

SUPERINTENDENCIA DE SERVICIOS PÚBLICOS

COMITÉ DE SEGUIMIENTO DEL MERCADO MAYORISTA DE ENERGÍA ELÉCTRICA

Informe No 91 – 2014

DESEMPEÑO FINANCIERO DE LOS PRINCIPALES AGENTES GENERADORES EN EL PERIODO 2013

Preparado por:

**Argemiro Aguilar Díaz
Pablo Roda
Gabriel Sánchez Sierra**

Bogotá, Junio 24 de 2014

CONTENIDO

1	INTRODUCCIÓN	1
2	DESEMPEÑO FINANCIERO DE LOS PRINCIPALES AGENTES GENERADORES EN EL PERIODO 2013.....	2
2.1	CHIVOR	2
2.2	EMGESA	4
2.3	GECELCA	7
2.4	ISAGEN.....	9
2.5	EPM.....	12
2.6	CELSIA.....	14
2.7	EPSA.....	16
2.8	CONCLUSIONES.....	18

Resumen Ejecutivo

Para el CSMEM es importante revisar periódicamente la situación financiera de los agentes generadores. El análisis busca, por una parte, determinar si cuentan con la solidez financiera necesaria para respaldar las transacciones en el mercado mayorista. Por otra parte, el desempeño financiero puede arrojar algún indicio de ejercicio de poder de mercado. Utilidades extraordinariamente altas, en teoría, pueden responder a una estructura del mercado poco competitiva.

2013 fue un año de aportes hidrológicos por debajo del promedio y el nivel de embalse inicial se encontraba relativamente bajo. Durante el año se acumuló embalse y la generación térmica desplazó en algún porcentaje a la hídrica. Como resultado, los precios de bolsa se situaron en \$180/kWh, un 52% por encima del promedio del año anterior.

A pesar del aumento en los precios de bolsa, las utilidades para la muestra analizada se contrajeron desde cerca de 3,5 billones en 2012 a 3 billones en el 2013. Este comportamiento hizo descender el retorno sobre el patrimonio a un promedio del 11% que si bien es un poco superior a la rentabilidad general del sector servicios en Colombia, parece adecuada al nivel de riesgo implícito en la actividad de generación eléctrica y no indica un ejercicio sistemático de poder de mercado. Parte de la reducción en las utilidades pudo estar asociada a un menor valor de las reconciliaciones positivas, lo que indica que el sistema operó con un menor número de restricciones físicas.

En la vigencia aumentó la exposición a bolsa de 36% a 45%. Este incremento no es sano para el mercado por dos razones. Por un lado, aumenta los incentivos para presionar al alza los precios de bolsa. Por otro, reduce la oferta disponible en el mercado de contratos que ya resulta estrecha.

Nuevamente se constató que los grandes agentes de generación que se analizaron cuentan con la solvencia necesaria para respaldar sus operaciones en el mercado mayorista. Durante el 2013 aumentó el endeudamiento en la mayoría de los generadores, presumiblemente para financiar sus proyectos de expansión de capacidad. Sin embargo, este aumento no deja el nivel de endeudamiento en niveles preocupantes. De hecho, el índice de apalancamiento muestra que aún cuentan con un espacio grande de expansión.

1 Introducción

En el presente informe el CSMEM analiza el desempeño financiero de los principales generadores durante el 2013, con el objeto de identificar las tendencias de las principales variables de ingresos y gastos, analizar la rentabilidad de los agentes y evaluar su solvencia como participantes del mercado mayorista. Por otra parte, el desempeño financiero puede arrojar algún indicio de ejercicio de poder de mercado; en teoría utilidades extraordinariamente altas pueden responder a una estructura del mercado poco competitiva.

No se incluye en este informe el análisis de desempeño del MEM, debido a que el CSMEM no pudo contar con la información y los indicadores utilizados con tal fin.

2 Desempeño Financiero de los Principales Agentes Generadores en el Periodo 2013

2.1 Chivor

Las ventas por generación de energía para Chivor crecieron 18%, a pesar de que la generación de la empresa se redujo de 4.664 GWh en 2012 a 3.373 GWh en el 2013. Los aportes hídricos para Chivor en 2013 fueron muy cercanos a su media. Sin embargo, en abril del mismo año, el embalse llegó a un nivel crítico del 12,9% del máximo volumen útil diario, lo cual llevó a la empresa a recuperar su embalse, incidiendo en una generación menor con relación a la del 2012. Lo anterior se soporta en que el nivel del embalse finalizó el año con un 93,3% del máximo volumen útil diario. Se observa además que la disponibilidad comercial promedio de la planta durante el año fue del 88%, presumiblemente por mantenimientos o actualizaciones de los equipos.

El aumento en los ingresos, paralelo a la caída en generación, sugiere que el precio implícito de la energía vendida por Chivor registró un aumento importante. De acuerdo con los estados financieros de la empresa, Chivor expuso el 45% de su generación en la bolsa, similar al comportamiento del año anterior.

