

Sector Eléctrico  
Chile  
Análisis de Riesgo  
Informe Privado

# Empresa Eléctrica Puyehue S.A. (Puyehue)

## Ratings

	Rating Actual
Solvencia	A(cl)
IDR (ML y ME)	NA

IDR: International Issuer Default Rating.  
ML: Moneda Local.  
ME: Moneda Extranjera.

## Outlook

Estable

## Watch

NA

## Información Financiera

E.E. Puyehue S.A. (USD MM)	31/12/010 (IFRS)	31/12/09 (Ch GAAP)
Total Activos	92	86
Total Deuda Financiera	0	0
Ingresos	43	35,8
EBITDA	32	21,1
Deuda Financiera Total/EBITDA (x)	-	-
EBITDA/Gastos Financieros (x)	-	-

## Analistas

Paula Garcia-Uriburu  
+562 499-3316  
[Paula.garcia@fitchratings.com](mailto:Paula.garcia@fitchratings.com)

M. Beatriz Moreno  
+562 499-3315  
[Beatriz.moreno@fitchratings.com](mailto:Beatriz.moreno@fitchratings.com)

## Informes Relacionados

- 'Metodología de Clasificación de Empresas', Noviembre 24, 2009
- 'Renewable Energy: Poor Economics Promote Renewable Policies', Mayo 3, 2010
- 'Power Comparative Statistics Book', Mayo 3, 2010

## Fundamentos

- La clasificación de Puyehue se fundamenta en los sólidos indicadores operacionales y financieros que la compañía ha venido mostrado en los últimos años, los cuales se sustentan en la estabilidad de su generación de flujos operacionales, en las consistentes estrategias operativa y comercial orientadas a la optimización de sus contratos de venta de energía, y en sus acotados niveles de endeudamiento. Otra importante ventaja competitiva de la compañía incluye sus bajos costos de generación.
- La clasificación se ve restringida por falta de diversificación que presenta la compañía, y por su exposición hidrológica, si bien este último riesgo se encuentra parcialmente mitigado por la locación geográfica de la central en el extremo sur de Chile, donde la hidrología es más abundante y predecible que en el resto del país, lo que reduce la exposición de Puyehue a fluctuaciones en los niveles de generación en períodos muy secos.
- Puyehue tiene una política de contratación cercana al 60%-70% de su capacidad de generación, lo cual le da estabilidad a su generación de flujos y reduce su exposición a fluctuaciones en los precios del mercado spot. Adicionalmente, estos contratos han sido históricamente de largo plazo y con compañías de renombrada solvencia.
- La clasificación incorpora el hecho de que la compañía mantenga una agresiva política de dividendos del 100% de sus excedentes. Estos fondos son utilizados por su controlador, ENEL Chile Ltda., subsidiaria de ENEL SpA (clasificada por Fitch con un IDR de A-, Outlook Estable), para invertir en otros proyectos de energía renovable. Sin embargo, este riesgo se encuentra mitigado por la probada solvencia del grupo ENEL y por su política de no endeudar a sus filiales operacionales para financiar otros proyectos. Sobre esta base, y no existiendo deuda adicional en ENEL Chile Ltda., ni en las sociedades holding intermedias que participan en la propiedad de la compañía, Fitch cree que esta sería la máxima presión que recibiría Puyehue en términos de flujos de dividendos a pagar hacia su matriz. Además, no se consideran inversiones relevantes en el mediano plazo, ni deuda financiera adicional.

## ¿Que Podría Gatillar un Cambio en la Clasificación?

- La clasificación de Puyehue podría verse afectada a la baja si su calidad crediticia se viera presionada negativamente a través de cambios en sus políticas de endeudamiento, dividendos o niveles de contratación, lo cual agregaría volatilidad a su generación de flujos y presión a su perfil crediticio.

## Acontecimientos Recientes

La compañía se encuentran evaluando opciones de licitación para contratos de venta de energía a largo plazo, dado que en febrero de 2013 vence el contratos que está actualmente en vigencia con la División Ventanas de Codelco.

## Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

A diciembre de 2010, los ingresos por venta de Puyehue alcanzaron US\$43 millones, mostrando un fuerte incremento del 20% con respecto al año 2009 principalmente debido a los altos precios registrados en el mercado spot durante el año 2010. La política comercial de la compañía se basa en una alta política de contratación (en torno al 70% de su capacidad), la cual le otorga estabilidad a sus flujos, combinada con un margen para aprovechar los *peaks* de precios spot y sus bajos costos de generación.

