Fiduciaria Bogotá

**INFORME DEL REPRESENTANTE LEGAL DE LOS TENEDORES DE BONOS DE LA EMPRESA DE ENERGÍA DEL PACÍFICO S.A. ESP.**

**INFORME PRESENTADO PARA ANALIZAR LA SITUACIÓN FINACIERA A 30 DE JUNIO DEL AÑO 2008 Y EL DESEMPEÑO DE LA EMPRESA DE ENERGÍA DEL PACÍFICO S.A. ESP. DURANTE EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 1 DE ENERO Y EL 30 DE JUNIO DEL AÑO 2008**

Bogotá
Julio 31 de 2008

**EMPRESA DE ENERGÍA DEL PACÍFICO S.A. ESP.**

**INFORME DEL REPRESENTANTE DE LOS TENEDORES DE BONOS**

## 1.- RESUMEN EJECUTIVO

El desempeño financiero de la empresa durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 30 de junio del año 2008 se puede calificar como positivo, con un nivel de utilidades netas de $130.244 millones de pesos, que significa un crecimiento del 23.4% frente al nivel de utilidades obtenidas en el mismo período el año anterior ($105.517 millones). Los ingresos operativos ascendieron a $424.306 millones con un incremento del 21.2% respecto al nivel observado en el primer semestre del año 2007 ($350.123 millones). Los indicadores de rentabilidad operacional y rentabilidad neta fueron adecuados, con valores de 47.5% y 30.7% respectivamente. La generación operacional de efectivo de la empresa, medida por el EBITDA es alta, con valores de $189.771 y $242.830 millones de pesos para el primer semestre de 2007 y 2008 respectivamente, equivalentes a un 54% y 57% de los ingresos operacionales.

El patrimonio aportado directa o indirectamente por los accionistas representaba al 30 de junio del año 2008, un 68% del total de activos, con un incremento frente al valor observado en el mismo período el año anterior (67%); el endeudamiento financiero con los tenedores de bonos representaba un 13% del total de activos (11% en junio de 2007), mientras que el endeudamiento financiero total representaba el 21% del total de activos en junio de 2008. La cobertura de gastos financieros (Utilidad operacional / Intereses) es buena, con valores de 3.7 y 5.0 para junio de 2007 y junio de 2008 respectivamente. Esto significa que la empresa en términos de utilidades tiene una capacidad de endeudamiento mayor.

Con base en lo anterior, que se desprende del análisis detallado de la información financiera que ese presenta en el numeral 7 de este informe, nuestra conclusión como representantes legales de los tenedores de bonos es que el emisor EPSA S.A, ESP, cuenta con las garantías suficientes para respaldar las emisiones que están vigentes y en el momento no se prevén situaciones que le impidan cumplir sus obligaciones con los acreedores tal y como lo ha venido haciendo oportunamente, específicamente con los tenedores de bonos.

## 2.- PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA.

EPSA S.A. ESP es una compañía que presta los servicios de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía principalmente en el Valle del Cauca. Nació el 1 de enero de 1995 como resultado de la escisión de la Corporación Autónoma Regional del Valle del Cauca, CVC, la cual a partir de la Ley 99 de 1993 debía independizar la gestión ambiental del negocio eléctrico, para lo cual se creó un nuevo ente que asumiera las funciones de generación, transmisión, distribución y comercialización de la energía eléctrica para el Valle, mientras que CVC se encargaría exclusivamente de la gestión ambiental.

En esta etapa el departamento del Cauca y Valle, además de Emcali, CVC y los empleados de EPSA, adquirieron el 37.7% de la empresa. Posteriormente, en 1997 el Gobierno Nacional vendió en subasta pública el 56.7% de las acciones de EPSA a un consorcio formado por Houston Industries y la Electricidad de Caracas que vendió su participación accionaria a UNION FENOSA de España en el año 2000, empresa del sector energético que ocupa el 3° lugar de importancia en ese país.

UNION FENOSA viene aportando su experiencia, transferencia de tecnología y conocimientos, además de nuevos esquemas de manejo operativo que han permitido el mejoramiento de los indicadores de servicio al cliente, el desempeño financiero y los resultados operacionales.

En la página WEB de la compañía se describen la misión y los valores de la empresa.

**Misión:**
"Somos un Empresa de Energía que basada en el conocimiento de su gente, crece con rentabilidad, actúa con responsabilidad ante sus grupos de interés y trabaja permanentemente en la excelencia del servicio para sus clientes."

**Visión:**
"EPSA 2012, un modelo de Empresa que aporta calidad de vida para todos".

**Valores:**
- Enseñar y Aprender desde la experiencia.
- Orientación al Cambio e Innovación.
- Iniciativa y Liderazgo.
- Trabajo en Equipo /Red.
- Servicio al Cliente.
- Calidad en la Gestión.

EPSA comercializadora atiende a 400.483 clientes de los cuales el 99,9% pertenecen al mercado regulado. Adicionalmente, el 93,8% y el 5% de este mercado corresponden a usuarios del sector residencial y comercial. Los clientes del sector no regulado aunque representaban menos del 1% de los clientes de la compañía a septiembre de 2007, consumieron el 36% de la energía y facturaron el 25% de la energía vendida por EPSA

comercialización. EPSA cuenta con una capacidad instalada de 915 MW que se complementa con el contrato de compra de energía –PPA- con Termovalle por 140 MW. EPSA es la quinta generadora de energía del país, con el 9% de la capacidad instalada. El 86,7% de esta capacidad es de carácter hidráulico y el 13,3% restante es de carácter térmico[1].

**Cuadro 1**

**Capacidad Instalada de Generación EPSA**

| Planta | Capacidad Instalada (MW) |
|---|---|
| Alto Anchicayá | 365 |
| Bajo Anchicayá | 74 |
| Salvajina | 285 |
| Calima | 132 |
| Hidroprado | 50 |
| Planta Menores | 9 |
| PPA Termovalle | 140 |
| **Total** | **1.055** |

*Fuente: EPSA S.A. ESP.*

En lo relacionado con los aspectos económicos y financieros, los resultados al 30 de junio del 2008 alcanzaron $130.244 millones, superiores en un 23.4% a los de junio del 2007. El flujo de caja que genera el negocio, medido a través del EBITDA, fue de $242.830 millones, un 28% superior al de junio de 2007 ($189.771 millones).

Al cierre del 30 de junio del 2008 los activos totales de la empresa ascendían a $3.19 billones, lo que representa un crecimiento anual de 11.1%. Los activos se encuentran principalmente representados propiedades, planta y equipo por valor de $1.7 billones (54%).

La firma calificadora de riesgos *Duff & Phelps de Colombia S.A*, con ocasión de la revisión anual, ratificó por novena vez consecutiva la calificación AAA a la emisión de bonos de los años 1999 y 2000, y certificó los papeles comerciales con la calificación DP1+, máxima calificación que se otorga. En relación con la calificación de los bonos ordinarios se menciona: “Las obligaciones calificadas en esta categoría se consideran con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo se consideran prácticamente inexistentes”.

[1] Informe calificadora de riesgos Duff & Phelps de Colombia S.A, 31 de octubre de 2007. Revisión anual de la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios por valor de $320.000 millones.

## 3.- BONOS EMITIDOS POR LA EMPRESA.

A 30 de junio del año 2008, el saldo de las obligaciones correspondientes a los bonos emitidos por la empresa era de $421.106 millones, distribuidos como se muestra en el Cuadro 2.

**Cuadro 2**

*BONOS ORDINARIOS Y PAPELES COMERCIALES*
*A JUNIO 30 DE 2008*
*(Expresado en Miles de Pesos)*

| | MONEDA | SALDO A Dic-07 | INTERESES CAUSADOS | DESEMBOLSOS | AJUSTE DIFERENCIA EN CAMBIO | PAGOS | SALDO A Jun-08 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **BONOS ORDINARIOS** | | **307.811.126** | | | | | |
| B-10 AV | Pesos Colombianos | 70.600.000 | 3.372.948 | | (2.275.064) | - | **305.536.061** |
| B-10 SV | Pesos Colombianos | 5.200.000 | 233.089 | | | | 70.600.000 |
| B-10 TV | Pesos Colombianos | 142.547.000 | 5.775.137 | | | | 5.200.000 |
| B-10 TV | Pesos Colombianos | 39.500.000 | 1.611.171 | | | | 142.547.000 |
| A-10 TV | Dólares Americanos | 49.964.126 | 1.065.095 | | (2.275.064) | | 39.500.000 |
| | | | | | | | 47.685.061 |
| **PAPELES COMERCIALES** | | | | | | | |
| A181 | Pesos Colombianos | | | **101.500.000** | | | **101.500.000** |
| A273 | Pesos Colombianos | | | 59.900.000 | | | 59.900.000 |
| | | | | 41.600.000 | | | 41.600.000 |
| **INTERESES BONOS** | | **5.335.820** | **23.128.407** | | - | **16.324.863** | **12.139.364** |
| B | Pesos Colombianos | 4.889.763 | 20.976.865 | | | 14.151.619 | 11.715.009 |
| A | Dólares Americanos | 446.057 | 2.151.543 | | | 2.173.244 | 424.355 |
| **INTERESES PAPELES** | | | **4.571.907** | | | **2.641.560** | **1.930.348** |
| A181 | | | 2.686.160 | | | 1.551.889 | 1.134.271 |
| A273 | | | 1.885.747 | | | 1.089.670 | 796.077 |
| **TOTAL DEUDA** | | **313.146.946** | **27.700.315** | **101.500.000** | **(2.275.064)** | **16.324.863** | **421.105.774** |

Fuente: Estados Financieros a Junio 30 de 2008.

Se destaca que el 29 de enero del año 2008 a Empresa de Energía del Pacifico S.A. E.S.P. EPSA E.S.P. colocó en el mercado de valores papeles comerciales por valor de $101.500 millones adjudicados de la siguiente manera:

**Cuadro 3**

| Serie | Monto adjudicado (en millones) | Plazo de redención | Tasa |
|---|---|---|---|
| A181 | $ 59.900 | 181 días | DTF +1,48% |
| A273 | $ 41.600 | 273 días | DTF +1,59% |
| **Total** | **$ 101.500** | | |

Fuente: Superfinanciera.

A 30 de julio del año 2008, en la página Web de la Superintendencia Financiera, sección de emisores, aparecen los siguientes tres registros sobre valores inscritos:

**Cuadro 4**

| Nombre del Título | Código Supervalores | Inscrito en | Inscrito B.V.C. Fecha | Monto Autorizado | Moneda | Ultima Calificación |
|---|---|---|---|---|---|---|
| AO EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P. | COAEEPO00004 | B.V.C | 11/10/1999 | N/A | N/A | N/A |
| BO EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P. | COBEEPO00002 | B.V.C | 27/10/1999 | 320,000,000,000 | COP | AAA |
| PC EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P. | COPEEPC00008 | B.V.C | 21/01/2008 | 150,000,000,000 | COP | DP1+ |

Fuente: Superfinanciera.

El Comité Técnico de Calificación de Duff & Phelps de Colombia en reunión del 31 de octubre de 2007, con ocasión de la revisión anual de la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios de la Empresa de Energía del Pacífico – EPSA S.A. ESP., por un valor de $320.000 millones, decidió ratificar la calificación "AAA" (Triple A). Asimismo, se decidió asignar a la Emisión de Papeles Comerciales EPSA emitidos por la Empresa de Energía del Pacífico – EPSA S.A. ESP., por un valor de $150.000 millones, la calificación "DP1+", según. Las obligaciones calificadas en esta categoría cuentan con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, los factores de protección y el acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes.

Dentro de los fundamentos de la calificación Duff & Phelps menciona: "la integración vertical de los negocios, la naturaleza y diversificación de los ingresos y la fuerte posición competitiva en su área de influencia. Igualmente, tuvo en consideración el sólido perfil financiero de la compañía, las fuentes de liquidez que posee la empresa, el incremento proyectado de las obligaciones financieras para los próximos tres años y el apoyo y la trayectoria del grupo Unión FENOSA tanto a nivel nacional como internacional".

El análisis detallado del desempeño de la empresa durante el primer semestre del año 2008 que se presenta en este informe, tiene a reforzar las apreciaciones presentadas por la firma calificadora.

## 4.- CUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES QUE SURGEN DE LAS EMISIONES POR PARTE DE RENTING COLOMBIA S.A.

EPSA S.A. ESP, como emisor de las emisiones de bonos descritas en el numeral 3 de este informe ha cumplido con todas las obligaciones que se desprenden de su situación como emisor en el Mercado Público de Valores en Colombia, específicamente:

- Ha cumplido con los pagos (intereses y capital) correspondientes a las emisiones que ha realizado en el mercado.
- Ha cumplido con el pago de las comisiones pactadas con Fidubogotá, como representante legal de los tenedores de bonos.
- Ha suministrado de manera completa y oportuna la información requerida por el representante legal de los tenedores de bonos.

## 5.- GARANTÍAS DE LA EMISIÓN

### 5.1. GARANTÍAS ESPECÍFICAS

Ninguna de las emisiones vigentes tiene una garantía específica, por ello todas las emisiones vigentes tiene la garantía general de la empresa.

### 5.2 COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO DE EPSA S.A. ESP

En el siguiente cuadro (Cuadro 5) se muestra el patrimonio de la entidad para junio de 2007 y junio de 2008 y la importancia relativa de las diferentes cuentas. Se puede observar que el patrimonio de la compañía se ubicó al cierre del 30 de junio del 2008 en $2.16 billones comparado con $1.93 billones en junio de 2007, evidenciando un crecimiento del 11.8%.

**Cuadro 5: PATRIMONIO**

| COMPOSICIÓN PATRIMONIO EPSA S.A. ESP | | |
|---|---|---|
| | Junio 2007 | Junio 2008 |
| Capital social | 1.109.444 | 1.109.444 |
| Prima en colocación de acciones | 0,173 | 0,173 |
| Reservas | 141.206 | 178.022 |
| Revalorización del patrimonio | 53.137 | 36.076 |
| Superávit por método de participación | 24.688 | 24.313 |
| Utilidad de ejercicios anteriores | 1.417 | 1.417 |
| Utilidad neta del ejercicio | 105.517 | 130.244 |
| Superávit por valorizaciones | 494.037 | 677.198 |
| Total patrimonio | 1.929.446 | 2.156.715 |
| | | |
| PARTICIPACIÓN RELATIVA CUENTAS PATRIMONIO EPSA S.A. ESP | | |
| Capital social | 57,5% | 51,4% |
| Prima en colocación de acciones | 0,0% | 0,0% |
| Reservas | 7,3% | 8,3% |
| Revalorización del patrimonio | 2,8% | 1,7% |
| Superávit por método de participación | 1,3% | 1,1% |
| Utilidad de ejercicios anteriores | 0,1% | 0,1% |
| Utilidad neta del ejercicio | 5,5% | 6,0% |
| Superávit por valorizaciones | 25,6% | 31,4% |
| Total patrimonio | 100,0% | 100,0% |

Fuente: Estados Financieros a Junio 30 de 2008. Cálculos: Fidubogotá.

## 5.3.- AVALES

Las emisiones no se encuentran avaladas por avalista alguno.

## 5.4.- SUFICIENCIA DE LAS GARANTÍAS

En nuestro concepto la solvencia de EPSA S.A. ESP y el flujo de caja que genera la empresa son suficientes para garantizar las emisiones vigentes y cumplir con las obligaciones financieras derivadas de las mismas emisiones, esto es el flujo de caja que genera el negocio, específicamente su EBITDA es suficiente para cumplir con el pago de capital y el pago de intereses, de acuerdo con las características de las emisiones vigentes. El EBITDA generado por la compañía durante el primer semestre del 2008 fue de $242.830 millones, es decir un 57% de los ingresos operacionales en este período. "El EBITDA y el margen EBITDA generados por EPSA son fuertes y muy competitivos frente a su grupo de pares. En los dos últimos años, el margen de EBTIDA del negocio se ha mantenido estable, situándose en promedio en un 50%[2]".

El nivel de generación de caja de la compañía permite que los indicadores de cobertura de la deuda sean holgados. A junio de 2008, la cobertura de gastos financieros fue de 5.0 veces, mientras que la cobertura EBITDA a gastos financieros fue de 6.0 veces. Asimismo, es importante destacar que las fuentes internas y externas de liquidez de EPSA junto con su presencia activa en el mercado de capitales, le confieren un apoyo importante a la emisión de papeles comerciales. En opinión de Duff & Phelps el buen historial de acceso al mercado de capitales fortalece la flexibilidad financiera de EPSA ya que permite inferir que la compañía continuará gozando de recursos provenientes del mercado de capitales[3].