Tabla No 1. Ingresos de Chivor (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Ingresos	913,977	1,003,918
Generación ⁽¹⁾	828,817	977,066
Largo Plazo	57%	55%
Bolsa	43%	45%
Comercialización	0	0
Otros servicios	645	702
Otros ingresos	84,515	26,150

Fuente: SSPD. Notas (1): La información de generación para transacciones de largo plazo y bolsa presentada en el informe financiero anual de Chivor difiere de la reportada a la SSPD en las cuentas del PUC. Los porcentajes se calculan a partir de los datos contenidos en el informe financiero

Los costos de la empresa se incrementaron en un 56%, explicado en su mayor parte por un aumento en las compras de energía en la Bolsa. La empresa sólo despachó en promedio un 39% de su capacidad, lo que le obligó a comprar energía en la bolsa para

honrar los contratos de largo plazo. Los otros costos y gastos se mantuvieron relativamente constantes o tendieron a reducirse. Esto indica que la empresa realizó un esfuerzo por controlar sus gastos administrativos.

La utilidad antes de impuestos se sitúa en 320.675 MM y después de impuestos en 218.174 MM; un 14% inferior a la registrada en el 2012. La reducción en las utilidades se explica en gran medida por las mayores compras de energía en la bolsa.

Tabla No 2. Gastos de Chivor (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Costos de producción	382,027	595,954
Gastos en personal y otros generales	14,948	15,020
Depreciación	24,532	21,978
Costo de bienes	298,816	518,495
Compras de energía en bloque	0	0
Compras de energía en bolsa	279,986	502,095
Costo de conexión (restricciones)	2,653	2,573
Uso de redes	0	0
Otros (manejo comercial)	16,177	13,828
Contribuciones (Ley 99, Fondo de Solidaridad, aportes)	25,188	17,553
Insumos	0	0
Químicos	0	0
Gas	0	0
Carbón	0	0
Fuel Oil	0	0
Otros insumos	0	0
Impuestos (excluida renta)	96	72
Otros (arriendo, amortización, honorarios)	18,446	22,835
Utilidad Bruta	531,950	407,964
Gastos	154,184	87,289
Administración	24,402	22,091
Provisión de agotamiento (excluida renta)	19,103	8,109
Otros gastos (intereses y otros)	110,678	57,089
Utilidad antes de impuestos	377,766	320,675
Impuestos	124,577	102,501
Utilidad del período	253,190	218,174

Fuente: SSPD. Notas (1): La información de generación para transacciones de largo plazo y bolsa presentada en el informe financiero anual de Emgesa difiere de la reportada a la SSPD en las cuentas del PUC. Los porcentajes se calculan a partir de los datos contenidos en el informe financiero

El valor del activo en el balance decreció un 14% y se presentó una reestructuración entre los rubros. Se redujeron considerablemente los activos de inversiones y deudores y aumentó el valor de otros activos. Estos últimos corresponden principalmente, a

valorizaciones por obras civiles y equipo electromecánico. Por otro lado, se observa una disminución del pasivo en un 48%, explicado en su mayoría por la caída en las cuentas por pagar de la empresa. Posiblemente, parte de la reducción de liquidez en inversiones y deudores se destinó a liquidar obligaciones con terceros. Adicionalmente, el patrimonio registró un aumento de casi 200.000 MM explicado por la valorización de activos antes mencionada.

Tabla No 3. Balance de Financiero de Chivor (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Activos	1,995,790	1,717,655
Caja y bancos	37,390	38,192
Otros activos líquidos	0	0
Inversiones	253,336	67,948
Deudores	335,673	69,515
Inventarios	2,605	3,529
Planta y equipo	1,119,930	1,084,896
Otros activos	246,856	453,575
Pasivos	992,377	515,755
Obligaciones financieras y de mercado de capitales	305,769	327,460
Cuentas por pagar	442,722	14,988
Obligación laboral	1,393	1,420
Pasivos estimados	88,401	22,633
Otros pasivos	459,861	476,715
Patrimonio	1,003,413	1,201,900

Fuente: SSPD

El análisis de los indicadores de Chivor muestra que sigue siendo una empresa sólida en términos financieros. El endeudamiento pasó del 15% al 19%, pero se mantiene en niveles moderados. La deuda está constituida principalmente por emisión de títulos y bonos, los que en su momento se encontraban próximos a su vencimiento. El apalancamiento de la empresa es bajo (0,43) y le otorga un espacio amplio de expansión. Entre el 2012 y el 2013 se observa una gestión importante por aumentar la rotación de la cartera. El número de días promedio de cobro se redujo de 134 en 2012 a 25 en 2013. El ROE se redujo del 25% al 18%, que sigue siendo una rentabilidad elevada con relación al promedio de la economía.

2.2 Emgesa

Los ingresos por generación de Emgesa crecieron 10% real entre 2012 y 2013, para situarse en 1.7 billones de pesos. Nuevamente el precio de venta de la energía influyó en el comportamiento de los ingresos, puesto que la generación de la empresa sólo

aumentó en un 1%. Emgesa incrementó su exposición a la bolsa de un 24% a un 31%. Los ingresos totales de la empresa, que incluyen la comercialización, llegaron a 2,4 billones de pesos.

Tabla No 4. Ingresos de Emgesa (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Ingresos	2,202,620	2,459,359
Generación ⁽¹⁾	1,532,954	1,692,516
Largo Plazo	76%	69%
Bolsa	24%	31%
Comercialización	645,530	701,462
Otros servicios	4,136	3,450
Otros ingresos	19,999	61,931

Fuente: SSPD. Notas (1): La información de generación para transacciones de largo plazo y bolsa presentada en el informe financiero anual de Emgesa difiere de la reportada a la SSPD en las cuentas del PUC. Los porcentajes se calculan a partir de los datos contenidos en el informe financiero

Los costos de producción de Emgesa se incrementaron en un 18%, debido principalmente a las compras de energía en la bolsa que subieron un 115%. Se puede resaltar que la compra de carbón aumentó considerablemente, lo cual es consistente con una mayor generación de energía térmica en el 2013.