Además, cabe destacar que durante los últimos 15 años, la compañía ha mostrado niveles de generación relativamente estables aún en años especialmente secos, debido a la buena hidrología predominante en la región en la que opera y a sus bajos costos de generación.

Sobre esta base, la generación de EBITDA operacional también mostró una tendencia creciente, alcanzando US\$32 millones en 2010 con un importante salto en su margen desde el 59% en 2009 al 74.5% en 2010. Este crecimiento en margen se explica en buena medida por los altos precios spot del período, y también por la mejora en la eficiencia de la planta realizada en 2009-2010 a través de la repotenciación de 3 de sus 5 unidades.

A nivel de flujo, la compañía muestra un flujo de caja operativo (CFO) de US\$12.7 millones en 2010. En 2009, dicho flujo había sido negativo en US\$5.3 millones debido, principalmente, al fuerte incremento mostrado en las cuentas por cobrar con compañías relacionadas (ENEL Chile) por sobre US\$13 millones. Cabe destacar que este mecanismo de cuentas inter-compañía (préstamos entre E.E. Panguipulli S.A., E.E. Puyehue S.A. y ENEL Chile) ha sido utilizado por el grupo durante los últimos años debido a que Panguipulli ha estado impedida de pagar dividendos a sus controladores dado que mantenía pérdidas patrimoniales acumuladas desde períodos anteriores a su adquisición por parte del grupo ENEL. Si bien esta restricción debería finalizar a partir del año 2011, en los últimos años se ha visto un importante incremento en las cuentas por cobrar y pagar entre estas 3 compañías.

Puyehue mantiene una política de reparto de dividendos del 100% de sus excedentes, con un monto pagado en 2010 de US\$18.6 millones, llevando al flujo de caja libre a niveles deficitarios en US\$7.2 millones, cuyo financiamiento proviene principalmente del incremento en cuentas por pagar a compañías relacionadas.

## Estructura de Capital y Financiamiento

Puyehue no mantiene deuda financiera desde el año 2007.

En cuanto a la política de financiamiento e inversión del grupo *ENEL Green Power* en América Latina, cabe destacar que si bien las compañías operativas del grupo mantienen una agresiva política de dividendos, esto se ve fuertemente mitigado por i) la posición de solvencia e historia crediticia de su grupo controlador, y ii) la política de que cada empresa operativa financie sus propias inversiones ya sea a través de deuda en su propia entidad o de aportes de sus accionistas.

## Análisis de Liquidez

La posición de liquidez de Puyehue se basa en su sólida generación de flujos operacionales. A diciembre de 2010, la compañía evidencia una situación de liquidez holgada, apoyada además en importantes niveles de caja y valores líquidos (US\$5.5 millones a diciembre de 2010). Sin embargo, Fitch considera para su análisis que dichos flujos serán pagados enteramente como dividendos.

En caso extremo, Fitch considera que la liquidez de Puyehue se encuentra respaldada por la solvencia del Grupo ENEL.