## 6.- DESTINACIÓN FINACIERA DEL EMPRÉSTITO.

Los empréstitos obtenidos a través de la emisión de bonos, hacen parte de las fuentes de financiamiento con que cuenta la empresa para apalancar sus operaciones, incluyendo las necesidades de capital de trabajo y la financiación de nuevas inversiones.

[2] Informe calificadora de riesgos Duff & Phelps de Colombia S.A, 31 de octubre de 2007. Revisión anual de la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios por valor de $320.000 millones.
[3] Informe calificadora de riesgos Duff & Phelps de Colombia S.A, 31 de octubre de 2007. Revisión anual de la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios por valor de $320.000 millones.

## 7.- INFORMACIÓN FINACIERA Y ANÁLISIS FINACIERO

### 7.1.- ENTORNO MACROECONÓMICO

A continuación se hace un resumen de los principales aspectos macroeconómicos y de política monetaria que afectaron la dinámica de la economía colombiana durante el primer semestre del año, y que determinarán su comportamiento durante lo que resta del 2008.

La inflación anual se aceleró durante el primer semestre del 2008 al alcanzar un nivel de 7.2%, superior al 5.2% del año anterior y 79 puntos básicos por encima de la observada un mes atrás. Así, se aleja del rango meta de 3.5% a 4.5% fijado por la Junta del Banco de la República para el 2008.

El incremento de los precios obedeció principalmente al fuerte incremento de los alimentos y regulados. Por su parte, varios indicadores de inflación básica también se incrementaron en junio, al igual que las expectativas de inflación. Estos indicadores se mantienen en niveles superiores a las metas.

A lo anterior, se suma un contexto internacional de aceleración de la inflación que ha motivado aumentos en las tasas de política por parte de un buen número de bancos centrales. Los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles continúan en niveles elevados.

El DANE reportó un crecimiento del PIB durante el primer trimestre del año de 4.1%, cifra que contrasta de forma importante con el 9.1% alcanzado en el mismo período el año anterior. Aunque el resultado es bajo frente al registro de 2007, debe considerarse el efecto previsible por la política de alzas en las tasas de interés por parte del Banco de la República lo mismo que el endurecimiento del encaje que ha venido adoptando la autoridad monetaria. Adicionalmente, se presentaron algunos elementos coyunturales como el ciclo político de los gobiernos locales, la huelga de Cerromatoso y la Semana Santa.

Según el Banco de la República, la política de tasas de interés ha sido efectiva en moderar el crecimiento del crédito y la demanda agregada en beneficio del buen funcionamiento de la economía colombiana. Los mayores precios internacionales de las materias primas y los alimentos se han transmitido a los precios al consumidor, reduciendo el ingreso disponible de los hogares y afectando la demanda de otros bienes, especialmente los de origen industrial. Por otra parte, la elevación de los precios internacionales de las materias primas ha encarecido los costos de las empresas. Esto, aunado a la aceleración del crecimiento de los salarios se ha reflejado en un rápido aumento de la inflación al productor. Estos hechos explican simultáneamente la aceleración de la inflación y la desaceleración de la actividad económica. La apreciación

del peso moderó los anteriores efectos en el año 2007, pero ha sido insuficiente para mitigarlos significativamente en lo corrido del presente año[4].

De acuerdo al Banco de la República la tasa representativa del mercado –TRM- (promedio mes) fue de $ 1.712,28 por dólar, al corte del ejercicio que comentamos. De acuerdo al Banco de la República, la DTF cerró junio de 2008 en 9.75% E.A. y en general las tasas de los TES se incrementaron. Las principales causas del repunte de precios tienen causa en el incremento en el de los alimentos y el transporte afectado primordialmente por los precios del petróleo, los cuales se incrementaron a causa del fenómeno mundial del constante incremento en sus precios.

## 7.2.- ANÁLISIS DEL SECTOR

La demanda de electricidad en el país, en los últimos doce meses, es decir de enero a diciembre de 2007, presentó una tasa de crecimiento de 4,0%. A diciembre de 2007, la demanda acumulada del año se ubicó en 52.851,3 GWh. La demanda de electricidad para el Valle del Cauca de enero a diciembre de 2007, presentó una tasa de crecimiento de 3,3%. A diciembre de 2007, la demanda acumulada del año se ubicó en 6.410 GWh[5].

Para el Operador de Red (OR) EPSA, la demanda en los últimos doce meses, es decir de enero a diciembre de 2007, presentó una tasa de crecimiento de 2,2%. A diciembre de 2007, la demanda acumulada del año se ubicó en 2.115 GWh. Durante 2007, la demanda de EPSA Distribución fue de 1.556 GWh-año presentando un crecimiento del 1,8%, al compararla con 2006 (1.528 GWh-año). La demanda del Mercado Regulado de EPSA aumentó un 2,8 % y la del Mercado No Regulado y Peajes aumentó un 0,4%[6].

A continuación se presentan algunas cifras importantes del informe anual 2007 de EPSA:

| | | Unidad | 2007 | 2006 |
|---|---|---|---|---|
| TÉCNICOS | Capacidad instalada | MW | 923,5 | 864,5 |
| | Energía producida | GWh | 3.412 | 3.098 |
| | Disponibilidad de plantas | % | 96,64 | 95,61 |
| | Energía facturada en redes propias | GWh | 1.074 | 1.112 |
| | Energía facturada en otras redes | GWh | 321 | 382 |

[4] Comunicado de Prensa. Junta Directiva del Banco de la República presenta Informe al Congreso.
[5] Informe de Gestión 2007.
[6] Informe de Gestión 2007.

| CLIENTES y Recurso Humano | Unidad | 2007 | 2006 |
|---|---|---|---|
| Clientes de EPSA | No. Clientes | 403.203 | 390.884 |
| Clientes en otras redes | No. Clientes | 1.690 | 1.647 |
| Número de empleados | No. Personas | 699 | 692 |

Fuente: Informe de Gestión 2007.

Las anteriores cifras nos dan una idea del tamaño del mercado en el que se desenvuelve EPSA. La posición competitiva de EPSA tanto a nivel nacional como en su área de influencia se constituye como una fortaleza. En el negocio de distribución, la compañía atiende a más de 41 municipios y cerca de 400 mil clientes posicionándose como la principal empresa del sector eléctrico en la región del Valle del Cauca. En el negocio de generación de energía, con los 1.055 MW de capacidad instalada que posee la compañía se posiciona como la quinta generadora de energía del país con una participación del 9% en el mercado. En el negocio de transmisión, la compañía se sitúa como la quinta transportadora con el 2,6% de las redes del Sistema de Transmisión Nacional[7].

## 7.3.- COMENTARIO GENERAL SOBRE EL DESEMPEÑO DE LA COMPAÑÍA

### 7.3.1.- Comentario del representante legal de los tenedores de bonos.

Como se mencionó en el resumen ejecutivo la situación financiera y el desempeño financiero de EPSA S.A, ESP son satisfactorios, sin factores significativos que puedan amenazar su estabilidad financiera en el largo plazo y por tanto generar algún riesgo significativo de incumplimiento de sus obligaciones con los acreedores de la empresa, específicamente con sus tenedores de bonos.

En el siguiente cuadro se presenta un resumen de los indicadores financieros de la empresa a junio de 2007 y junio de 2008 y posteriormente las conclusiones más relevantes sobre situación financiera de la compañía al 30 de junio del año 2008 y su desempeño financiero en el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 30 de junio del año 2008 que constituyen el comentario del representante legal de los tenedores de bonos solicitado en esta parte del informe.

[7] Informe calificadora de riesgos Duff & Phelps de Colombia S.A, 31 de octubre de 2007. Revisión anual de la calificación de la Emisión de Bonos Ordinarios por valor de $320.000 millones

**Cuadro 6: Principales Indicadores Financieros**

| RENTABILIDAD | Junio 2007 | Junio 2008 |
|---|---|---|
| Rotación de activos (veces) | 0,12 | 0,13 |
| Rentabilidad de los activos totales | 3,68% | 4,08% |
| Margen Bruto | 74,9% | 78,1% |
| Margen Operacional | 39,2% | 47,5% |
| Margen Neto | 30,14% | 30,70% |
| Rendimiento del Patrimonio | 5,5% | 6,0% |
| **LIQUIDEZ** | | |
| Razón Corriente | 0,53 | 0,51 |
| Prueba ácida de inventarios | 0,51 | 0,49 |
| Prueba ácida cuentas por cobrar | 0,50 | 0,49 |
| Capital neto de trabajo | -176.079 | -243.448 |
| EBITDA | 189.771 | 242.830 |
| Margen EBITDA | 54% | 57% |
| **ENDEUDAMIENTO** | | |
| Endeudamiento Total | 32,8% | 32,4% |
| Endeudamiento Financiero | 22% | 21% |
| Endeudamiento con tendores de bonos | 11% | 13% |
| Apalancamiento a Corto Plazo | 40,1% | 47,8% |
| Cubrimiento de Intereses | 3,7 | 5,0 |
| Cubrimiento de Intereses (EBITDA/Intereses) | 5,2 | 6,0 |
| Intereses / total ingresos operacionales | 10,51% | 9,55% |
| Obligaciones financieras y bonos en circulación/ total ingresos operacionales | 181,90% | 161,26% |
| Solidez | 3,1 | 3,1 |

Fuente: Estados Financieros a Junio 30 de 2008. Cálculos: Fidubogotá.

a) Los ingresos operacionales del primer semestre del año 2008 fueron de $424.306 millones, con un crecimiento de 21.2% respecto del 2007. La utilidad operacional fue de $201.495 millones con un crecimiento de 46.7%. La utilidad neta del período comprendido entre el 1 de enero y el 30 de junio del 2008 fue de $130.244 millones, que representa un crecimiento del 23.4% frente al mismo período el año anterior. Estos crecimientos muestran el dinamismo que ha tenido el negocio y los buenos resultados del mismo.

b) A junio 30 del 2008 los activos presentaron un incremento anual de 11.1% ubicándose en $3.19 billones.

c) Los márgenes bruto, operacional y neto son adecuados ubicándose al cierre del 30 de junio de 2008 en 78.1%, 47.5% y 30.7% respectivamente. Estos indicadores nos muestran las rentabilidades de la compañía en relación con los ingresos operacionales. El margen neto nos indica que la utilidad neta correspondió a un 30.7% de los ingresos operacionales del período.

d) Los pasivos de la compañía pasaron de $0.94 billones en junio del 2007 a $1.03 billones en junio del 2008, lo que representa un crecimiento anual de 9.7%. El nivel de endeudamiento total de la compañía ó la relación entre el pasivo total y el activo total se mantiene en los mismos niveles del año anterior, al pasar de 32.8% a 32.4% al cierre de junio del 2008. Este indicador representa el apalancamiento que posee la empresa con terceros ó la proporción de los activos que pertenecen a acreedores.

e) El indicador de endeudamiento financiero se ubica en junio del 2008 en 21.5%. Esto significa que las obligaciones financieras de corto y largo plazo, más el saldo de los bonos en circulación de corto y largo plazo, equivalen en junio de 2008 al 21.5% de los activos totales (22.2% en junio del 2007). El endeudamiento de corto plazo equivalía al 40.1% en el 2007 y al 47.8% en el 2008. El endeudamiento con los tenedores de bonos equivalía al 11.1% y al 13.2% en los mismos períodos.

f) Se puede observar que el patrimonio de la compañía se ubicó al cierre de junio del 2008 en $2.16 billones comparado con $1.93 billones en el primer semestre del 2007, evidenciando un crecimiento del 11.8%, esto gracias a las utilidades del ejercicio y a la valorización de sus inversiones que se observa dentro de la subcuenta superávit por valorizaciones. El retorno sobre el patrimonio para el ejercicio es de 6.0%. Quiere decir esto que los accionistas obtuvieron un rendimiento sobre su inversión de 6.0% en el primer semestre del 2008 comparado con un 5.5 % en el 2007. La rentabilidad del activo fue de 4.1% en el 2008 frente al 3.7% el año anterior.

g) La razón corriente como indicador de liquidez representa la capacidad que tiene la compañía para cubrir sus pasivos corrientes con activos corrientes, es decir, las disponibilidades de la empresa a corto plazo para afrontar sus compromisos también a corto plazo. En junio de 2007 y 2008, de cada peso que EPSA S.A, ESP debía en el corto plazo contaba con 0.53 y 0.51 pesos para cubrirlo. El capital de trabajo neto expresa en términos de valor lo que la razón corriente expresa como una razón. Aunque estos dos indicadores pueden dar la impresión de problemas de liquidez, su uso es limitado para analizar este tipo de empresas.

h) El EBITDA, significa el valor de la utilidad operacional de la empresa en términos de efectivo. Esto significa que aunque la utilidad operacional reportada por la empresa en el primer semestre del 2008 sea de $201.495 millones, la empresa realmente disponía de $242.830 millones de pesos en términos de caja (EBITDA), lo cual es bastante favorable y evidencia un mejoramiento en términos de liquidez de un año a otro (en junio del 2007 fue de $189.771 millones). Este indicador fue equivalente al 57% de los ingresos operacionales en el primer semestre del año.

i) El indicador de protección de la deuda EBITDA/ Intereses mejoró al pasar 5.2 veces en junio de 2007 a 6.0 veces en junio de 2008. La cobertura de gastos financieros, medida a través de la relación entre la utilidad operacional y los gastos financieros, en junio de 2007 y 2008 fue respectivamente de 3.7 y 5.0 veces.

j) A partir de las observaciones que se acaban de hacer sobre los resultados financieros de la empresa, nuestra conclusión como representantes legales de los tenedores de bonos es que el emisor EPSA S.A, ESP. cuenta con las garantías suficientes para respaldar las emisiones que están vigentes y en el momento no se prevén situaciones que le impidan cumplir sus obligaciones con los acreedores tal y como lo ha venido haciendo oportunamente, y en particular con los tenedores de bonos.

## 7.4.- ESTADOS FINANCIEROS

A continuación se presentan los estados financieros solicitados; la estructura del balance y el estado de pérdidas y ganancias

### a.- Balance general

| BALANCE GENERAL | | |
|---|---|---|
| **30 de junio de 2008 (Millones de pesos)** | **jun-07** | **jun-08** |
| ACTIVO CORRIENTE | 201.299 | 250.178 |
| EFECTIVO | 6.239 | 7.260 |
| INVERSIONES | 5.544 | 7.715 |
| Inversiones Admon de la Liquidez - Renta Fija | 145 | 0 |
| Inversiones Admon de la Liquidez - Renta Variable | 5.399 | 7.715 |
| Inversiones con fines de política - Renta Fija | 0 | 0 |
| Inversiones Operaciones de Cobertura | 0 | 0 |
| Inversiones patrimonial método del costo | 0 | 0 |
| Inversiones patrimonial método de participación | 0 | 0 |
| Inversiones renta fija - DTN | 0 | 0 |
| Inversiones renta fija - fondos administrados - DT | 0 | 0 |
| Inversiones de las reservas internacionales | 0 | 0 |
| Derechos de recompra de inversiones | 0 | 0 |
| Provisión para protección de inversiones | 0 | 0 |
| RENTAS POR COBRAR | 0 | 0 |
| DEUDORES | 177.555 | 222.197 |
| INVENTARIOS | 7.328 | 8.767 |
| OTROS ACTIVOS | 4.632 | 4.240 |
| BIENES DE BENEFICIO Y USO Público | 0 | 0 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | 2.669.092 | 2.938.723 |
| INVERSIONES | 189.953 | 181.505 |

| | | |
|---|---|---|
| RENTAS POR COBRAR | 0 | 0 |
| DEUDORES | 12.099 | 7.086 |
| PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO | 1.617.035 | 1.736.524 |
| BIENES DE BENEFICIO Y USO PUBLICO | 0 | 0 |
| RECURSOS NATURALES Y DEL AMBIENTE | 0 | 0 |
| OTROS ACTIVOS | 850.006 | 1.013.608 |
| TOTAL ACTIVO | 2.870.391 | 3.188.901 |

Fuente: Superfinanciera.

| BALANCE GENERAL | | |
|---|---|---|
| **30 de junio de 2008 (Millones de pesos)** | **jun-07** | **jun-08** |
| PASIVO CORRIENTE | 260.480 | 263.549 |
| OPERACIONES DE BANCA CENTRAL Y ENTIDADES FINANCIER | 0 | 0 |
| OPERACIONES DE CREDITO PUBLICO | 0 | 0 |
| OBLIGACIONES FINANCIERAS | 158.760 | 135.439 |
| Administración de liquidez | 0 | 0 |
| Créditos Obtenidos | 155.898 | 128.801 |
| Cerditos Asumidos por FNG | 0 | 0 |
| Fondos Adquiridos con Compromiso de Recompra | 0 | 4.784 |
| Intereses Administración de liquidez | 0 | 0 |
| Intereses créditos Obtenidos | 2.862 | 0 |
| Intereses Fondos Adquiridos con compromiso de Re | 0 | 1.855 |
| CUENTAS POR PAGAR | 93.716 | 116.802 |
| OBLIGACIONES LABORALES Y DE SEGURIDAD SOCIAL INTEG | 1.927 | 4.140 |
| OTROS PASIVOS | 6.077 | 7.168 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 680.465 | 768.638 |
| OPERACIONES DE BANCA CENTRAL Y ENTIDADES FINANCIER | 0 | 0 |
| OPERACIONES DE CREDITO PUBLICO | 0 | 0 |
| OBLIGACIONES FINANCIERAS | 160.166 | 127.739 |
| CUENTAS POR PAGAR | 0 | 0 |
| OBLIGACIONES LABORALES Y DE SEGURIDAD SOCIAL INTEG | 0 | 0 |
| OTROS BONOS Y TITULOS EMITIDOS | 317.959 | 421.106 |
| PASIVOS ESTIMADOS | 155.957 | 173.688 |
| OTROS PASIVOS | 46.383 | 46.105 |
| TOTAL PASIVO | 940.945 | 1.032.187 |
| PATRIMONIO | 1.929.446 | 2.156.715 |
| HACIENDA PUBLICA | 0 | 0 |
| PATRIMONIO INSTITUCIONAL | 1.929.446 | 2.156.715 |
| Aportes Sociales | 0 | 0 |
| Capital Autorizado y Pagado | 1.109.444 | 1.109.444 |

| | | |
|---|---|---|
| Capital parafiscal fiscal y aporte en especie | 0 | 0 |
| Prima en Colocación de Acciones Cuotas o Partes D | 0 | 0 |
| Reservas | 141.206 | 178.022 |
| Dividendo y Participaciones decretados excedentes f | 0 | 0 |
| Resultados de Ejercicios Anteriores- Banrep-fdos g | 1.417 | 1.417 |
| Resultado del Ejercicio | 105.517 | 130.244 |
| Resultados de Ejercicio- Banrepública y fdos garan | 0 | 0 |
| Superávit | 518.724 | 701.511 |
| Revaporización de Patrimonio | 53.137 | 36.076 |
| Ajustes patria institucional deterioro bienes | 0 | 0 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO | 2.870.391 | 3.188.901 |

Fuente: Superfinanciera.

## b.- Estados de resultados

| ESTADO DE RESULTADOS | | |
|---|---|---|
| **30 de junio de 2008 (Millones de pesos)** | **jun-07** | **jun-08** |
| INGRESOS | 350.123 | 424.306 |
| Ingresos Fiscales | 0 | 0 |
| Venta de Bienes | 2.866 | 2.702 |
| Venta de Servicios | 347.258 | 421.604 |
| Transferencias | 0 | 0 |
| Recursos de los Fondos | 0 | 0 |
| Operaciones de Interinstitucio | 0 | 0 |
| OTROS INGRESOS | 56.527 | 53.295 |
| Financiación | 9.006 | 18.138 |
| Ajustes por diferencia en camb | 37.581 | 27.097 |
| utilidad por método de partcip | 4.728 | 7.352 |
| Extraordinarias | 5.211 | 708 |
| Ajustes de Ejercicios Anterior | 0 | 0 |
| COSTOS DE VENTAS | 190.981 | 191.939 |
| Costos de Ventas de Bienes | 0 | 0 |
| Costos de Ventas de Servicios | 190.981 | 191.939 |
| COSTO DE PRODUCCION | 0 | 0 |
| GASTOS | 65.755 | 92.489 |
| Administración | 17.346 | 25.801 |
| De Operación | 0 | 0 |
| Provisiones Agotamiento Depre | 48.410 | 66.689 |
| Transferencias | 0 | 0 |
| Costo Social | 0 | 0 |

| | | |
|---|---|---|
| Gasto de inversión social | 0 | 0 |
| Operaciones de Interinstitucio | 0 | 0 |
| OTROS GASTOS | 44.563 | 62.928 |
| Intereses | 36.797 | 40.506 |
| Comisiones | 173 | 91 |
| Ajustes por diferencia | 5.481 | 16.949 |
| Financieros | 373 | 3.766 |
| Perdida por método de participa | 0 | 0 |
| Extraordinarios | 1.739 | 1.616 |
| Ajustes de ejercicios anterior | 0 | 0 |
| Costos y Gastos por distribuir | 0 | 0 |
| Ajustes asignación costos de p | 0 | 0 |
| AJUSTES POR INFLACION | 167 | 0 |
| EXCEDENTE O DEFICIT DEL EJERCI | 105.517 | 130.244 |

Fuente: Superfinanciera.