A pesar de este aumento en los costos, la utilidad para del periodo aumentó en un 7%. Pasó de 813.251 MM en el 2012 a 870.446 MM en el año siguiente. Este aumento parece explicado por el comportamiento de los ingresos asociados a la generación y a la comercialización.

Los activos de Emgesa crecieron ligeramente entre el 2012 y el 2013; pasaron de 9,3 billones a 9,8 billones de pesos. Este aumento se explica en su mayoría por las mayores inversiones cercanas a 400.000 MM. Los pasivos tuvieron un crecimiento del 14%, superior al registrado por los activos. Por su lado, el patrimonio se mantuvo prácticamente constante.

Tabla No 5. Gastos de Emgesa (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Costos de producción	896,599	1,037,595
Gastos en personal y otros generales	48,621	52,180
Depreciación	142,345	143,933
Costo de bienes	441,544	587,722
Compras de energía en bloque	39,650	22,208
Compras de energía en bolsa	142,669	306,792
Costo de conexión (restricciones)	32,118	13,802
Uso de redes	211,790	225,032
Otros (manejo comercial)	15,316	19,887
Contribuciones (Ley 99, Fondo de Solidaridad, aportes)	66,699	64,136
Insumos	140,957	131,795
Químicos	359	511
Gas	16,902	1,003
Carbón	28,991	67,590
Fuel Oil	94,705	62,691
Otros insumos	0	0
Impuestos (excluida renta)	4,912	4,862
Otros (arriendo, amortización, honorarios)	51,521	52,968
Utilidad Bruta	1,306,021	1,421,763
Gastos	184,226	156,288
Administración	25,674	24,793
Provisión de agotamiento (excluida renta)	6,818	5,845
Otros gastos (intereses y otros)	151,734	125,649
Utilidad antes de impuestos	1,121,795	1,265,476
Impuestos	324,274	395,030
Utilidad del período	797,521	870,446

Fuente: SSPD

Tabla No 6. Balance financiero de Emgesa (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Activos	9,303,296	9,785,759
Caja y bancos	642,597	281,486
Otros activos líquidos	0	0
Inversiones	165,455	564,596
Deudores	331,853	415,745
Inventarios	64,281	58,237
Planta y equipo	5,626,580	6,018,820
Otros activos	2,472,529	2,446,875
Pasivos	3,479,778	3,979,236
Obligaciones financieras y de mercado de capitales	2,786,175	3,291,620
Cuentas por pagar	441,918	355,421
Obligación laboral	11,378	12,163
Pasivos estimados	236,443	308,426
Otros pasivos	2,468,378	2,996,682
Patrimonio	5,823,518	5,806,523

Fuente: SSPD

Los indicadores financieros de la empresa indican un nivel de endeudamiento medio-bajo del 34% para el 2013 y un apalancamiento bajo, que se mantiene estable entre el 2012 (0,6) y el 2013 (0,69). La deuda de la empresa se compone principalmente de bonos y títulos. La rentabilidad de la empresa pasó del 14% al 15% entre los dos años, manteniéndose en niveles más altos que el promedio del sector servicios. Por otro lado, la rotación de cartera disminuyó en un 12%. El promedio de días aumentó de 55 a 62.

2.3 Gecelca

Tanto los ingresos totales de Gecelca como los ingresos por generación se redujeron en un 9% y un 4%, respectivamente, entre el 2012 y 2013. Se presentó una caída en los ingresos a pesar de un aumento en la generación que pasó de 5.394 GWh a 6.834 GWh. Este descenso puede estar relacionado con una reducción en los ingresos por generaciones de seguridad de TEBSA. Las reconciliaciones positivas (en pesos) en el 2013 representaron la mitad de las obtenidas en 2012. La exposición a la bolsa de la empresa se redujo entre los dos años de un 46% a un 40%. Este aspecto se considera positivo, pues en la medida en que los agentes térmicos aumenten su posición en contratos bilaterales, se reduce el incentivo a ejercer poder de mercado y se amplía la oferta en el mercado de contratos.

Tabla No 7. Ingresos de Gecelca (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Ingresos	1.385.185	1.262.406
Generación	999.436	955.591
Largo Plazo	54%	60%
Bolsa	46%	40%
Comercialización	0	0
Otros servicios	330.781	251.714
Otros ingresos	54.967	55.101

Fuente: SSPD

Por otro lado, los costos de producción de la empresa aumentaron en un 3%, lo que significó, junto a la disminución de los ingresos, una caída de la utilidad significativa. La utilidad antes y después de impuestos cayó en un 72% entre estos dos años. El aumento en los costos de producción se explica, en su mayoría, por un incremento en la compra de insumos; en particular la compra de carbón para la generación térmica. Cabe mencionar que el valor de los insumos creció en menor medida que la generación térmica, lo que podría interpretarse como una reducción en el precio implícito de los combustibles utilizados por Gecelca.

Tabla No 8 Gastos de Gecelca (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Costos de producción	1.097.784	1.132.311
Gastos en personal y otros generales	20.522	21.414
Depreciación	55.372	48.616
Costo de bienes	301.163	260.340
Compras de energía en bloque	178.331	126.062
Compras de energía en bolsa	70.820	91.622
Costo de conexión (restricciones)	4.810	4.658
Uso de redes	1.941	1.891
Otros (manejo comercial)	45.260	36.107
Contribuciones (Ley 99, Fondo de Solidaridad, aportes)	3.049	4.512
Insumos	675.069	767.105
Químicos	398	1.068
Gas	537.017	550.306
Carbón	70.576	123.209
Fuel Oil	17.393	18.860
Otros insumos	49.686	73.662
Impuestos (excluida renta)	6.535	7.886
Otros (arriendo, amortización, honorarios)	36.073	22.438
Utilidad Bruta	287.401	130.095
Gastos	85.246	74.268
Administración	56.840	53.131
Provisión de agotamiento (excluida renta)	1.074	9.158
Otros gastos (intereses y otros)	27.332	11.979
Utilidad antes de impuestos	202.155	55.827
Impuestos	71.258	19.505
Utilidad del período	130.897	36.322

Fuente: SSPD

Por el lado del balance financiero, los activos crecieron 4% y los pasivos 18%. El crecimiento de los primeros se dio por un aumento de los deudores, si bien se ve una disminución similar por el lado de las inversiones. Los pasivos crecieron debido a un aumento importante en las obligaciones financieras y en las cuentas por pagar. El patrimonio cayó ligeramente en el 2013 en relación al 2012, en un 2%.

Los indicadores muestran que Gecelca también es una empresa sólida, en términos financieros. Su endeudamiento es particularmente bajo; se encuentra en un nivel del 6% para 2013, superior al 2% registrado en 2012. El apalancamiento en el 2013 fue del 0,42, lo que representa un aumento con relación al 2012. A pesar de este aumento, el apalancamiento de Gecelca sigue siendo bajo y le da un margen amplio de expansión. La rotación de cartera disminuyó, pasó de 174 días a 259. También lo hizo la

rentabilidad que pasó del 11% al 3%. Esta última resulta baja para el promedio del sector servicios en Colombia.

Tabla No 9 Balance financiero de Gecelca (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Activos	1.643.425	1.701.546
Caja y bancos	71.163	48.058
Otros activos líquidos	0	0
Inversiones	397.246	217.903
Deudores	661.458	895.471
Inventarios	55.299	58.166
Planta y equipo	185.162	175.295
Otros activos	273.097	306.653
Pasivos	422.418	499.250
Obligaciones financieras y de mercado de capitales	37.303	109.125
Cuentas por pagar	72.974	103.727
Obligación laboral	1.887	3.528
Pasivos estimados	272.011	241.462
Otros pasivos	38.243	41.409
Patrimonio	1.221.007	1.202.296

Fuente: SSPD

Es posible decir que si bien Gecelca sigue siendo una empresa sólida, su situación se deterioró respecto al año anterior. Se puede observar que la rentabilidad de la empresa disminuyó, probablemente por el cambio en las condiciones del sistema, que redujeron las reconciliaciones, al menos en términos monetarios.

2.4 Isagen

Isagen incrementó sus ingresos totales y de generación para el año 2013 con respecto al año 2012. El aumento porcentual en los ingresos de generación (28%) es muy superior al crecimiento de la generación de este agente (7%), lo que ratifica la hipótesis de un alza en los precios de la energía respecto al 2012. En el 2013 se presentó una recomposición de la generación de Isagen, con una caída en la hidráulica y un aumento de la térmica. La exposición a la bolsa de la empresa pasó de 27% a 35%.

Tabla No 10 Ingresos de Isagen (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Ingresos	1.758.227	1.995.534
Generación	799.767	1.021.707
Largo Plazo	73%	65%
Bolsa	27%	35%
Comercialización	0	0
Otros servicios	879.181	917.515
Otros ingresos	79.279	56.313

Fuente: SSPD

Tabla No 11 Gastos de Isagen (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Costos de producción	1.057.179	1.258.187
Gastos en personal y otros generales	100.476	118.469
Depreciación	101.883	103.904
Costo de bienes	624.542	693.940
Compras de energía en bloque	1.007	242
Compras de energía en bolsa	389.416	456.783
Costo de conexión (restricciones)	19.490	23.835
Uso de redes	207.239	205.086
Otros (manejo comercial)	7.390	7.994
Contribuciones (Ley 99, Fondo de Solidaridad, aportes)	49.824	52.331
Insumos	106.715	207.326
Químicos	129	529
Gas	106.585	190.024
Carbón	0	0
Fuel Oil	0	16.773
Otros insumos	0	0
Impuestos (excluida renta)	1.448	2.336
Otros (arriendo, amortización, honorarios)	72.290	79.882
Utilidad Bruta	701.048	737.347
Gastos	192.020	183.288
Administración	112.810	103.118
Provisión de agotamiento (excluida renta)	12.271	13.957
Otros gastos (intereses y otros)	66.939	66.212
Utilidad antes de impuestos	509.027	554.059
Impuestos	46.299	126.561
Utilidad del período	462.728	427.499

Fuente: SSPD

Los costos de producción de la empresa entre los dos años aumentaron un 19%. En su mayor parte, este incremento se dio por el aumento en las compras de energía en la bolsa para cumplir con los contratos y compras de insumos para la generación. En

particular, el insumo que más influyó en el aumento fue la compra de gas. Durante el año la empresa despachó en promedio un 54% de su capacidad, mientras que en el 2012 el promedio fue de 53%.