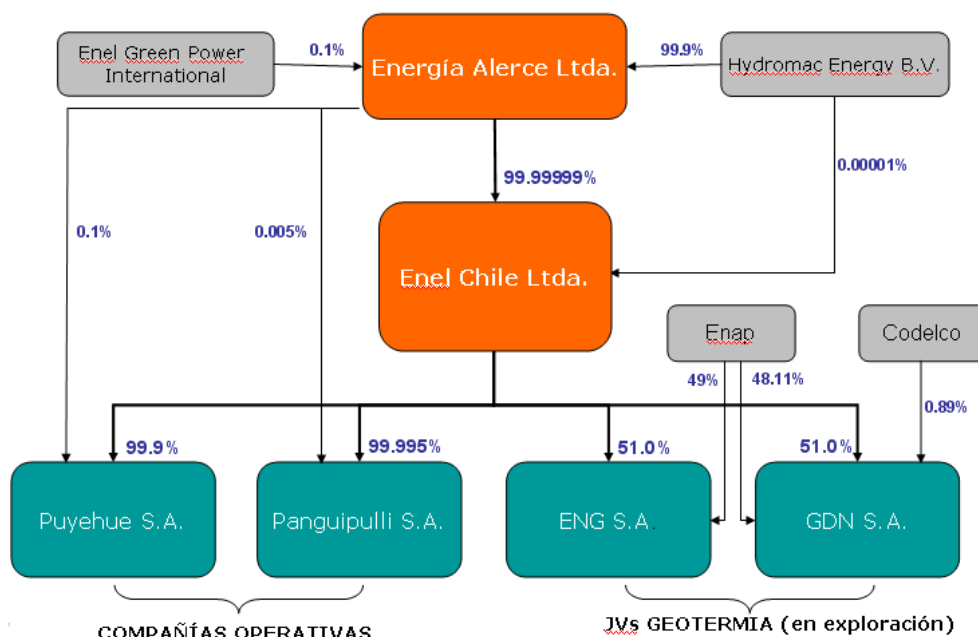
## Perfil

La propiedad de Puyehue está constituida en un 99,9% por ENEL Chile Ltda, filial de ENEL Green Power (EGP), y ésta a su vez pertenece a la compañía italiana Enel SpA (clasificada por Fitch con un IDR de A-, Outlook Estable), cuyo controlador es el estado italiano y es la mayor empresa eléctrica de ese país.

EGP es la principal subsidiaria de ENEL SpA para sus operaciones relacionadas con energía renovable. La compañía es propietaria y opera compañías de generación de energía renovable en Europa y América. En Latinoamérica, EGP está presente en México, Guatemala, El Salvador, Nicaragua, Costa Rica, Panamá, Chile y Brasil.

Dada la diversidad de las tecnologías que opera en sus diversas centrales, EGP ha desarrollado un importante perfil en la región, con más de 660 MW de capacidad instalada de energía renovable, y participaciones minoritarias por 195 MW en otras centrales. A diciembre de 2010, EGP es propietaria de 35 plantas generadoras en la región.

En Chile, la compañía está presente desde el año 2000, cuando compró las 2 compañías hidroeléctricas Puyehue y Panguipulli, y actualmente se encuentra desarrollando, además, 2 proyectos geotérmicos en Joint-ventures junto con Enap.



## Operaciones

Puyehue tiene como actividad la generación y suministro de energía eléctrica. Su principal activo fijo es una planta de generación hidroeléctrica situada en Osorno, X Región de Chile. Opera una central de pasada con 5 turbinas y posee cerca del 0,3% de la capacidad instalada en el SIC (Sistema Interconectado Central).

Puyehue es una sociedad anónima cerrada constituida en diciembre de 1999 como subsidiaria de Enel Chile Ltda., con el objeto de comprar los activos de la central hidroeléctrica Pilmaiquén, que consisten en la central ubicada en la Xª región y la línea de transmisión de 43 km que va desde la central a Osorno. Además de esto, se adquirieron las instalaciones anexas y el terreno donde se ubica la central.

La central hidroeléctrica Pilmaiquén posee cinco unidades generadoras, tres de las cuales poseen una capacidad de 5,6 Mw. cada una y dos de 12 MW cada una. La potencia instalada de la central es de 40.8 Mw., con un factor de planta cercano al 70%.

Esta central utiliza las aguas del río Pilmaiquén, el cual nace 7 Km. aguas arriba en el lago Puyehue. En este lago se dispone de una capacidad de almacenamiento de 290 millones de m<sup>3</sup> de agua, los cuales son regulados mediante una barrera en el nacimiento del río Pilmaiquén. Las aguas del río son conducidas hasta la Central Pilmaiquén donde existe un pequeño embalse de 672 mil m<sup>3</sup>, el cual también permite una regulación menor del caudal de agua requerido. La central se encuentra conectada a la subestación Osorno, perteneciente a STS (Sistema de Transmisión del Sur) a través de una línea de transmisión de 43 Km., de doble circuito en 66 Kv, cuya propietaria es de Puyehue.

Generación Histórica de Energía (GWh) Puyehue - Central Pilmaiquén		
Año	Generación	Variación (%)
1995	270,8	
1996	219,6	-18,9%
1997	270,8	23,3%
1998	163,9	-39,5%
1999	193,7	18,2%
2000	252,0	30,1%
2001	245,5	-2,6%
2002	163,6	-33,4%
2003	263,1	60,8%
2004	265,6	1,0%
2005	253,1	-4,7%
2006	273,0	7,9%
2007	223,0	-18,3%
2008	244,0	9,4%
2009	249,0	2,0%
2010	263,0	5,6%

Fuente: SIC - CNE

## Estrategia Comercial

Si bien Puyehue y Panguipulli son sociedades anónimas separadas, éstas mantienen una estrecha integración comercial y operacional, y el manejo de la estrategia comercial para definir sus contratos se realiza de manera centralizada.