## c.- Estados de cambio en el patrimonio

EPSA

*EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P.*
*Estados de Cambios en el Patrimonio*
*Por el periodo que terminó el 30 de Junio de 2008 comparado con el año que terminó el 31 de Diciembre de 2007*
(Expresados en miles de pesos)

| | Capital social | Prima en colocación de acciones | Reserva Legal | Reserva Estatutaria | Reserva Readquisic. Acciones | Reserva Excad. Depre. Fiscal-Cont. | Revalorización del patrimonio | Resultado de ejerc.anteriores | Resultado del ejercicio | Superávit Método de Participación | Superávit por valorizaciones | Total patrimonio de los accionistas |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo al 1° de Enero de 2007 | 1.109.444.352 | 173 | 80.091.560 | 4.796.119 | 11.091.861 | 33.410.219 | 70.197.869 | 1.416.925 | 112.165.732 | 25.252.623 | 491.462.127 | 1.939.929.558 |
| Apropiaciones: | | | | | | | | | | | | |
| Reservas | | | 11.216.573 | 124 | | | | | | | | |
| Dividendos pagados | | | | | | | | | (11.216.697) | | | - |
| Movimiento Prima Colocación ( Metodo Participación) | | | | | | | | | (100.949.035) | | | (100.949.035) |
| Movimiento del ejercicio en valorizaciones | | | | | | | | | | (544.403) | | (544.403) |
| Utilidad neta al 31 de Diciembre de 2007 | | | | | | | (17.061.084) | | | | 189.587.313 | 172.526.230 |
| **Saldo al 31 de Diciembre de 2007** | **1.109.444.352** | **173** | **91.308.135** | **4.796.243** | **11.091.861** | **33.410.219** | **53.136.786** | **1.416.925** | **196.825.573** | **24.708.219** | **681.049.441** | **2.207.787.922** |
| Apropiaciones: | | | | | | | | | | | | |
| Reservas | | | 19.682.557 | 17.133.404 | | | | | (36.815.961) | | | - |
| Dividendos Pagados | | | | | | | | | (160.009.612) | | | (160.009.612) |
| Movimiento Prima Colocación ( Metodo Participación) | | | | | | | | | | (395.017) | | (395.017) |
| Movimiento del ejercicio en valorizaciones | | | | | | | (17.061.084) | | | | (3.851.918) | (20.913.002) |
| Utilidad neta al 30 de Junio de 2008 | | | | | | | | | 130.244.427 | | | 130.244.427 |
| **Saldos al 30 de Junio de 2008** | **1.109.444.352** | **173** | **111.990.692** | **21.929.646** | **11.091.861** | **33.410.219** | **36.075.702** | **1.416.925** | **130.244.427** | **24.313.202** | **677.197.522** | **2.156.714.717** |

Fuente: Estados Financieros a Junio 30 de 2008.

## 7.5.- INDICADORES FINANCIEROS

En el numeral 7.3.1, se presentó el comportamiento junio de 2007 y junio del 2008 de los indicadores financieros adecuados para el análisis de la situación financiera de EPSA. S.A, ESP., con base en los cuales se hizo el análisis presentado en ese numeral, a partir de la información suministrada por la empresa, que corresponde principalmente a la que aparece en los informes trimestrales, presentados a las respectivas asambleas de accionistas.

## 8.- OTROS HECHOS RELEVANTES

En este numeral se hace una trascripción de la información relevante disponible en la página Web de la Superintendencia Financiera, sección de emisores, capítulo de información relevante. Los hechos relevantes con posterioridad a la fecha del análisis no afectan las conclusiones presentadas previamente sobre la suficiencia de las garantías y son los siguientes:

| Fecha | Tema | Resumen |
|---|---|---|
| 24/07/2008 | Colocación de títulos | Aviso de redención de los Papeles Comerciales EPSA A181. |
| 24/07/2008 | Reforma de estatutos | Registro en Cámara de Comercio de Cali de la reforma estatutaria aprobada en la reunión extraordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA celebrada el 02 de julio de 2008. |
| 22/07/2008 | Codigos de Buen Gobierno | Última versión del Codigo de Buen Gobierno de la Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. EPSA E.S.P. |
| 18/07/2008 | Colocación de títulos | Resultado de colocación de papeles comerciales en el mercado de valores el 17 de julio de 2008. |
| 17/07/2008 | Reforma de estatutos | Solemnización de la reforma estatutaria aprobada en la reunión extraordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA celebrada el 02 de julio de 2008. |
| 16/07/2008 | Avisos ofertas | Aviso de oferta pública de papeles comerciales segundo lote. |
| 02/07/2008 | Emisión de valores | Programa de emisión y colocación de valores aprobada en la reunión extraordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA E.S.P. celebrada el día 02 de julio de 2008. |
| 02/07/2008 | Inversión en otras sociedades | Prestación de garantías aprobada en la reunión extraordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA E.S.P. celebrada el día 02 de julio de 2008. |
| 02/07/2008 | Cambio de Junta Directiva | Modificación parcial de la Junta Directiva aprobada en la reunión extraordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA E.S.P. celebrada el día 02 de julio de |

| | | |
|---|---|---|
| | | 2008. |
| 02/07/2008 | Reforma de estatutos | Reforma de estatutos aprobada en la reunión extraordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA E.S.P. celebrada el día 02 de julio de 2008. |
| 23/06/2008 | Asambleas Extraordinarias | Convocatoria para reunión extraordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA E.S.P. |
| 30/05/2008 | Inversión en otras sociedades | Constitución de la sociedad Promotora Miel II S.A. E.S.P. |
| 23/04/2008 | Celebración, modificación o terminación de contratos | Contrato para la construcción de obras civiles de la Central Hidroeléctrica de Amaime. |
| 21/04/2008 | Códigos de Buen Gobierno | Actualización del Código de Buen Gobierno de la Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. EPSA E.S.P. |
| 17/04/2008 | Reforma de estatutos | Protolización de reforma estatutaria aprobada en la reunión ordinaria de la Asamblea General de Accionistas de EPSA del 27 de marzo de 2008. |

Fuente: Superfinanciera.

## 9.- APTITUD DE LA ENTIDAD PARA CONTINUAR ACTUANDO COMO REPRESENTANTE DE LOS TENEDORES DE BONOS.

No existen eventos, que por generar conflictos de interés, pudieran amenazar la aptitud de FIDUBOGOTÁ para continuar actuando como representante de los tenedores de bonos de EPSA S.A., ESP.