La utilidad de la empresa antes de impuesto aumentó en un 9% y después de impuestos decreció en un 8%, debido a un aumento en el monto pagado en impuesto entre los dos años. La utilidad del periodo se ubicó en el 2013 en 427.499 MM de pesos, cuando en el año anterior fue de 462.728 MM de pesos.

Los activos de la empresa se ubicaron en el orden de 1,7 billones de pesos, que representa un aumento respecto al año anterior de 10%. El rubro más significativo en este aumento fue el de planta y equipo de generación, probablemente asociado con la construcción de Hidro-Sogamoso. Los pasivos se incrementaron a su vez en un 11%. De este aumento, gran parte se concentró en obligaciones financieras que crecieron un 21%; relacionado con lo anterior.

El patrimonio de la empresa pasó de ser 3,7 billones de pesos a un poco más de 4 billones de pesos. Esto representa un crecimiento del patrimonio del 9%. El aumento se dio en su mayor parte por un crecimiento de las reservas.

Tabla No 12 Balance financiero de Isagen (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Activos	6.834.139	7.527.262
Caja y bancos	180.474	229.155
Otros activos líquidos	850	0
Inversiones	595	20.848
Deudores	729.700	372.450
Inventarios	86.102	89.434
Planta y equipo	5.048.545	5.834.453
Otros activos	787.872	980.922
Pasivos	3.150.149	3.511.801
Obligaciones financieras y de mercado de capitales	2.204.851	2.673.888
Cuentas por pagar	402.665	245.701
Obligación laboral	11.252	12.016
Pasivos estimados	80.478	129.090
Otros pasivos	450.903	451.105
Patrimonio	3.683.989	4.015.461

Fuente: SSPD

Isagen tiene un nivel de endeudamiento medio-bajo que para 2013 se ubicó en un 36%, superior al 32% registrado en 2012. De igual manera, el apalancamiento es bajo

e indica una solidez financiera en la empresa. La empresa se apalancó en 0,86 en 2012 y subió su apalancamiento ligeramente a 0,87 en 2013. Estos dos datos muestran una consistencia en los índices financieros, pues en ninguno de los dos se dieron aumentos importantes. Lo mismo se puede decir de la rentabilidad que pasó de 13% a 11% y que se mantiene en niveles buenos para el sector. Por otro lado, aumentó la rotación de la cartera de 151 días a 68 días. En este sentido, parece haber un esfuerzo en el 2013 por aumentar la rotación de la misma.

2.5 EPM

En el caso de EPM se presenta una situación paradójica, en la cual la generación aumentó en un 6% con respecto al 2012 y los ingresos asociados se redujeron un 2%. Esta situación es difícil de explicar en la medida en que el precio de bolsa del 2013 estuvo por encima del de 2012 y EPM no es un agente muy activo en el mercado de generación por seguridad. Una posible explicación de este fenómeno puede estar asociada a la mayor exposición de EPM en contratos bilaterales.

Tabla No 13 Ingresos de EPM (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Ingresos	5,057,323	4,464,728
Generación ⁽¹⁾	1,352,779	1,324,847
Largo Plazo	57%	55%
Bolsa	43%	45%
Comercialización	2,660,144	2,691,730
Otros servicios	377,427	233,107
Otros ingresos	666,972	215,043

Fuente: SSPD. Notas (1): La información de generación para transacciones de largo plazo y bolsa presentada en el informe financiero anual de EPM difiere de la reportada a la SSPD en las cuentas del PUC. Los porcentajes se calculan a partir de los datos contenidos en el informe financiero

Debido al carácter integrado de EPM entre generación, distribución y comercialización, se dificulta el análisis de la información financiera y su comparación con otros agentes generadores. Por ejemplo, varios rubros con un peso importante en la estructura de costos se asocian con los pagos por el uso de redes que deben enfrentar los distribuidores-comercializadores. De igual forma, se registra un gasto importante en insumos de generación que presumiblemente corresponden a las compras de gas natural, incluidas las que destina EPM para atender a sus usuarios en este sector.

Las utilidades se redujeron de 1,48 billones en 2012 a 0,96 en 2013. Este desempeño es consistente con el aumento en gastos y la disminución en ingresos. Sin embargo, por lo mencionado anteriormente, es difícil interpretar el resultado.

