517 para el respaldo de las mismas

**CAPITAL DE TRABAJO**

FORMULA	2012	2013	2014
CAPITAL DE TRABAJO = ACTIVO CORRIENTE - PASIVO CORRIENTE	289 232	253 969	270 790

Podemos observar que para el año 2013 una vez que la empresa cancela el total de sus obligaciones corrientes le quedan \$253,969 millones de pesos para atender las obligaciones que surgen en el normal del desarrollo de su actividad economica, tambien podemos observar que dicho capital de trabajo aumento en \$16,821 millones de pesos lo cual puede ser consecuencia del plan de inversiones de ISAGEN

**PRUEBA ACIDA**

FORMULA	2012	2013	2014
PRUEBA ACIOA = ACTIVO CORRIENTE - INVENTARIOS / PASIVO CORRIENTE	782 073	652 631	795 063

Podemos observar que para el año 2013 si la empresa tuviera la necesidad de atender todas sus obligaciones corrientes sin necesidad de liquidar la empresa, no alcanzaria atender sus obligaciones y tendria que liquidar parte de sus inventarios para poder cumplir, encambio este indicador para el año 2014 aumento, pero no lo suficiente para poder atender el total de sus obligaciones corrientes sin necesidad de vender sus inventarios, es decir que la empresa depende de la venta de sus inventarios para poder atender sus obligaciones corrientes

**3 INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO**

**ENDEUDAMIENTO SOBRE ACTIVOS TOTALES**

FORMULA	2012	2013	2014
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO = TOTAL PASIVO / TOTAL ACTIVO * 100%	46,14%	46,67%	50,37%

Podemos decir que la participacion de los acreedores para el año 2013 es del 46,67% y para el año 2014 del 50,37% sobre el total de los activos de la compañía lo cual no es un nivel muy riesgoso

**ENDEUDAMIENTO DE LEVERAGE O APALANCAMIENTO**

FORMULA	2012	2013	2014
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO = TOTAL PASIVO / TOTAL PATRIMONIO	85,68%	87,50%	101,50%

Podemos ver que el indicador para el año 2013 fue de 87,50% no poseia un nivel alto de endeudamiento a comparacion del año 2014 que su indicador fue del 101,50 es decir que para este año el patrimonio estaba comprometido con los acreedores

**CONCENTRACION DE ENDEUDAMIENTO A CORTO PLAZO**

FORMULA	2012	2013	2014
CONCENTRACION A CORTO PLAZO = PASIVO CORRIENTE / TOTAL PASIVO * 100%	0,16	0,11	0,12
CONCENTRACION A LARGO PLAZO = PASIVO NO CORRIENTE / TOTAL PASIVO * 100%	0,84	0,89	0,88

podemos ver que isagen cerca del 12% de sus obligaciones a corto plazo, mientras tiene el 88% a largo plazo, lo cual podria ser riesgoso si existiera un problema con el desarrollo del objeto social ya que las obligaciones son a largo plazo y podria ocasionar problemas a futuro

INDICES DE GESTION DE LOS PARTICIPANTES DE LA INDUSTRIA EN COLOMBIA (AÑO 2013)						
AGENTE	CAPACIDAD INSTALADA A 2013 (MW)	FACTOR DE DISPONIBILIDAD ANUAL DE LAS PLANTAS	INGRESO POR CAPACIDAD INSTALADA (U\$D/KW)	MARGEN EBITDA	RENTABIIDAD OPERACIONAL DEL ACTIVO	RENTABILIDA D DEL PATRIMONIO (ROE)
EPM Generacion	3 505	95,1%	383,2	52,0%	9,9%	9,9%
Emgesa	3 012	92,1%	430,8	61,7%	13,6%	15,0%
Isagen	2.162	93,4%	501,4	34,6%	7,7%	10,8%
Celsia	1.777	90,8%	725,3	36,3%	9,8%	11,4%
AES Chivor	1 000	89,3%	529,2	39,0%	20,9%	18,2%

Fuente: Construcción propia con información financiera publicada por las empresas