Actualmente, los contratos vigentes para ambas compañías son los siguientes:

Puyehue		Panguipulli	
Capacidad Instalada (MW)	40,8	Capacidad Instalada (MW)	51,4
Factor de planta	70%	Factor de planta	55%
Generación 2010 (GWh)	263	Generación 2010 (GWh)	209,8
Cliente	Codelco	Cliente	Codelco
Fecha inicio	ene-06	Fecha inicio	ene-06
Fecha Término	feb-13	Fecha Término	feb-13
Mínimo comprometido / año (GWh):		280 entre las 2 compañías	
Precio: hasta 280 GWh --> costo fijo    ///    Entre 280 GWh y 330 GWh --> costo Marginal + 10%			
Contrato indexado por CPI americano cada 6 meses.			
Ventas totales 2010 (US\$MM)	15	Ventas totales 2010 (US\$MM)	15,7
		Cliente	Endesa Chile
		Fecha inicio	abr-93
		Fecha Término	sep-28
		Mínimo comprometido / año (GWh)	40
		Precio Fijado	Nudo
		Ventas totales 2010 (US\$MM)	5

La estrategia comercial de estas compañías en su conjunto consiste en estar contratadas en cerca de un 60-70% de su capacidad de generación, dejando un margen para aprovechar los peaks de precios, lo cual se ha traducido históricamente en una gran estabilidad en su generación de flujos.

Este nivel de contratación es acorde a las caídas en la generación que pueden preverse para la mayoría de los años.

Finalmente, el hecho de que estas compañías cuenten con el respaldo del grupo Enel reforzaría su posición en un período de escasa hidrología y precios spot bajos.

INFORME PRIVADO

## Resumen Financiero - Empresa Eléctrica Puyehue S.A. (Puyehue)

(Cifras en millones dólares estadounidenses nominales)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)

	468,01	507,1	636,45	496,89	532,39
	2010	2009	2008	2007	2006
	IFRS	Norma Chilena	Norma Chilena	Norma Chilena	Norma Chilena
<b>Rentabilidad (%)</b>					
EBITDA Operativo	32,0	21,1	19,4	17,6	15,1
Margen de EBITDA (%)	74,5%	59,0%	59,2%	72,5%	73,1%
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	-16,9%	-46,5%	-17,8%	28,8%	26,0%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	52,6%	32,2%	44,4%	32,8%	35,0%
<b>Coberturas (x)</b>					
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	7.944,6	-	27,5	63,4	21,6
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1.851,5	1.837,7	27,5	63,4	4,1
FCF / Servicio de Deuda	-420,8	-8.439,0	-7,2	26,2	1,6
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-101,9	-5.952,1	4,9	59,2	3,5
CFO / Inversiones de Capital	9,1	-1,4	24,4	41,7	5,5
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0,0%	0,0	0,0	5,1%	0,1
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
<b>Balance</b>					
Total Activos	92,0	86,4	57,2	65,3	56,2
Caja e Inversiones Corrientes	5,5	4,9	8,6	9,2	6,9
Deuda Financiera Corto Plazo	0	0	0	0	3,0
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	7,1
Deuda Financiera Total	0	0	0	0	10,1
Total Patrimonio	46,6	48,1	33,4	45,4	34,7
Capitalización Ajustada	46,4	48,1	33,4	45,4	44,8
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	12,7	-5,3	15,3	15,4	12,9
Inversión en Activo Fijo	-1,4	-4,0	-0,6	-0,4	-2,4
Dividendos	-18,6	-7,3	-20,5	-8,0	-5,2
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-7,2	-16,6	-5,8	7,0	5,4
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	0	0	0	-10,1	-0,9
Variación Neta del Capital	0,0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	7,8	10,7	7,2	5,0	1,7
Variación de Caja	0,0	-5,9	1,4	1,9	6,2
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	43,0	35,8	32,8	24,3	20,6
EBIT	29,4	19,2	18,0	16,0	13,6
Gastos Financieros	0,0	0	-0,7	-0,3	-0,7
Resultado Neto	24,4	14,5	15,3	13,5	10,9

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP: / / FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.