Tabla No 14 Gastos de EPM (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Costos de producción	2,126,340	2,147,324
Gastos en personal y otros generales	203,906	175,956
Depreciación	221,660	217,298
Costo de bienes	1,226,053	1,264,279
Compras de energía en bloque	310,404	411,734
Compras de energía en bolsa	468,970	372,312
Costo de conexión (restricciones)	2,094	1,845
Uso de redes	431,346	463,939
Otros (manejo comercial)	13,239	14,449
Contribuciones (Ley 99, Fondo de Solidaridad, aportes)	85,854	89,920
Insumos	82,749	76,016
Químicos	0	0
Gas	68,454	47,274
Carbón	0	0
Fuel Oil	14,295	28,742
Otros insumos	0	0
Impuestos (excluida renta)	3,872	9,375
Otros (arriendo, amortización, honorarios)	302,246	314,481
Utilidad Bruta	2,930,983	2,317,403
Gastos	1,112,883	962,736
Administración	446,401	385,276
Provisión de agotamiento (excluida renta)	111,376	152,124
Otros gastos (intereses y otros)	555,106	425,337
Utilidad antes de impuestos	1,818,100	1,354,668
Impuestos	335,279	391,160
Utilidad del período	1,482,821	963,507

Fuente: SSPD

La información reportada por EPM a la SSPD muestra cambios muy grandes, tanto en las magnitudes como en la estructura del balance. No es posible explicar estas variaciones con hechos del mercado mayorista de energía y por lo tanto, resulta prudente no incluir el cuadro resumen del balance general. Conviene a futuro una reunión con la SSPD para depurar la información, de tal forma que las cuentas reportadas excluyan todo lo no relacionado con generación eléctrica.

Hecha esta salvedad, los cálculos de los indicadores muestran que EPM presenta solidez financiera. El nivel de apalancamiento (0,6) como de endeudamiento (33%) son relativamente bajos. Por otra parte, la rentabilidad sobre el patrimonio es del 9%, en el rango reportado para el promedio del sector servicios en el país.

2.6 Celsia

En 2013 los ingresos por generación de Celsia crecieron 48% y la generación, principalmente térmica, creció un 59%. Como en el caso de Gecelca, el diferencial entre el crecimiento de los ingresos y el de generación, en un entorno de precios de bolsa al alza, se explica por menores ingresos en las reconciliaciones. La exposición a la bolsa de la empresa aumentó entre estos dos años de 35% a 41%. Hay que tener en cuenta que en Celsia los ingresos por generación representan el 20% del total de los ingresos y los de comercialización un porcentaje similar. La mayor parte de las entradas de la compañía provienen de otras actividades.

Tabla No 15 Ingresos de Celsia (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Ingresos	459,211	700,384
Generación ⁽¹⁾	93,854	138,524
Largo Plazo	65%	59%
Bolsa	35%	41%
Comercialización	109,879	143,695
Otros servicios	20,937	24,672
Otros ingresos	234,542	393,493

Fuente: SSPD. Notas (1): La información de generación para transacciones de largo plazo y bolsa presentada en el informe financiero anual de Celsia difiere de la reportada a la SSPD en las cuentas del PUC. Los porcentajes se calculan a partir de los datos contenidos en el informe financiero

Los gastos administrativos y de personal se mantuvieron controlados durante el 2013. El mayor nivel de generación en 2013 se tradujo en menores compras de energía a terceros para honrar los contratos y en un mayor gasto en insumos. El gas natural representó la mayor parte de este gasto. Se observa que el componente que más influyó en el incremento de los costos fue el rubro de otros gastos (arriendo, amortizaciones y honorarios).

La utilidad después de impuestos, de acuerdo con la información reportada a la SSPD, es de 290.000 MM, con un crecimiento del 251% respecto al 2012. No obstante, estos valores no coinciden con los estados financieros publicados por Celsia que contienen

información de otras actividades de la empresa, diferentes a la generación eléctrica. En particular, el reporte de impuesto a la renta de 2013 parece excepcionalmente bajo.

Tabla No 16 Gastos de Celsia (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Costos de producción	220,438	278,000
Gastos en personal y otros generales	4,479	4,305
Depreciación	10,998	12,518
Costo de bienes	175,247	147,708
Compras de energía en bloque	0	0
Compras de energía en bolsa	169,121	124,930
Costo de conexión (restricciones)	550	560
Uso de redes	0	0
Otros (manejo comercial)	5,575	22,218
Contribuciones (Ley 99, Fondo de Solidaridad, aportes)	1,987	2,372
Insumos	20,373	36,492
Químicos	12	16
Gas	19,873	35,807
Carbón	0	0
Fuel Oil	0	0
Otros insumos	290	669
Impuestos (excluida renta)	104	141
Otros (arriendo, amortización, honorarios)	7,249	74,462
Utilidad Bruta	238,773	422,384
Gastos	134,370	129,973
Administración	47,331	50,767
Provisión de agotamiento (excluida renta)	451	7,714
Otros gastos (intereses y otros)	86,588	71,492
Utilidad antes de impuestos	104,403	292,411
Impuestos	21,676	2,379
Utilidad del período	82,727	290,032

Fuente: SSPD

Una primera inspección al balance muestra que la empresa actúa como un fondo de inversiones además de su actividad en la generación eléctrica. En efecto, en el rubro de inversiones se observa un activo de 3,1 billones de pesos, un 10% por encima del registrado en 2012. En planta y equipo por su parte, los activos equivalen a 0,33 billones, un 8% del total de la compañía. El patrimonio de la empresa en 2013 registra un incremento del 13% respecto al año anterior.

