

ANÁLISIS FINANCIERO DE: EMPRESA DE ENERGÍA DEL PACÍFICO S.A.
E.S.P. (PERÍODO 2004-2008¹)

POR:

JOSÉ ANTONIO MOLA ÁVILA

PRESENTADO A:

ARLET MARTÍNEZ

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
CURSO: INGENIERÍA ECONÓMICA Y ANÁLISIS FINANCIERO
CARTAGENA D. T. Y C
FEBRERO DE 2009

¹ Sólo hasta el primer semestre de 2008.

Análisis Financiero de: Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. (Período 2004-2008*)

Este trabajo fue elaborado con el fin de evaluar el funcionamiento de esta empresa, viendo su situación financiera, actividad, liquidez y rentabilidad en el período de estudio; para ver cómo han influido éstas en el rendimiento de los activos de EPSA y en la inversión de los accionistas. Además se hace una detallada comparación de la empresa con el Sector Energético del país, para esto se utilizan algunas herramientas de análisis financiero (como Análisis Vertical, Horizontal, Estado de Fuentes y Usos y Razones Financieras), para saber el estado en que se encuentra EPSA con respecto a este último. Para este análisis se han tomado períodos semestrales que van desde el primer semestre de 2004 (01s2004) al primer semestre de 2008 (01s2008).

En la primera parte del trabajo se presenta una breve reseña histórica de la empresa, en la cual se habla sobre su creación y algunos cambios que ha sufrido desde su inicio. Luego se trata un poco sobre factores del entorno económico que rodea a esta empresa, tales como competencias, cobertura y condiciones de ventas de fluido eléctrico en el Valle del Cauca.

En la siguiente parte se hace mención a los principales rubros de los Balances Generales (del período de estudio) de la empresa y se realizan comparaciones con el sector. Luego se presentan los cambios más relevantes, tanto del Balance General como del Estado de Resultados, durante el período de estudio, por ejemplo: un incremento brusco de la utilidad operacional en comparación con los períodos anteriores (de \$250.000 en 02s2006 a \$1.000.000 en 01s2007), para saber qué ha podido causar este cambio se debe ir al Estado de Resultados y ver cuál es la causa.

Después de esto se realiza la comparación con el sector en cuanto a la liquidez, márgenes de ganancias y rentabilidad. Luego se evalúa cómo ha venido evolucionando la rentabilidad tanto de la empresa como la de los accionistas y varias recomendaciones para mejorar el funcionamiento de la empresa.

Reseña Histórica

El 1 de enero de 1995 nació en el Valle del Cauca la Empresa de Energía del Pacífico (EPSA), como resultado de la desintegración de la Corporación Autónoma Regional del Valle del Cauca la cual debía independizar su gestión ambiental del negocio eléctrico, por parámetros establecidos en la Ley 99 de 1993.

Durante la creación de la EPSA, el país vivía cambios causados por la apertura económica, uno de ellos fue el estímulo para que el sector privado invirtiera en el negocio energético por lo que el departamento del Valle del Cauca, empleados de EPSA y otros, adquirieron el 37.7% de la empresa a precios razonables. Para el año de 1997 el gobierno vendió el 56.7% de las acciones a un consorcio llamado Houston Industries y a la compañía Electricidad de Caracas. En el año 2000 este consorcio vendió a UNION FENOSA de España su participación accionaria la cual trajo consigo experiencia, tanto en el ámbito tecnológico como su conocimiento en el manejo operativo, que ha permitido mejorar la atención al cliente, desempeño financiero y resultados operacionales².

Desde su creación, la EPSA se ha encargado de la generación, captación, transmisión y distribución de energía eléctrica exclusivamente en el departamento del Valle del Cauca³. Tan bueno ha sido el desarrollo de esta empresa, en parte a su privatización, que se le hace merecedora del reconocimiento otorgado por el DANE por tener el departamento mejor electrificado del país. Además de esto, a la EPSA se le ha otorgado por siete veces la certificación Triple A por la Sociedad Calificadora de Valores Duff & Phelps de Colombia a la emisión de bonos. Para que esta empresa fuera merecedora de este reconocimiento fue necesario que se construyeran centrales hidroeléctricas, modernos centros de control, subestaciones y un sistema de redes que se extienden por todo el Valle del Cauca.

En la actualidad la empresa se encuentra en una etapa de modernización de sus sistemas de información, utilizando sistemas desarrollados por la UNION FENOSA como lo son: sistema de gestión comercial, de gestión de energía, financiero y de abastecimiento. Por lo que es una de las más tecnificadas y eficientes empresas del sector de servicios públicos del país.

