

ELÉCTRICA PUNTILLA S.A.

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Solvencia Tendencia	AA Estable	Analista Teléfono	Carlos Ebersperger H. 56-2- 433 5219
Clasificación Anterior	AA-	Fax	56-2- 433 5201
Otros Instrumentos	No hay	Correo Electrónico	carlos.ebersperger@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
EEFF base	30 junio 2010	Tipo de Reseña	Cambio de Clasificación

Estado de Resultados					
Miles de \$ Dic-09	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	6.450.738	4.657.279	14.943.898	16.290.166	8.989.832
Costo Explotación	-3.771.270	-2.176.158	-1.651.947	-1.859.298	-1.644.310
Gasto Admin. y Venta	-122.438	-92.069	-409.307	-608.123	-784.709
Resultado Operacional	2.557.029	2.389.052	12.882.644	13.822.745	6.560.813
Utilidad Neta	2.215.062	2.156.085	10.735.821	11.620.733	5.956.569
EBITDA	2.833.720	2.640.209	13.225.460	14.166.533	6.920.937

Balance General					
Miles de \$ Dic-09	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	1.574.436	772.127	5.987.240	17.245.061	45.734.040
Activos Fijos	11.984.108	13.728.663	13.441.950	13.064.582	12.740.529
Otros Activos	1.165.484	1.119.761	1.073.941	1.073.243	24.484.090
Total Activos	14.724.028	15.620.551	20.503.130	31.382.886	82.958.659
Pasivo Circulante	398.564	262.707	1.430.892	686.671	350.187
Pasivo Largo Plazo	8.173.231	7.050.942	32.345	33.381	34.683
Patrimonio	6.152.233	8.306.902	19.039.893	30.662.834	82.573.789
Total Pasivos	14.724.028	15.620.551	20.503.130	31.382.886	82.958.659

Opinión

Fundamento de la clasificación

Eléctrica Puntilla S.A. (EPSA), constituida en 1997, tiene como giro la generación de energía eléctrica en el Sistema Interconectado Central (SIC). La empresa es dueña de la central Puntilla, planta hidroeléctrica de pasada ubicada en la comuna de Pirque con una potencia instalada de 22 MW y recientemente incorporó otros 28,5 MW de capacidad de generación. La propiedad de la compañía pertenece a la Asociación de Canalistas Sociedad del Canal de Maipo (SCM) y a un conjunto de regantes que a su vez son miembros de esta última sociedad.

Según los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2009, la empresa generó ingresos anuales por \$ 8.990 millones (US\$ 17,7 millones) y un EBITDA de US\$ 13,6 millones.

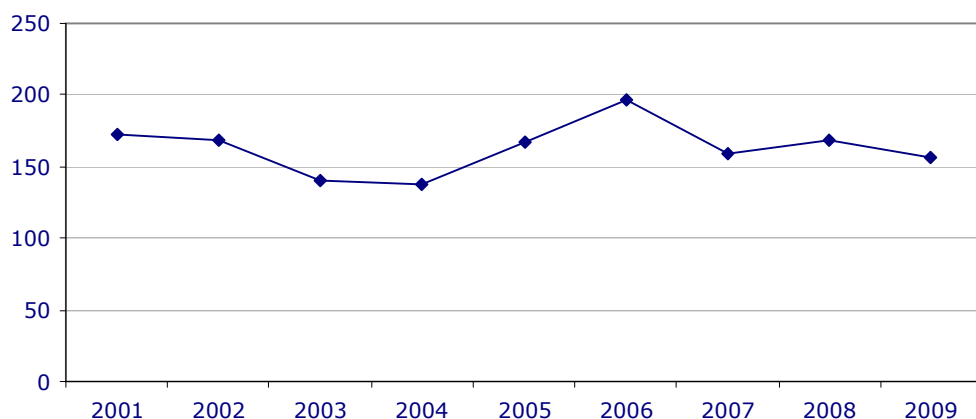
El cambio de clasificación de riesgo de la sociedad desde *Categoría "AA-"* a *Categoría "AA"* responde a la incorporación a **EPSA** de las centrales Florida, Eyzaguirre y Rincón, las que en conjunto aportarán 28,8 MW de capacidad instalada y en promedio han generado 156 GWh en el trienio 2007-2009, permitiéndole así a la empresa duplicar su anterior capacidad de generación.

Al igual que el complejo Puntilla, las centrales incorporadas corresponden a unidades hidroeléctricas de pasada. Son de propiedad de SCM, y fueron traspasadas a **EPSA** mediante un contrato de arriendo de largo plazo, con vencimiento el 31 de diciembre de 2099, que abarca el derecho de uso de las aguas de los regantes para fines de la generación eléctrica. La incorporación de estos derechos fue condición vinculante para la firma del contrato, con el objeto de evitar que un eventual traslado de estos derechos a otros puntos de la Región Metropolitana mermara la capacidad de generación de las tres centrales.

La modalidad utilizada para mantener los derechos de uso de aguas fue el traspaso de acciones de **EPSA** a quienes firmaran el acuerdo de no traslado. De esta manera, además de SCM, parte de la propiedad de **EPSA** corresponde en la actualidad a regantes de la cuenca del Río Maipo, quienes, conjuntamente, tienen un 17,41% de las acciones, mientras que SCM conserva un 62,59% y Fundación San Carlos, controlada por SCM, un 20%. A futuro se prevé que la proporción de los regantes en la propiedad llegue a cerca de un 40%, disminuyendo el de SCM.

La central Florida posee desde 1982 un contrato de provisión de suministro eléctrico con Chilectra, principal empresa de distribución eléctrica de la Región Metropolitana. Este contrato tiene contemplada la entrega de la totalidad de la producción de la central (cerca de 146 GWh/año), sin establecerse mínimos ni máximos, y se renueva de forma automática. Por su parte, los 10 GWh/año generados en las centrales Eyzaguirre y Rincón son vendidos en el mercado *spot*. En general, la producción de las tres centrales es bastante estable año a año.