Tabla No 17 Balance financiero de Celsia (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Activos	3,955,563	4,122,679
Caja y bancos	131,760	68,985
Otros activos líquidos	0	0
Inversiones	2,830,414	3,123,484
Deudores	145,942	141,362
Inventarios	17,824	23,473
Planta y equipo	345,137	334,038
Otros activos	484,485	431,337
Pasivos	1,067,776	857,088
Obligaciones financieras y de mercado de capitales	831,320	803,445
Cuentas por pagar	66,982	50,176
Obligación laboral	2,384	1,018
Pasivos estimados	166,883	2,271
Otros pasivos	208	178
Patrimonio	2,887,787	3,265,591

Fuente: SSPD

El nivel de endeudamiento de Celsia es bajo. Las deudas financieras y del mercado de capitales representan apenas un 19% del activo. Por lo tanto, la empresa tiene un espacio muy amplio para aumentar su apalancamiento, que se calculó en un 0,26. Considerando el eventual problema de información alrededor de las utilidades después de impuestos, la rentabilidad sobre el patrimonio se calculó en 9%. Esta rentabilidad es consistente con los promedios para el sector servicios.

2.7 EPSA

Los ingresos por generación de EPSA crecieron 3% y la generación creció casi un 6%. Como en los casos de otros generadores principalmente hidráulicos, el aumento en precio de bolsa explica los crecimientos más que proporcionales de los ingresos respecto a la generación. En el caso de EPSA la cobertura en contratos de largo plazo ya era baja en 2012 (37%) y disminuyó aún más en 2013 (23%). También se observa la importancia en la generación de ingresos de otras actividades, particularmente la distribución y comercialización de energía a usuarios finales.

El comportamiento de los costos se mantuvo relativamente estable durante este periodo. Se destaca una reducción en las compras de gas natural y en las compras de energía en bloque. La empresa obtuvo una utilidad después de impuestos de 281.647 MM, un 1% por debajo del registro de 2012.

Tabla No 18 Ingresos de EPSA (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Ingresos	1,304,854	1,274,576
Generación ⁽¹⁾	478,052	492,054
Largo Plazo	37%	23%
Bolsa	63%	77%
Comercialización	106,915	513,384
Otros servicios	612,634	223,748
Otros ingresos	106,915	45,390

Fuente: SSPD. Notas (1): La información de generación para transacciones de largo plazo y bolsa presentada en el informe financiero anual de EPSA difiere de la reportada a la SSPD en las cuentas del PUC. Los porcentajes se calculan a partir de los datos contenidos en el informe financiero

Tabla No 19 Gastos de EPSA (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Costos de producción	730,891	686,777
Gastos en personal y otros generales	65,951	68,611
Depreciación	56,295	63,734
Costo de bienes	439,266	399,001
Compras de energía en bloque	104,795	66,471
Compras de energía en bolsa	228,740	230,456
Costo de conexión (restricciones)	3,425	3,144
Uso de redes	72,570	79,505
Otros (manejo comercial)	29,737	19,425
Contribuciones (Ley 99, Fondo de Solidaridad, aportes)	20,606	20,524
Insumos	21,419	13,313
Químicos	0	0
Gas	21,419	13,313
Carbón	0	0
Fuel Oil	0	0
Otros insumos	0	0
Impuestos (excluida renta)	9,285	10,886
Otros (arriendo, amortización, honorarios)	118,069	110,708
Utilidad Bruta	573,963	587,798
Gastos	163,539	142,409
Administración	64,453	67,797
Provisión de agotamiento (excluida renta)	29,779	10,652
Otros gastos (intereses y otros)	69,307	63,959
Utilidad antes de impuestos	410,424	445,389
Impuestos	125,606	163,742
Utilidad del período	284,819	281,647

Fuente: SSPD

El valor de la empresa se expandió durante el 2013 en un 9% y mantuvo constante la estructura entre pasivos y patrimonio. Los activos en planta y equipos crecieron un 2% y el rubro de otros activos creció en 20%. Estos dos rubros representan el 86% del activo. El patrimonio para 2013 fue de 3,2 billones de pesos.

Tabla No 20 Balance financiero de EPSA (millones de COP de diciembre de 2013)

Cuenta	2012	2013
Activos	4,114,581	4,474,484
Caja y bancos	137,028	99,576
Otros activos líquidos	0	0
Inversiones	246,067	344,167
Deudores	171,019	156,407
Inventarios	6,402	6,709
Planta y equipo	2,234,801	2,288,002
Otros activos	1,319,264	1,579,622
Pasivos	1,152,619	1,260,479
Obligaciones financieras y de mercado de capitales	707,394	783,398
Cuentas por pagar	120,323	159,043
Obligación laboral	5,877	8,901
Pasivos estimados	270,416	261,086
Otros pasivos	669,392	657,002
Patrimonio	2,961,962	3,214,004

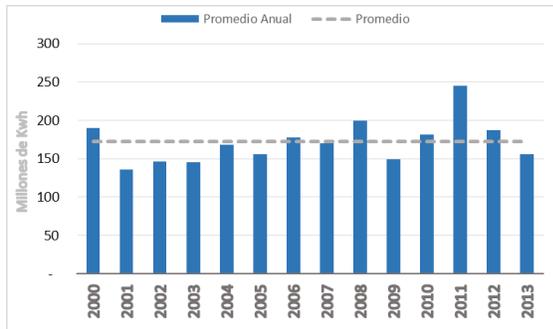
Fuente: SSPD

Al igual que las otras empresas analizadas, EPSA es una compañía sólida en términos financieros. Su endeudamiento fue en 2013 del 18% y se mantiene estable a lo largo de los dos años. Igualmente, el apalancamiento de EPSA es bajo, lo cual le da un amplio margen de expansión. La rentabilidad sobre el patrimonio fue de un 9%, un punto por debajo de la del 2012.

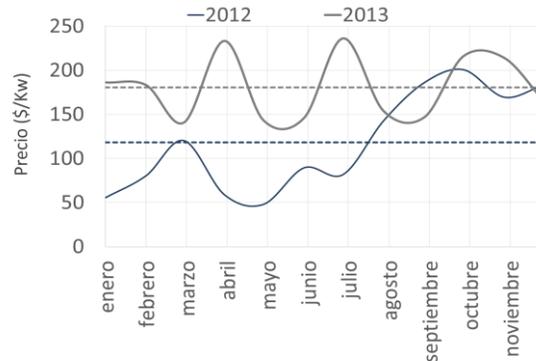
2.8 Conclusiones

El 2013 fue un año por debajo del promedio en términos de hidrología. No obstante, los precios promedio ponderados de bolsa registraron un aumento importante con relación al año anterior. En 2012 el precio de bolsa ponderado por la energía despachada fue de \$118/kWh y en 2013 de \$180/kWh.

**Gráfico 1. Aporte a los embalses
2000-2013**



**Gráfico 2. Comparación del precio de
bolsa 2012 - 2013**



Fuente: cálculos a partir del precio de bolsa, demanda horaria y aportes reportados por XM

En la muestra de agentes analizada, la utilidad del ejercicio 2013 fue de 3 billones de pesos, un 11% inferior a lo reportado en 2012.

Se calculó un indicador en el cual se divide el patrimonio por la capacidad instalada de cada agente. De acuerdo con este indicador, cada kW de capacidad estaría valorado en libros en USD \$1.200. No obstante, este cálculo sobreestima el valor en la medida en que un porcentaje importante de los activos de Celsia y EPM están destinados a actividades distintas a generación. El promedio, excluyendo estas empresas, es de USD \$961 que es una cifra razonable.

Se intentó calcular el precio implícito percibido por cada agente como la división de los ingresos de generación por los kW's generados. El indicador no obstante, es muy volátil con un valor muy bajo para Celsia y otro extremadamente alto para Chivor. El promedio de los generadores analizados es de \$134/kWh. Sin embargo, si excluimos estos dos extremos, el promedio es de \$121/kWh, inferior al precio de bolsa promedio que rigió en 2013. Esto se puede explicar por los precios en que está pactada su energía en contratos de largo plazo.

El despacho promedio de la capacidad instalada fue de 48%. La mayoría de las empresas tuvo un porcentaje similar al registrado en 2012. Se observa un crecimiento importante en los agentes predominantemente térmicos, Celsia y Gecelca y una reducción en Chivor. La generación en 2013 creció un 6% y cambió su composición, con un aumento de la generación térmica de un 45% y una disminución de la hidráulica de un 2%. Esto se puede explicar por la tendencia bajista en las lluvias desde 2011.

En promedio las empresas recibieron USD \$5/mes por concepto de cargo de confiabilidad, por cada kW instalado. Este promedio es similar a la remuneración que fijaba en el esquema anterior de cargo de capacidad. Se observa que los agentes predominantemente térmicos reciben un cargo mayor por kW instalado que los hidráulicos. Esto es precisamente lo que se buscó con el cambio al nuevo sistema, para reflejar la capacidad de respaldo de los distintos generadores bajo hidrologías críticas.

La rentabilidad promedio se situó en 11%. Esta rentabilidad es superior al 7,9% registrada en el sector servicios en Colombia para el 2013, pero no alcanza niveles excesivamente altos que permitan inferir un comportamiento sistemático de ejercicio de poder de mercado. Adicionalmente, el retorno parece razonable dado el nivel de riesgo de la actividad de generación. En el caso de Gecelca el retorno sobre patrimonio es excesivamente bajo y muestra un deterioro sobre le comportamiento del año anterior.

El análisis evidencia un aumento en el nivel de exposición a la bolsa que pasó del 36% en el 2012 a 45% en el 2013. Este incremento no es sano para el mercado por dos razones. Por un lado, aumenta los incentivos para presionar al alza los precios de bolsa. Por otro, reduce la oferta disponible en el mercado de contratos que ya resulta estrecha.

Finalmente, el análisis constata que los principales agentes generadores del mercado de energía cuentan con solidez financiera y no se deben esperar incumplimientos o insolvencia de su parte.

Tabla No 21 Resumen de indicadores

	Celsia	Chivor	Emgesa	EPM	EPSA	Gecelca	Isagén	Promedio
Utilidades (\$ MM)	290,032	218,174	870,446	963,507	281,647	36,322	427,499	441,089
Patrimonio/CEN (USD/Kw)	1,977	623	1,040	1,620	1,672	517	955	1,200
Ingresos de generación/generación (\$/Kwh)	46	290	131	91	142	140	99	134
% de despacho	40%	39%	51%	51%	40%	65%	54%	48%
CC/CEN (USD/Kw-mes)	8	3	5	5	2	8	4	5
ROE (%)	9	18	15	9	9	3	11	11
Margen neto (%)	41	22	35	22	22	3	21	24
Nivel de endeudamiento (%)	19	19	34	33	18	6	36	24
Rotación cartera (días)	74	25	62	166	45	259	68	100
Exposición a bolsa	41	45	31	45	77	40	35	45
Gasto en insumos (\$/Kwh generado)	14	0	129	162	39	112	128	84

Fuente: XM