La Empresa de Energía del Pacífico ha vivido constantes transformaciones en su proceso productivo y sistemas de información pero siempre con el propósito de ofrecer a sus clientes un excelente servicio de energía eléctrica.

² Hoy día EPSA es considerada como una de las mejores empresas de servicios públicos en Colombia.

³ Excepto Cali, Yumbo y Cartago.

Entorno Económico

EPSA al ser la única empresa prestadora de servicio de energía eléctrica en el Valle del Cauca⁴, posee la mayor parte del mercado de electricidad en este departamento porque al no tener competencia los vallecaucanos sólo pueden comprarle la electricidad a EPSA.

EPSA es la empresa de mayores ingresos por conceptos de ventas de energía eléctrica en el Valle del Cauca, aunque sólo abastece al 43.6% de la población de este departamento aproximadamente⁵; la causa de que esta compañía sea la de mayores ingresos es que abastece a gran parte de la industria vallecaucana la cual consume más electricidad que los hogares.

Principales Cuentas del Balance General⁶

❖ Activos.

- Los activos corrientes son en promedio, en el período de estudio (2004 - 2008), de 6.17% mientras que para el sector es de el 12.76% del total de los activos⁷; para la EPSA la mayor participación la tiene la subcuenta deudores con el 86.57%.
- Los activos no corrientes corresponden en promedio al 93.83% del total de activos y el sector de 87.24%, razón por la cual la EPSA posee mayor parte de sus activos en activos no corrientes. Es correcto afirmar que este tipo de empresas posean la mayor parte de sus activos en activos fijos (no corrientes) porque necesitan grandes infraestructura (redes eléctricas, subestaciones entre otras) para funcionar. Para el caso de la EPSA, el 60% corresponden a Propiedad de Planta y Equipo y 32.57% corresponden a otros activos fijos.

❖ Pasivos.

- Los pasivos corrientes son en promedio el 8.67% del total de activos, siendo el 96.37% correspondientes a las obligaciones financieras (intereses por pagar y créditos obtenidos) y cuentas por pagar; para el sector el promedio es de 15.69%.

⁴ Se recuerda al lector que EPSA no abastece de energía eléctrica únicamente a Cali, Yumbo y Cartago.

⁵ Cálculo de Autor con base a las proyecciones presentadas por el DANE para el año 2008.

⁶ El criterio de selección fue: el nivel de participación de cada subcuenta en el total de activo.

⁷ Al poseer los activos corrientes del sector desagregados, no se puede hacer una comparación más profunda.

- Los pasivos no corrientes son en promedio el 24.08% del total de activos mientras que para el sector es de 21.81%; para la EPSA, el 49.32% corresponden a Bonos y Títulos de Valores emitidos por ésta empresa mientras que sólo el 20.47% corresponden a obligaciones financieras de largo plazo y el 17.57% corresponde a cuentas por pagar.

Al trabajar con promedio se estaría subestimando o sobreestimando el nivel de endeudamiento y su procedencia, por lo cual es mejor hacer un análisis más detallado utilizando las siguientes razones:

Sector Energético

Años	2004	2005	2006	2007	2008
Estructura de Capital	56.32%	54.58%	53.27%	80.22%	58.46%
Índice de Endeudamiento	36.03%	35.31%	34.75%	44.51%	36.89%
Concentración	39.92%	25.54%	44.67%	58.82%	36.16%
Cobertura de Intereses	0.57	0.69	0.80	0.82	2.09
Cobertura para Gastos Fijos	4.13	4.07	3.69	3.45	5.53

Fuente: Cálculos del Autor con base en datos de la Superintendencia de Servicios Públicos de Colombia.

EPSA

Períodos	2004		2005		2006		2007		2008
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Estructura de Capital	47.15%	47.56%	56.43%	48.27%	56.83%	46.04%	48.77%	41.91%	47.86%
Índice de endeudamiento	32.04%	32.23%	36.08%	32.55%	36.24%	31.53%	32.78%	29.53%	32.37%
Concentración	17.53%	23.44%	28.90%	27.91%	28.23%	25.68%	27.68%	34.68%	25.53%
Cobertura de intereses	2.14	2.88	1.81	2.45	2.85	1.42	2.54	3.21	3.45
Cobertura para gastos Fijos	1.94	2.20	1.82	2.57	2.47	1.64	2.42	4.29	2.51

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

Es notorio que en todos los periodos EPSA por cada peso de capital posee un poco menos de deuda con terceros que el sector; el índice de endeudamiento muestra que la mayor parte del financiamiento de la empresa proviene del patrimonio al igual que el sector. La razón de concentración muestra que la proporción de los pasivos de corto plazo que posee el sector excede a la de EPSA durante todos los períodos de estudio, significa que las obligaciones con terceros que tienen la empresa la mayor parte son de largo plazo.

La cobertura de intereses de la EPSA es mayor a la del sector porque la empresa posee menos obligaciones con terceros que el sector y por ende menos intereses que pagar. En cuanto a la cobertura de gastos fijos, vemos que EPSA posee menos cobertura de gastos fijos porque en su afán de brindar un mejor servicio a sus clientes se está excediendo un poco en los gastos administrativos.

❖ Patrimonio.

El patrimonio de la EPSA corresponde en promedio al 67.18% del total de activos de los cuales el 52.18% corresponde al capital pagado y el 27.97% a el superávit por valorización la Propiedad de Planta y Equipo; el patrimonio del sector es de el 62.50% del total de activos.

Cambios Relevantes Durante el Período de Estudio

Durante la mayoría de los períodos se presenta un incremento de la cuenta Propiedad de Planta y Equipo, debido en gran parte por la aplicación de ajuste por inflación y la inversión directa en construcción⁸.

Para el año de 2005 se realizó una recapitalización de la empresa la cual pasó de tener 2.943.580 acciones a 3.467.013.360; el incremento nominal del capital pagado fue de \$76.447.010.000., con parte de este dinero se ha hecho la ampliación de la Planta y Equipo de la empresa.

Crecimiento de los ingresos EPSA

Períodos	1 – 2	2 – 3	3 – 4	4 – 5	5 – 6	6 – 7	7 – 8	8 - 9
Crecimiento Aparente	7.97%	2.52%	3.40%	-5.90%	2.59%	4.18%	2.41%	18.33%
Crecimiento Real⁹	7.04%	-0.54%	2.49%	-8.16%	1.16%	0.40%	1.31%	12.79%

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

La variación de los ingresos de la empresa para el primer semestre siempre es más bajo que el segundo porque en éste hay un mayor consumo de energía por la navidad. El incremento de los ingresos en el período de estudio se debe principalmente al ajuste de las tarifas, aunque en el primer semestre de 2006 se presentó un decrecimiento debido a la pérdida de contratos con empresas en este año; el segundo semestre (02s2006) creció por la razón dada anteriormente¹⁰.

Durante este año (2006), el costo de ventas disminuyó (en términos nominales) más que los ingresos porque estos contratos le resultaban muy costosos a la empresa lo que causó un incremento del margen bruto de la empresa (este hecho se corrobora en la siguiente tabla); a pesar de esto, el margen operacional sigue estando alrededor del promedio del período en estudio; el efecto del crecimiento del margen bruto fue contrarrestado con un incremento sustancial de la subcuenta **Ajuste por Diferencia** la cual pasó de ser el 0.61% de los ingresos a ser el

⁸ En los periodos que existen fuentes por disminución del valor de Propiedades de Planta y Equipo se debe a efecto neto de la depreciación.

⁹ Este incremento real contiene el crecimiento real de precios y el de volumen.

¹⁰ Navidad.

14.24%, lo más probable es que la empresa quiso reflejar en la utilidad neta el efecto de la disminución de los ingresos.

Veamos a continuación las siguientes tablas los márgenes de la EPSA y el sector:

EPSA

Años	2004		2005		2006		2007		2008
Períodos	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Margen Bruto de Ganancia	0.53	0.63	0.54	0.48	0.57	0.59	0.62	0.58	0.67
Margen Operacional	0.33	0.45	0.31	0.32	0.36	0.35	0.43	0.47	0.46
Margen neto	0.25	0.28	0.26	0.18	0.11	0.23	0.30	0.25	0.31

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

Sector Energético

Años	2004	2005	2006	2007	2008
Margen Bruto de Ganancia	0.29	0.29	0.29	0.21	0.33
Margen Operacional	0.11	0.11	0.13	0.08	0.19
Margen neto	0.13	0.14	0.12	0.06	0.18

Fuente: Cálculos del Autor con base en datos de la Superintendencia de Servicios Públicos de Colombia.

Observamos que el margen bruto de la EPSA es superior al del sector, porque la empresa posee una mejor estructura de costo de ventas que el sector; el margen operacional del sector también es menor al de la empresa pero este margen para la empresa cayó en un porcentaje menor de los ingresos en el sector, por lo que se vuelve a comprobar que la EPSA tiene mayores gastos operacionales que el sector¹¹. A pesar que el sector posee menos gastos administrativos que la EPSA¹², ésta posee un margen neto superior al sector.

Funcionamiento de la EPSA

❖ Actividad:

EPSA

Años	2004		2005		2006		2007		2008
RAZONES DE ACTIVIDAD	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Rotación de CxC Días	38.85	41.20	44.62	44.44	43.23	41.00	50.57	57.05	57.00
Rotación de Inventarios Días	5.20	3.56	5.08	3.98	7.28	4.90	6.91	6.02	8.22
Rotación de CxP Días	11.73	12.16	81.03	13.10	93.48	22.81	40.50	15.23	61.83
Ciclo de operación	44.05	44.77	49.69	48.42	50.51	45.89	57.48	63.07	65.22
Rotación de activos totales	0.11	0.12	0.11	0.12	0.11	0.12	0.12	0.11	0.13
Rotación de activos fijos	0.19	0.21	0.20	0.21	0.20	0.20	0.21	0.20	0.24
Rotación de activos corrientes	1.92	2.00	1.61	2.18	1.58	2.67	1.73	2.19	1.69

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

¹¹ En porcentajes de los ingresos.

¹² En porcentajes de los ingresos.

En esta tabla vemos que la rotación de cuentas por cobrar ha tenido una tendencia ascendente, porque las cuentas por cobrar han crecido en mayor proporción que los ingresos. La rotación de inventarios siempre en el primer semestre de cada año es mayor debido a que la empresa durante este período acumulaba electricidad, viendo el primer semestre de cada año y el segundo vemos en ambos la rotación de inventarios ha incrementado a causa del incremento del inventario de energía Eléctrica.

Por la tendencia creciente tanto de la Rotación de cuentas por cobrar como de la Rotación de inventarios, el ciclo operacional también posee esa misma tendencia, hecho que demuestra que las políticas que ha aplicado la empresa no han sido tan efectivas a partir del primer período de estudio¹³.

Sector Energético

Años	2004	2005	2006	2007	2008
Rotación de activos totales	0.23	0.25	0.26	0.34	0.16
Rotación de activos fijos	0.27	0.28	0.29	0.40	0.18
Rotación de activos corrientes	1.83	2.15	2.05	2.30	1.34

Fuente: Cálculos del Autor con base en datos de la Superintendencia de Servicios Públicos de Colombia.

Por otra parte vemos que la rotación de activos totales vemos que sector vende más por cada peso de activo que tiene en comparación con la empresa al igual que por cada activo fijo, mientras que por cada peso de activo corriente es aproximadamente el mismo que el sector.

❖ Liquidez:

EPSA

Años	2004		2005		2006		2007		2008
Períodos	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Razón corriente	1.01	0.77	0.68	0.60	0.69	0.54	0.77	0.51	0.95

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

Sector Energético

Años	2004	2005	2006	2007	2008
Razón corriente	0.89	1.27	0.81	0.57	0.90

Fuente: Cálculos del Autor con base en datos de la Superintendencia de Servicios Públicos de Colombia.

Con esta razón se observa que la empresa se encuentra aproximadamente en las mismas condiciones de liquidez que el sector¹⁴.

¹³ No se puede comparar estas razones de la empresa con las del sector porque no se tiene información desagregada del balance general del sector.

¹⁴ Por no tener información más detallada de los activos corrientes del sector, no se calcularon otras razones de liquidez.

Podemos diagnosticar la liquidez de esta empresa utilizando el ciclo de caja el cual es presentado a continuación:

EPSA

Razones de Actividad	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ciclo de Caja	32.32	32.61	-31.34	35.33	-42.97	23.09	16.98	47.85	3.39

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

Vemos que en los únicos períodos que se presentó un ciclo de caja negativo fue en el tercero (01S2005) y el quinto (01S2006), hecho favorable, por lo tanto durante los períodos restantes la empresa ha debido financiar el pago de sus obligaciones con terceros con créditos porque ésta demoró más en vender y cobrar su servicio que lo que se demoró en pagar a sus proveedores. Por lo anterior se deduce que la EPSA podría tener problemas de liquidez en cualquier instante si sólo si no consigue cómo financiar el pago a acreedores.

❖ Rentabilidad

• Rentabilidad Desde el Punto de Vista de la Empresa:

Las siguientes razones de rentabilidad de la empresa:

EPSA

Años	2004		2005		2006		2007		2008
Períodos	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Rentabilidad del activo	2.78%	3.27%	3.02%	2.10%	1.21%	2.71%	3.68%	2.91%	4.08%
Rentabilidad sobre el patrimonio (Dupont)	4.09%	4.82%	4.73%	3.12%	1.90%	3.96%	5.47%	4.14%	6.04%

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

Sector Energético

Años	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilidad del activo	3.05%	3.51%	3.09%	1.91%	2.85%
Rentabilidad sobre el patrimonio (Dupont)	4.77%	5.43%	4.74%	3.44%	4.51%

Fuente: Cálculos del Autor con base en datos de la Superintendencia de Servicios Públicos de Colombia.

Vemos que la rentabilidad del activo para cada empresa, en promedio, es casi la misma (alrededor del 3%), mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio (RSP) para la EPSA es un poco menor que el sector debido a que esta empresa posee un mayor porcentaje del patrimonio en los activos que el Sector, esto debería preocupar a la empresa porque su financiamiento podría emigrar a otras empresas que generen una mayor rentabilidad del patrimonio.

- **Rentabilidad Desde el Punto de Vista del Inversor (Accionista):**

EPSA

Años	2004		2005		2006		2007		2008
Períodos	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Utilidad por Acción (UPA) en Pesos	24,941.17	31,411.26	254.95	175.84	102.10	221.42	304.34	263.36	375.67
Pérdida/Ganancia si vende en c/periodo	0.25	0.51	0.59	0.57	0.60	0.57	0.58	0.50	0.51
Rentabilidad por Acción en Pesos		0.09	0.17	0.00	0.12	0.00	0.09	0.00	0.14

Fuente: Cálculos del Autor con base en los estados financieros de la empresa EPSA.

A partir del primer semestre de 2005 se presenta una fuerte caída a causa de incremento significativo en el número de acciones con un menor valor y por ende una utilidad por acción menor¹⁵. La segunda razón indica cuanto recibiría un accionista por cada acción si las vendiera por cada peso patrimonial durante cada período, por lo que es mejor para los accionistas dejar su inversión en la empresa.

En síntesis, la empresa está funcionando en mejores condiciones que el sector por las razones anteriormente mencionadas, tales como el endeudamiento con terceros de la Empresa de Energía del Pacífico es menor que el del sector en relación al total de activos, los márgenes de ganancias de la empresa son superiores entre otras cosas.

Recomendaciones

- ✓ La EPSA debe mejorar su política de cartera, porque ésta ha venido aumentando y por lo tanto puede provocarles problemas de iliquidez. El mejoramiento de la política de cartera la lograría haciendo lo siguiente:
 - Difiriendo lo que le adeudan dependiendo de quién sea el deudor, ejemplo: si es una familia de estrato bajo, que es lo más probable, el plazo de pago debe ser mayor, además la tasa que va a cobrar debe ser ajustada de la misma manera con el fin de lograr el objetivo.

¹⁵ En el segundo semestre de 2004 el valor nominal de la acción era de \$333.391 y para el primer semestre de 2006 era de \$3.200; el número de acciones pasó de 2.943.580 a 3.467.013.360.

- ✓ La empresa debe aumentar su financiamiento con terceros para aumentar la RSP, porque aun no ha llegado al límite (al índice de endeudamiento del sector). Considero que es muy probable que se logre esto (aumento de la RSP), porque la empresa posee una mejor estructura de costos¹⁶ que el sector.

¹⁶ Hecho demostrado anteriormente cuando se hizo el análisis de los márgenes.

Referencias

- ✓ Análisis y Administración Financiera, Gladys Carrillo de Rojas, segunda edición: octubre 1993.
- ✓ Análisis Financiero, Vélez y Dávila, Diapositivas - agosto 08 de 2008.
- ✓ Notas a los estados financieros de la Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. Encontrados en la Superintendencia Financiera de Colombia.
- ✓ DANE. Página Web www.dane.gov.co. Visitada el
- ✓ Superintendencia Financiera de Colombia. Página Web www.superfinancieragov.co.
- ✓ Superintendencia de Servicios Públicos de Colombia. Página Web www.superservicios.com.
- ✓ www.epsa.com.