Producción Anual Florida, Eyzaguirre y Rincón (GWh)



Humphreys estima que el contrato significará un flujo libre para Eléctrica Puntilla de cerca de \$ 2.800 millones al año, además de obtenerse sinergias en la mantención y operación conjunta de los dos complejos de centrales.

La categoría asignada se ve complementariamente favorecida por la estabilidad de la capacidad de generación hidroeléctrica de la empresa. En efecto, la ubicación de la Central Puntilla en lo alto del río Maipo permite una elevada probabilidad de disponer de los volúmenes de agua necesarios para operar la planta eléctrica con altos niveles de generación (en los últimos años la ocupabilidad de la planta ha sido de 97%). Aunque en menor proporción, similar característica poseen las tres centrales incorporadas desde octubre a **EPSA**.

En términos comparativos, la clasificación de riesgo también reconoce las bajas necesidades de inversión y de mantenimiento que requiere la central eléctrica, así como lo reducido de sus costos operacionales y gastos de administración en relación a sus ventas, todo lo cual fortalece la capacidad de la empresa para soportar períodos de bajos ingresos.

En contraposición, la categoría de riesgo asignada a la capacidad de pago de la compañía se ve restringida por la exposición que tienen sus ingresos a las fluctuaciones del precio *spot* de la energía. Este factor de riesgo se ha materializado como consecuencia de que hasta 2009 la empresa vendía la totalidad de su energía a otras generadoras en el mercado *spot*, lo cual, si bien le ha sido beneficioso en los años de precios elevados, en una perspectiva de largo plazo es un factor altamente riesgoso por cuanto conlleva una elevada volatilidad de la rentabilidad de los activos y del patrimonio de la sociedad. Como atenuante, la clasificación reconoce la firma de un contrato con CGE Distribución para la venta de energía a partir del 1 de enero de 2010, por la mitad de la producción de **EPSA**, lo que le otorga un mayor grado de estabilidad a los ingresos, y la reciente incorporación del contrato de suministro con Chilectra, lo que significa que cerca de un 75% de la producción de **EPSA** se vende bajo la modalidad de contratos.

Otro factor que limita la clasificación de la empresa dice relación con la baja diversidad de la estructura productiva de su negocio, el cual en la actualidad depende de las condiciones hidrológicas de un único río (Maipo). Este grado de concentración productivo incrementa la probabilidad de interrupción del servicio, no obstante que los efectos financieros de este hecho se ven atenuados mediante la contratación de seguros, entre ellos de lucro cesante. Además, debe reconocerse que, en la práctica, la generación de electricidad en las cuatro centrales ha sido bastante estable, incluso en años de baja pluviometría en la región.

A lo anterior se deben sumar los riesgos propios de la industria que, en opinión de **Humphreys**, implica la competencia con grandes empresas y la posibilidad del ingreso de nuevos operadores de relevancia, lo que repercutiría en una presión sobre los márgenes del negocio.

Para la mantención de la categoría de riesgo asignada se requiere que la empresa conserve su política de muy bajo endeudamiento financiero.. A la fecha de esta actualización, EPSA no posee deuda financiera, por lo tanto, la contratación de créditos podría representar un cambio relevante en relación con su situación actual, lo que ameritaría, necesariamente, una revisión de la medición de la capacidad de pago de la empresa. El nuevo nivel de endeudamiento –*ceteris paribus*– determinaría si la categoría de riesgo debe ser modificada y, si así lo fuere, la magnitud de dicho cambio).

Hechos relevantes recientes

- Resultados 2009

Durante 2009, **Eléctrica Puntilla S.A.** obtuvo ingresos por \$ 8.990 millones (US\$ 17,7 millones), lo que implica una baja real de 44,8% respecto de 2008, como consecuencia de la progresiva disminución en los costos marginales en el SIC, a causa de la baja en el precio del petróleo y sus derivados, lo que trae como resultado una caída en el precio de la energía vendida por **EPSA**. Esta baja, incluyendo el precio de energía y potencia, llegó a un 44,3%, y se traduce en que tanto el resultado operacional como la utilidad final y el flujo de caja (EBITDA) se vieron resentidos en 2009.

Los costos de explotación experimentaron una caída de 11,6% entre 2008 y 2009, llegando a \$ 1.644 millones, aunque se incrementó la proporción que representan de los ingresos operacionales desde el 11,4% de 2008 hasta el 18,3% de 2009, como resultado de la disminución de los ingresos principalmente, debiendo destacarse que la mayor parte de los costos corresponden a remuneraciones, repuestos, materiales, depreciación y servicios varios, que no dependen tan directamente del nivel de producción o ingresos.

Los gastos de administración y ventas, en tanto, subieron en un 29% hasta los \$ 785 millones, lo que se explica por un mayor desembolso puntual en estudios para el análisis de la licitación de una central, y por un mayor nivel de contribuciones y patentes.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado operacional de 2009 alcanzó a \$ 6.561 millones, lo que significó una contracción de 52,5% en relación a 2008, representando un 73% de los ingresos, una disminución respecto del 84,9% del año anterior. Mientras tanto, el resultado no operacional ascendió a \$ 534 millones, experimentando un aumento de 184% como consecuencia de mayores ingresos financieros resultantes de los activos financieros de la empresa.

La utilidad de la empresa alcanzó \$ 5.957 millones, una disminución de 48,7% en relación a la obtenida en 2008. Finalmente, El EBITDA se contrajo un 51,1% de forma interanual.

Definición de Categoría de Riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia estable:

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma"