

EMPRESA DE GENERACIÓN ELÉCTRICA DEL SUR - EGESUR S.A.

Informe con EEFF¹ al 31 de diciembre de 2018
Periodicidad de actualización: One Shot

Fecha de comité: 23 de octubre de 2019
Sector Eléctrico, Perú

Equipo de Análisis

Carlos Morales
cmorales@ratingspcr.com

Dayci Peña
dpena@ratingspcr.com

(511) 208.2530

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información Fecha de comité	set-15 30/12/2015	dic-16 02/06/2017	dic-18 23/10/2019
Solvencia Financiera	PEA	PEA	PEA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable

Significado de la clasificación

PEA: Emisores con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos +/- mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías PEA y PEB.

"La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida por PCR no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes".

Racionalidad

En comité de Clasificación de Riesgo, PCR decidió asignar la clasificación de PEA a la Solvencia Financiera de Egesur S.A. La decisión se sustenta en la estabilidad de sus ingresos por licitación y abastecimiento de gas natural, garantizados para los próximos años, así como el crecimiento del margen operativo, en línea con las mayores ventas de energía. Así mismo, considera el respaldo del Estado Peruano, mediante del Grupo Fonafe. Sin embargo, la calificación se encuentra limitada por la reducción de sus niveles de liquidez.

Perspectiva u Observación

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Ingresos estables por licitación y abastecimiento de gas natural garantizado.** La potencia contratada por licitaciones para los próximos 5 años suma 42.01 MW, 67.4% del total de la actual capacidad instalada (62.36 MW), los cuales representan una fuente de ingresos estables. Por su parte, el abastecimiento del gas natural, uno de los principales insumos utilizados para la producción termoeléctrica, está asegurada mediante contratos de largo plazo con Transportadora de Gas del Perú (TGP) y Distribuidora Contugas, con vencimientos en abril y enero de 2033, respectivamente.
- **Mayores ventas y mejora en el margen operativo.** Durante el periodo de evaluación, la Compañía obtuvo una utilidad operativa de S/ 5.96 MM, representando un incremento interanual de 7.1%; y un margen operativo de 14.2%, superior al 13.8% presentado en similar periodo de 2017, explicado principalmente por la mayor venta de energía a Luz del Sur y Enel Distribución. De igual manera, la utilidad neta se incrementó 2.8% y ocasionó una ligera mejora en el ROE pasando de 3.3%, en diciembre 2017, a 3.4% al corte de evaluación. Por su parte el indicador de rentabilidad ROA (2.6%), se mantuvo inalterado
- **Niveles holgados de liquidez.** Al cierre de diciembre 2018, la Compañía cuenta con niveles superiores de liquidez a la del promedio de sus pares, sin embargo, el índice de liquidez general de la Compañía se ubicó en 4.45 veces, por debajo del 4.91 veces del cierre de 2017, y de lo proyectado por la Compañía para ese año (4.91 veces); la ligera reducción de la liquidez está relacionada principalmente al aumento de 22.9% de las cuentas por pagar comerciales. En esa misma línea el ratio de liquidez ácida se ubicó en un nivel de 1.27 veces (dic. 2017: 4.62x), por la disminución de efectivo y equivalente de efectivo.
- **Respaldo financiero del Estado Peruano.** Egesur cuenta con el respaldo de sus accionistas, en donde el Estado Peruano² -a través de FONAFE- participa con el 100.0% del capital social. Aunado a lo anterior, el soporte del accionista se ha

¹ Auditados

² A la fecha del presente informe, el Estado Peruano cuentan con una clasificación de riesgo internacional para su deuda de largo plazo en moneda extranjera de A3 con perspectiva estable.

mantenido el desarrollo de los Convenios de Cooperación Interinstitucional a través de adendas para el uso del centro de servicios de Tecnología de Información Compartida (TIC), para el servicio de arrendamiento operativo de equipos de cómputo y para la contratación corporativa del servicio de impresión, con la finalidad de, generar una reducción de costos de mantenimiento y operación, optimizando la calidad de los servicios.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Perú) vigente, el cual fue aprobado en Sesión 04 de Comité de Metodologías con fecha 09 de enero 2017.

Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados correspondientes al periodo 2014 -2018.
- **Riesgo Crediticio:** Detalle de las ventas, contratos, generación de caja y seguimiento de indicadores.
- **Riesgo de Liquidez:** Estructura de financiamiento, flujo de efectivo, seguimiento de indicadores.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura del pasivo, informes de gestión, plan estratégico, información pública.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitación alguna en la información remitida.
- **Limitaciones potenciales:** (ii) reducida posición competitiva para negociar precios más atractivos, (iii) alto nivel de concentración en sus contratos de licitación y (iii) mayor incremento del apalancamiento por la ejecución de la deuda con JICA.

Hechos de Importancia

- Con fecha 18 de julio de 2019, la Compañía informó que ha firmado un contrato con el Consorcio Moquegua (Sacyr Construcción S.A. Sucursal del Perú, Sacyr Industrial S.L.U. y GCZ Ingenieros S.A.C.) devenido de la Licitación Pública N° LP-002-2016-EGESUR, para la ejecución de "Obras Civiles, Suministro e Instalación de Equipos de las Centrales Hidroeléctricas Moquegua 1 y 3", por el Monto Contractual equivalente, en moneda nacional a S/. 218'634,617.87 y en moneda extranjera a US \$ 48'363,867.46.
- Con fecha 28 de marzo de 2019, en acuerdo de junta general de accionistas, la Compañía aprobó (i) el monto de la Reserva Legal correspondiente al ejercicio económico 2018 por la suma de S/ 470,314.03, (ii) el pago de una retribución económica mensual equivalente al 50% del monto fijo de la dieta que le corresponde al Director de la empresa, por integrar uno o más Comités Especiales, siempre que haya participado en al menos una sesión de Comité Especial en dicho mes, y con las limitaciones que establecen el Libro Blanco, el Decreto Legislativo 1031 y su Reglamento, (iii) Instruir al Gerente General de la empresa para que remita a FONAFE, dentro de los treinta días calendario siguientes a la realización de la presente Junta, la información sustentaría de la diferencia entre los resultados del Informe Evaluación del Proceso de Implementación del Código de Buen Gobierno Corporativo emitido por la empresa y el obtenido como consecuencia del proceso de validación realizado. Asimismo, ratifico el monto fijo de las dietas para los Directores de la Empresa aprobadas por Junta General de Accionistas de fecha 04 de mayo de 2015, las cuales se detallan a continuación: Monto fijo por sesión: Presidente de Directorio: S/ 3,000; Miembros del Directorio: S/ 2,000 y facultó al Gerente General y/o a quien ejerza las funciones de dicho cargo, de la empresa para que suscriba todos los documentos - públicos y/o privados- que fueran necesarios para formalizar los acuerdos que se adopten en la Junta.
- Con fecha 27 de marzo de 2019, en acuerdo de junta de accionistas, la Compañía informó que ratificó la Política de Dividendos de la Empresa de Generación Eléctrica del Sur S.A. – EGESUR, aprobada por la Junta General de Accionistas de fecha 22 de marzo de 2016 la cual señala que La Sociedad tiene por política general distribuir como dividendos el 100% de las utilidades distribuibles de cada ejercicio entre sus accionistas.
- Con fecha 28 de noviembre de 2018, en sesión de directorio, la Compañía informó que acordó la Designación del Sr. Jean Carlos Landa Gonzalez como Gerente de Producción de la empresa, cargo que ejercerá desde el 19 de diciembre de 2018.
- Con fecha 31 de julio de 2018, en sesión de directorio, la Compañía informó que acordó el despido del Sr. Rodolfo Hurtado Carrasco como Gerente de Producción de la empresa, cargo que ejercerá hasta el 31 de julio de 2018.
- Con fecha 30 de julio de 2018, la Compañía informó que el Sr José Manuel Pando, presentó su renuncia al directorio de la compañía.
- Con fecha 30 de mayo de 2018, en sesión de directorio, la Compañía informó que acordó la Designación del Sr. Oscar Azcue Mollinedo como Gerente de Proyectos y Obras de la empresa, cargo que ejercerá desde el 15 de junio de 2018.
- Con fecha 22 de mayo de 2018, en junta de accionistas, la Compañía informó que el Sr José Manuel Pando, se incorporó al directorio de la compañía el 22 de abril de 2019, en reemplazo del Sr. Christian Sanchez.
- Con fecha 16 de abril de 2018, en sesión de directorio, la Compañía informó que el Sr. Christian Sanchez, dejó de pertenecer al directorio de la compañía el 12 de abril de 2019.
- Con fecha 26 de marzo de 2018, en acuerdo de junta de accionistas, la Compañía informó que ratificó la Política de Dividendos de la Empresa de Generación Eléctrica del Sur S.A. – EGESUR, aprobada por la Junta General de Accionistas de fecha 22 de marzo de 2016 la cual señala que La Sociedad tiene por política general distribuir como dividendos el 100% de las utilidades distribuibles de cada ejercicio entre sus accionistas.

Contexto Económico

Entorno Nacional

En 2018 la actividad económica creció 4%³, sustentado por la evolución positiva de la inversión privada minera, y el sostenido crecimiento del consumo privado. Además, la inversión pública revirtió la caída observada en 2017 como consecuencia de los montos invertidos en los Juegos Panamericanos y en obras de infraestructura vial por parte de los gobiernos locales. Por su parte, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) proyecta que el país registraría en 2019, un crecimiento similar al del 2018, debido a que se estima que la inversión privada continué creciendo, ya que se verá impulsada por la ejecución de proyectos mineros y de infraestructura, así mismo espera un mayor dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios, por la recuperación de las exportaciones de cobre; mientras que el gasto público se moderará por el cambio de autoridades de los gobiernos subnacionales.

Asimismo, el BCRP⁴ proyecta que para el cierre de 2019 el PBI tendría un crecimiento de 3.4% debido a que espera una normalización de la actividad pesquera en la segunda temporada de pesca de anchoveta, y una mayor producción minera alineados con las ampliaciones de los proyectos Toquepala (Southern) y Marcona (Shougang). Además de una recuperación en la inversión pública.

INDICADORES	PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS						PROYECCIÓN ANUAL**		
	ANUAL						Junio 2019	2019	2020
	2014	2015	2016	2017	2018	2019			
PBI (var. % real)	2.4%	3.3%	4.0%	2.5%	4.0%	3.4%	3.4%	4.0%	
PBI Electr & Agua	4.9%	5.9%	7.3%	1.1%	4.4%	4.9%	4.3%	4.0%	
PBI Pesca (var. % real)	-27.9%	15.9%	-10.1%	4.7%	39.8%	-28.1%	-14.6%	9.0%	
PBI Construcción (var. % real)	1.9%	-5.8%	-3.2%	2.2%	5.4%	5.0%	5.4%	6.9%	
Inflación (var. % IPC)	3.2%	4.4%	3.2%	1.4%	2.0%	2.3%	2.5%	2.5%	
Tipo de cambio promedio (US\$)	2.84	3.19	3.38	3.26	3.29	3.30	3.31	3.34	

Fuente: Reporte de inflación BCRP, INEI / Elaboración: PCR

**BCRP, Reporte de inflación de junio 2019

Estructura del Sector Eléctrico

De acuerdo al Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería (Osinermin), las actividades que se desarrollan en el sector eléctrico peruano comprenden: i) Generación, que consiste en la producción de energía, ii) Transmisión, que consiste en el transporte de energía de alta tensión, iii) Distribución, relacionado al transporte de energía de media y baja tensión, iv) Comercialización, la cual está relacionada a las transacciones monetarias y iv) Operación, encargado de coordinar las transacciones físicas de energía entre la oferta y demanda.

Los intercambios físicos de energía en Perú son administrados por el Comité de Operación Económica del Sistema (COES), el cual inyecta primero al Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) la energía producida por las generadoras más eficientes, con el objetivo de construir una curva de oferta de energía eléctrica más eficiente. Las empresas de transmisión se encargan del transporte de la energía hacia las subestaciones reductoras de voltaje para luego ser transportada por las distribuidoras o despachada a los clientes libres⁵. Si la energía es derivada a las distribuidoras, se transportan principalmente a los clientes regulados⁶, aunque las distribuidoras también pueden abastecer a los clientes libres.

Por otro lado, los intercambios monetarios se definen en base a clientes mayoristas y minoristas. La primera, se refiere a la comercialización que existe entre generadores, distribuidores y clientes libres; mientras que la segunda, a la comercialización con los usuarios regulados. Dependiendo del tipo de mercado, los mecanismos de asignación de precios pueden basarse en contratos bilaterales, licitaciones y tarifas reguladas.

Distribución

A diferencia del subsector de generación, las compañías de distribución operan bajo un régimen de monopolio natural en una zona de concesión determinada a plazo indefinido. En el Perú existen 137 compañías distribuidoras integrantes del COES, de las cuales 2 de ellas concentran más del 55% de la facturación anual, en vista a que suministran energía a Lima. Solo dos compañías pertenecen al sector privado, las restantes son propiedad del Estado.

Generación

El Perú cuenta con centrales de generación con fuentes renovables (hidro, eólica, solar, bagazo y biogás) como no renovables (carbón, petróleo y gas natural). Históricamente la generación era aportada principalmente por las centrales hidroeléctricas; Sin embargo, en pro de la diversificación de las fuentes de generación, se lograron instalar nuevas plantas termoeléctricas. Posteriormente, el Gobierno decidió promover el uso de energías renovables a través de las subastas RER (Recursos Energéticos Renovables), lo que ha promovido el ingreso al mercado de nuevas plantas eólicas y solares, cabe destacar que, debido a su mayor coste, estas energías reciben un subsidio para poder operar.

³ Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Reporte de Inflación marzo 2019.

⁴ Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Reporte de Inflación de junio 2019.

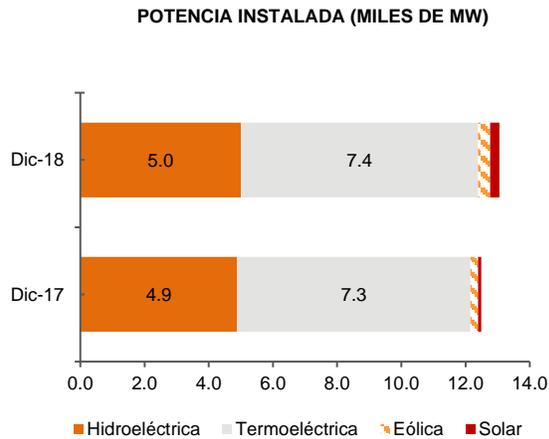
⁵ Clientes con una demanda máxima anual superior a 2,500 kw. Suelen ser importantes complejos mineros, comerciales e industriales.

⁶ Clientes con una demanda máxima anual inferior a 200 kw. Suelen ser los hogares.

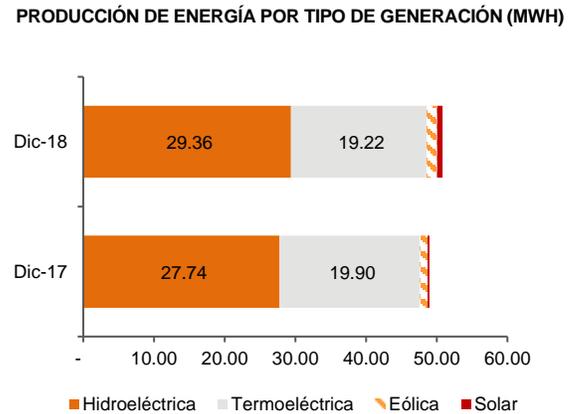
⁷ Con información disponible a septiembre de 2018.

Al cierre del 2018, la potencia efectiva ofertada creció en 535.45 MW, logrando así alcanzar los 13,051 MW (vs dic-17: 12,490 MW), dicho incremento se debe principalmente al incremento de centrales hidroeléctricas (+574.0 MW) y termoeléctricas (+132.8 MW); así también se registraron nuevos ingresos tanto de centrales solares (+189.0 MW) como eólicas (+132.3 MW).

De lo anterior, en cuanto a generación del tipo solar, en enero de 2018 Enel Green Power Perú inauguró la planta fotovoltaica Rubí, con una potencia instalada de 144.5 MW, por su parte, en marzo del mismo año, Termochilca inauguró la planta termoeléctrica más grande con 123.6 MW; así también, GEPSA inauguró 3 centrales hidroeléctricas del tipo Turbina Pelton, con potencias instaladas de 20.8 MW cada una. En cuanto a generación del tipo eólica, Enel Green Power Perú fue la única que inauguró una planta aerogeneradora, con 132.3 MW.



Fuente: COES / Elaboración: PCR



Fuente: COES / Elaboración: PCR

Transmisión

El subsector de transmisión contó con un total de 28,537 km de líneas de transmisión⁸ provistas por 159 compañías, entre las que destacan, Consorcio Transmantaro y Red de Energía del Perú. Debido a que la generación de energía eléctrica se concentra en el centro del país, estas compañías presentan una importante restricción para la distribución de energía hacia otras zonas del Perú.

Análisis de la institución

Reseña

La Empresa de Generación Eléctrica del Sur S.A., en adelante Egesur, se inicia al construir las Centrales Hidroeléctricas de Aricota en el año 1962, mediante un contrato entre el Gobierno Peruano y MITSUI Co. de Japón. Hasta antes de la Ley de Concesiones Eléctricas y su Reglamento, la titularidad de estas centrales Eléctricas formaba parte de ELECTROPERU S.A. Sin embargo, en virtud de la separación de actividades (generación, transmisión y distribución), en 1994 se autoriza la constitución de Egesur, a la cual se le transfiere los activos y pasivos de las Centrales Hidroeléctricas Aricota 1 y 2 y las Centrales Térmicas de Para y Calana.

Definida la estructura orgánica, el 01 de setiembre de 1995 se iniciaron las operaciones de Egesur y en enero del 2000 se transfiere la titularidad de las acciones de propiedad de Electroperú al Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado – FONAFE, situación que sigue vigente hasta el presente.

Grupo Económico

FONAFE, es un grupo empresarial del Estado adscrito al sector de Economía y Finanzas que cuenta con un directorio conformado por seis ministros de Estado. Entre sus empresas se encuentran entidades eléctricas (generación y distribución), financieras, infraestructura no eléctrica, saneamiento, hidrocarburo, entre otros. FONAFE viene siendo hoy el principal operador de empresas públicas del Estado y brinda financiamiento y aportes de capital a sus empresas subsidiarias. Entre sus empresas de generación eléctrica resalta

ElectroPerú, del cual es propietario del 14.3% y administrador directo de 85.7% restante. ElectroPerú cuenta con dos centrales hidroeléctricas, que conforman el Complejo Hidroeléctrico Mantaro, con una capacidad instalada de 1008 MW y una Central Térmica ubicada en el departamento de Tumbes con una capacidad instalada de 18 MW. Es importante señalar que el Complejo Hidroeléctrico Mantaro, es el principal centro de generación del país que abastece la demanda del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN).

⁸ Última información disponible al 2018.

⁹ Con información disponible a marzo 2018.

Responsabilidad Social Empresarial

Producto del análisis efectuado, consideramos que Egesur tiene un nivel de desempeño aceptable¹⁰, respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

La empresa ha identificado a sus grupos de interés y ha desarrollado estrategias de participación, mediante audiencias con sus grupos de interés, para la elaboración de su Plan de Responsabilidad Social Anual, en esa línea, cuenta con programas y/o políticas formales que promueven su participación en la comunidad. Asimismo, cuenta con programas y/o políticas formales que promueven la igualdad de oportunidades. Sin embargo, no ha desarrollado programas y/o políticas que promueven el consumo racional del agua ni evalúa a sus proveedores con criterios ambientales.

Gobierno Corporativo, Directorio y Plana Gerencial

Producto del análisis efectuado, consideramos que Egesur tiene un nivel de desempeño sobresaliente¹¹, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

El capital social de Egesur S.A. asciende a S/ 132.76 MM y cuenta con 132,764,151 acciones a un valor nominal de S/ 1 cada una. Las acciones están divididas en las clases "A", "B" y "C". El 100% de la estructura del accionariado pertenece a FONAFE.

ACCIONISTAS Y ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA			
ACCIONISTAS		PLANA GERENCIAL	
A	89.98%	Juan Flores Carcahusto	Gerente General
B	10.00%	Jean Carlos Landa González	Gerente de Producción ***
C	0.02%	José Mosquera Castillo	Gerente Comercial y de Proyectos
DIRECTORIO		Zhórzhiq Huaco Arenas	Gerente de Administración y Finanzas
Francisco Chávez Salas	Presidente	Israel Quisferd Velásquez	Sub Gerente de Producción Hidráulica
Rubén Aquino Albino	Director	Mariela Jimenez Flores	Jefe de Asesoría Legal
Erick Añorga Müller	Director	Sofía Cortez Quispe	Jefe de Planeamiento y Control de Gestión
Cristian Sánchez Reyes *	Director	Angel Vargas Charaja	Jefe de Tecnologías de la Información y Comunicaciones
José Manuel Pando Pando **	Director		
Luis Bardales Napuri	Director Independiente		

* Hasta el 16/05/2018.

** Hasta el 15/08/2018.

*** Desde el 19/12/2018, en remplazo del Ing. Gustavo Barreda Onofre.

Fuente: EGESUR S.A. / Elaboración: PCR

Desde enero del 2017, y en reemplazo del Ing. Carlos Saito, el Ing. Francisco Chávez Salas asumió la presidencia del Directorio. El Ing. Francisco Chávez es Ingeniero Civil de profesión con experiencia en el sector público y privado, en los que ha desempeñado cargos directivos en empresas y proyectos como Electro Sur y el Proyecto Especial Regional Pasto Grande. Así mismo, tiene amplia experiencia en el trabajo con gobiernos regionales y municipales, habiendo sido Primer Regidor y Teniente Alcalde del Consejo Municipal Mariscal Nieto, Moquegua. Los miembros del Directorio poseen amplia experiencia en el sector eléctrico, así como en los sectores de comercio e industria.

Por su parte, Juan Flores Carcahusto se desempeña como Gerente General desde el 2010, cuenta con más de 18 años de experiencia en el sector eléctrico y con estudios de Maestría en Administración de Negocios por ESAN (1992) y Formación y Desarrollo de Recursos Humanos por la Universidad Internacional de Andalucía, España (2002). Los miembros de la plana gerencial ostentan una vasta experiencia en el sector eléctrico y en el sector financiero. El Ing. José Mosquera Castillo, ha desempeñado diversos cargos en la compañía, actualmente es Gerente Comercial y de Proyectos; y desde febrero del 2012 se desempeña como Director de la empresa de generación eléctrica San Gabán S.A., perteneciente a FONAFE.

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Egesur se dedica a la generación y venta de energía y potencia eléctrica a clientes libres y regulados conectados al SEIN. Sus operaciones de generación las realiza en las provincias de Tacna e Ica, en donde tiene instaladas dos C.H. y una C.T., respectivamente. Para las C.H. se sirve de la Laguna Aricota con un caudal de diseño de 4.6 m³/seg, mientras que la C.T. es provista por Gas Natural por las compañías Pluspetrol, TGP y Contugas. La disponibilidad del embalse en Aricota se ha mantenido relativamente estable, en tanto se tiene asegurada la disponibilidad hídrica para la generación de energía.

Respecto a la gestión administrativa, en el 2018 ha superado por segunda ocasión la Auditoría de Certificación del Sistema de Gestión Calidad ISO 9001:2015, cumpliendo con los requisitos establecidos y mitigando los hallazgos de no conformidades en las auditorías correspondientes.

¹⁰ Categoría RSE1, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

¹¹ Categoría GC2, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

Clientes y Proveedores

Los principales clientes de la Compañía son las empresas con la que cuentan con contratos de licitación. En el 2018, representaron el 94.0% del total de ventas, mientras que en el mercado *spot* se transaron el 4.7% y el 1.5% para los contratos bilaterales.

Entre los principales clientes se encuentran Luz del Sur, con quien mantiene un contrato de licitación con vencimiento a diciembre 2023 por 15.49 MW de potencia; y Enel Distribución, con quien tiene contratos de licitación por diez años con fecha de vencimiento 2023, por un total de 1.29 MW.

Así mismo, con sus principales proveedores Pluspetrol, TGP y Contugas, mantiene contratos de largo plazo con vencimiento al 2033, lo que asegura el suministro continuo de gas natural.

Estrategias corporativas

En el 2017 se estableció, mediante el Plan Estratégico, el seguimiento de indicadores de desempeño y metas para los periodos 2017 – 2021. Sobre la base del análisis se establecieron cuatro pilares fundamentales: (i) Sostenibilidad Económica, (ii) Sostenibilidad Ambiental, (iii) Sostenibilidad Social y (iv) Gobernanza del Sector. Al corte de evaluación, el grado de cumplimiento de los indicadores considerados en dicho documento corresponde a 90.76%, sin embargo, corresponde mencionar que se evaluaron 10 de los 12 indicadores propuestos en el Plan Estratégico 2018.

Inversiones

Egesur cuenta con tres centrales de generación eléctrica, (i) las C.H. de Aricota, conformadas por Aricota 1 y 2, ubicadas en el distrito de Curibaya, Provincia de Tacna y (ii) la C.T de Independencia, que comprende 4 grupos de generación en la provincia de Pisco - Ica. Las C.H. tienen una antigüedad mayor a 40 años, mientras que la C.T. inició sus operaciones en octubre del 2010 y utiliza el gas natural proveniente de los yacimientos de Camisea. La potencia instalada de la generadora suma 62.36 MW y su producción significó 0.51% del total suministrado al SEIN.

CENTRALES DE GENERACION			
Centrales Hidroeléctricas	Ubicación	Laguna	Caudal
Aricota 1	Tacna - Candarave	Laguna Aricota	4.6 m ³ /seg
Aricota 2	Tacna – Candarave	Laguna Aricota	4.6 m ³ /seg
Central Térmica	Ubicación	Planta	Combustible
Independencia	Ica - Pisco	Ciclo Simple	Gas natural

Fuente: EGESUR S.A. / Elaboración: PCR

Para los próximos dos años se tiene planificado el funcionamiento de las C.H Aricota 3 y C.H Moquegua 1 y 3, respectivamente. Las C.H. Moquegua 1 y 3 esta valorizado en US\$ 130.00 MM para ser financiados por préstamos con Japan International Cooperation Agency (JICA) hasta por US\$ 65.00 MM¹² y US\$ 40.00 MM por FONAFE. La C.H. Aricota 3, tendría un costo de US\$ 23.72 MM y será financiada íntegramente con recursos propios. Para Aricota 3 se ha logrado ya la concesión definitiva, mientras que para Moquegua 1 y 3, se están llevando a cabo audiencias públicas para la obtención de su aprobación.

Durante 2018, la Compañía ha convocado a segunda licitación la contratación de obras civiles, suministro e instalación de equipos para las CC. HH. Moquegua 1 y 3; en tanto, en lo que respecta a la C.H. Aricota 3, se han desplegado esfuerzos para la adquisición de predios y servidumbres necesarias para el desarrollo del proyecto. Es importante mencionar con la implementación de ambos proyectos, Egesur duplicaría su capacidad instalada.

Análisis Financiero

Balance General:

Al cierre 2018, el activo de Egesur fue de S/ 183.98MM y estuvo compuesto en un 52.2% por activos de largo plazo y en un 47.8% por activos corrientes. En cuanto a la parte circulante, en detalle se tiene que las principales partidas son las inversiones financieras (32.6% del activo), las otras cuentas por cobrar (5.1%), y el efectivo y equivalente de efectivo (4.9%), mientras que por el lado del activo no corriente destaca las cuenta propiedades, planta y equipos (52.2%).

En cuanto a la evolución del activo no corriente de la Compañía, se observa una disminución de 5.3% respecto al cierre de 2017, la cual se explica por el descenso de la cuenta propiedades, planta y equipo (S/ -5.40 MM), la cual se vio afectada por la depreciación de los activos fijos.

Por el contrario, el activo corriente se incrementó en S/ 10.57 MM (+13.7%), dado el aumento en S/ 58.80 MM, de las inversiones financieras destinados en su totalidad a depósitos a plazo con vencimientos mayores a tres meses. Efecto que se vio compensado por el descenso del efectivo y equivalente de efectivo en S/ 49.66 MM, por el descenso de los depósitos a plazo con vencimientos originales menores a 3 meses.

En cuanto al pasivo de Egesur, fue S/ 44.14 MM al cierre 2018, representando el 24.0% del fondeo y estuvo compuesto en un 44.8% por pasivos corrientes y en un 55.2% por pasivos no corrientes. Respecto al cierre 2017, se dio un incremento de 11.7%, dado el mayor nivel de pasivos corrientes (+25.4%), explicado principalmente por el incremento de las cuentas por cobrar comerciales (+22.9%), debido principalmente a la deuda con la empresa Contugas S.A., el cual brinda el servicio de

¹² Los ¥ 6,944 MM han sido financiados en yenes y su respectivo pago será en la misma divisa, lo que a su conversión significan US\$ 70 MM.

distribución de Gas Natural para la Central Térmica de Independencia, la cual se encuentra en controversia en el poder judicial.

Por último, el patrimonio consolidado de la Compañía ascendió a S/ 139.8MM al cierre 2018, representando el 76.0% del fondeo y mostrando un ligero incremento respecto al cierre 2017 (+0.4%), explicado principalmente por el incremento de las reservas (S/ +0.46MM), en línea con las mayores utilidades acumulada en el ejercicio del periodo anterior.

Eficiencia Operativa

Los ingresos de Egesur fueron de S/ 41.87 MM al cierre 2018, presentaron un incremento interanual de 4.1%, en línea con el incremento de las facturas por clientes con licitación -mercado regulado- (+98.7%), explicado principalmente por la mayor venta de energía a Luz del Sur y Enel Distribución¹³. Sin embargo, este efecto se vio compensado por el descenso de la facturación por contratos bilaterales- clientes libre- (-97.6%), por la cancelación del contrato bilateral con la Compañía Enel.

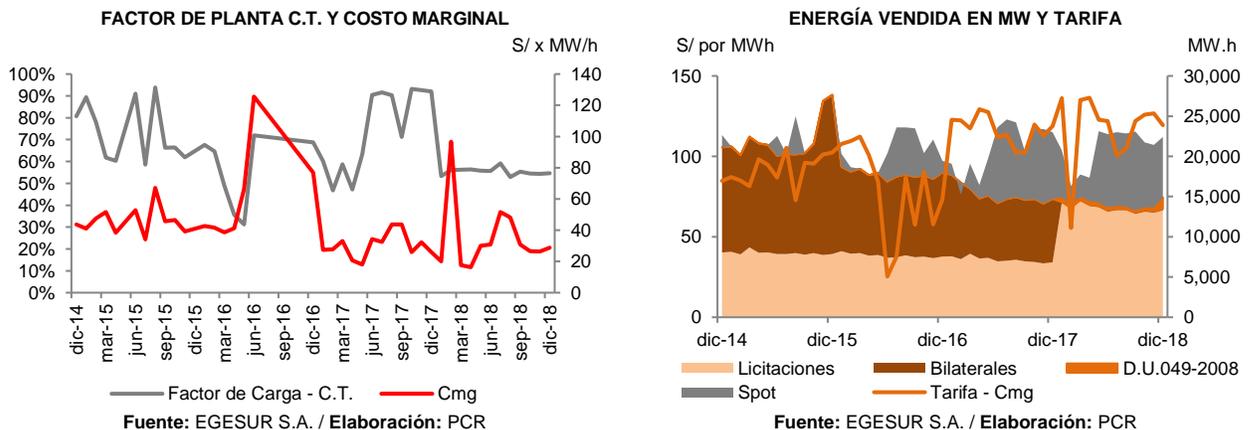
Es importante mencionar que la venta en volumen de energía en el periodo de evaluación se incrementó 0.1% interanualmente, mientras que el precio de la energía vendida aumentó 3.7%.

Por su parte, los costos de servicio de energía fueron S/ 28.88MM al cierre 2018, y estuvieron compuestos principalmente por el costo del gas natural y transporte (34.12%) y por el costo por peaje de transmisión (29.91%). Es importante mencionar que el abastecimiento del gas natural está asegurado mediante contratos de largo plazo con Pluspetrol, Transportadora de Gas del Perú (TGP) y Distribuidora Contugas, con vencimientos en abril y enero de 2033, respectivamente.

En términos interanuales, se observa un incremento de 2.6%, lo cual está relacionado principalmente por el mayor uso de las redes del sistema interconectado nacional. Así, los costos de ventas absorbieron el 69.9% de los ingresos a diciembre 2018, siendo el porcentaje más bajo presentado durante el periodo de análisis (2014-2018). Como resultado, la utilidad bruta de Egesur se ubicó en S/ 12.99 MM, mostrando un crecimiento de 7.6%, y representando un margen bruto de 31.0% (dic.2017: 30.0%).

Por su parte, los gastos operacionales absorbieron el 16.8% de los ingresos de la Compañía, y totalizaron en S/ 7.03 MM, presentando un incremento respecto al cierre 2017 (+8.1%), explicado por el incremento de gastos de venta (+17.2%) por el mayor nivel de gasto en remuneraciones y bonificaciones. Por su parte, los gastos administrativos fueron S/ 5.58 MM y absorbieron el 13.3% de los ingresos de Egesur, presentando una variación interanual de 3.8%.

Como resultado, la Compañía obtuvo una utilidad operativa de S/ 5.96 MM, representando un incremento interanual de 7.1% y un margen operativo de 14.2%, superior al 13.8% registrado al cierre 2017.



Del mismo modo, se generaron ingresos financieros por S/ 2.00 MM durante el 2018, presentando un incremento interanual de 12.6% explicado principalmente por los intereses generados por los depósitos a plazo. Así, y dado que los gastos financieros aumentaron en 17.5%, debido principalmente por los costos generados por transferencia y comisiones de los agentes de bolsa, con quienes se realizó las colocaciones de fondos, así como las pérdidas por diferencia en cambio crecieron S/ 0.19 MM, la utilidad antes de impuestos ascendió a S/ 6.85 MM (+5.4%).

Es importante mencionar que la cobertura del riesgo de tipo de cambio de Egesur se basa en la compra mensual de dólares en un rango entre US\$ 0.5 MM y US\$ 0.6 MM. Asimismo, utiliza instrumentos financieros (depósitos a plazo y cuentas corrientes en dólares) para cubrirse del mismo. Sin embargo, no cuenta con estrategias de coberturas específicas como instrumentos derivados.

¹³ Las Compañías Luz del Sur y Enel Distribución, a diciembre 2018, representan el 92.66% del total de las ventas.

Finalmente, el impuesto a la renta del periodo creció 11.5%, por el incremento de los impuestos imponible, en línea con las mayores ventas. Por tal motivo, la utilidad neta se incrementó 2.8% interanualmente y representó un margen neto de 11.2% (dic.2017: 11.4%).

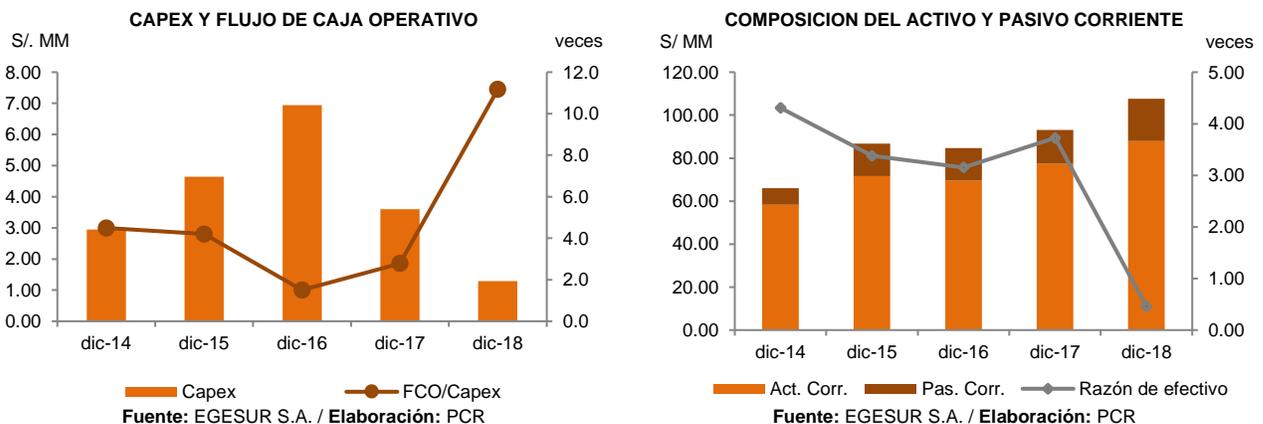
Rentabilidad

El EBITDA de la Compañía ascendió a S/ 12.70 MM al cierre 2018, mostrando un crecimiento de 4.2% respecto al cierre 2017 dada la mayor utilidad operativa de Egesur. Por otro lado, la mayor utilidad neta obtenida ocasionó una ligera mejora en el ROE pasando de 3.3%, en diciembre 2017, a 3.4% al corte de evaluación. Por su parte el indicador de rentabilidad ROA (2.6%) se mantuvo inalterado.

Liquidez y Flujo de Efectivo

En términos de liquidez, la compañía ha mostrado históricamente una holgada y estable generación de efectivo, debido a los flujos constantes que recibe por sus contratos de licitación, los holgados márgenes de contribución, los niveles reducidos de apalancamiento y la venta de energía a clientes de primera categoría. Al cierre 2018, el índice de liquidez general de la Compañía se ubicó en 4.45 veces, por debajo del 4.91 veces del cierre de 2017; la ligera reducción de la liquidez está relacionada principalmente al aumento de 22.9% de las cuentas por pagar comerciales. En esa misma línea el ratio de liquidez ácida se ubicó en un nivel de 1.27 veces (dic. 2017: 4.62 veces), en línea con la disminución de efectivo y equivalente de efectivo. En cuanto al capital de trabajo de Egesur, este fue de S/ 68.19 MM, por encima del capital de trabajo con el que venían operando al cierre de 2017 (S/ 61.68 MM).

En cuanto al flujo de efectivo de la compañía, a diciembre 2018 el flujo del periodo de caja cerro en S/ -49.38 MM, menor en 532.6% al generado a diciembre 2017, explicado principalmente por la inversión en depósitos a plazo con vencimientos originales mayores a 90 días (S/ -60.00 MM). Es así que, considerando que el efectivo y equivalente de efectivo al inicio del periodo fue S/ 58.69 MM y el efecto de la diferencia de cambio en el flujo de efectivo (S/ -0.27 MM), el saldo del periodo finalizó en S/ 9.03 MM.



Es importante mencionar que el endeudamiento con JICA corresponde a un préstamo con periodo de gracia de seis años, por lo que a la fecha de evaluación no tiene implicancias en la liquidez de la compañía¹⁴. El crédito con JICA vence en el 2034 y está asegurado con los ingresos provenientes de las licitaciones a Electro Oriente S.A. y Luz del Sur S.A.A., esta última entregada en fideicomiso para los pagos entre el 2021 al 2027. El desembolso al 2018, corresponde al 3.0% del total del préstamo por recibir.

Solvencia/ Cobertura

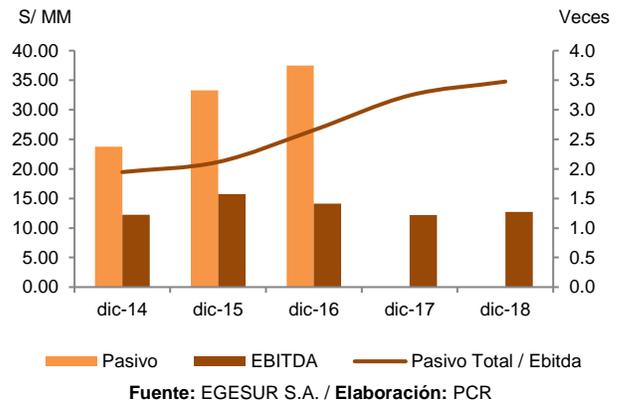
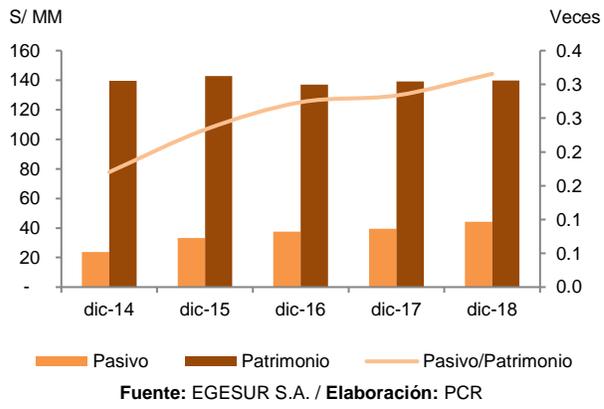
En cuanto al apalancamiento de la Compañía, se han mostrado indicadores de endeudamiento en aumento durante todo el periodo de estudio, pero se mantuvieron por debajo de la unidad, siendo 0.32 veces a diciembre 2018 (dic.2017: 0.28 veces), en línea con las mayores cuentas por pagar comerciales (+22.9%). De igual manera, el ratio pasito total/ Ebitda se incrementó a 3.5 veces (dic. 2017: 3.2 veces), a pesar de que el ebitda creció en 4.2%.

Cabe señalar que la operación de endeudamiento externo con JICA, se desembolsará a partir de noviembre del 2020, con lo cual se espera que el indicador de endeudamiento se incremente sustancialmente en dicho año.

ESTRUCTURA DEL PASIVO Y APALANCAMIENTO

PASIVO Y COBERTURA POR EBITDA

¹⁴ El endeudamiento se acordó hasta la suma de 6,944 millones de yenes japoneses (equivalente a miles de US\$ 58,052), destinada a financiar parcialmente el Proyecto "Instalación de las Centrales Hidroeléctricas Moquegua 1 y 3". Cabe señalar que la operación de endeudamiento externo con JICA, devenga una tasa de interés de entre 0.1% y 0.4% anual sobre el monto desembolsado y pendiente de pago para la parte del préstamo que se destine a las obras.



Anexo

EGESUR S.A.					
En millones de soles	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Balance General					
Total Activo Corriente	58.30	71.68	69.60	77.37	87.94
Efectivo	33.43	50.89	47.69	58.69	9.03
Total Activo No Corriente	105.13	104.54	104.88	101.39	96.04
Activo Fijo	104.15	104.32	104.76	101.36	95.98
Total Activo	163.43	176.21	174.48	178.76	183.98
Total Pasivo Corriente	7.76	15.06	15.13	15.76	19.75
Cuentas por Pagar Comerciales	3.45	11.14	13.66	14.09	17.31
Total Pasivo No Corriente	16.02	18.25	22.37	23.75	24.39
Otros pasivos Financieros	-	1.76	3.82	-	-
Total Pasivo	23.78	33.31	37.49	39.50	44.14
Patrimonio	139.66	142.91	136.99	139.26	139.84
Capital	132.76	132.76	132.76	132.76	132.76
Resultados Acumulados	6.18	8.48	2.31	4.58	4.70
Estado de Ganancias y Pérdidas					
Ingresos de la actividad	49.14	59.03	56.95	40.21	41.87
Mecanismo de compensación	-	4.63	10.22 ¹⁵	0.0	0.0
Costo de venta	34.71	46.33	52.02	28.14	28.88
Total Ingresos Brutos	49.14	63.66	67.17	40.21	41.87
Gastos Operativos	42.33	49.73	50.17	35.57	36.86
Otros Gastos Operativos	-0.44	0.68	1.23	0.92	0.95
Resultado Operativo	6.38	9.97	8.02	5.57	5.96
Ingresos Financieros	1.40	0.79	0.55	1.78	2.00
Gastos Financieros	-0.17	-0.16	-0.44	-0.42	-0.50
Diferencia de cambio	-0.09	3.02	-1.01	-0.42	-0.61
Impuesto a la renta	-0.33	-4.19	-4.55	-1.93	-2.15
Utilidad Neta	7.18	9.43	2.56	4.58	4.70
EBITDA y Cobertura					
Depreciación y Amortización	6.38	9.97	8.02	5.57	5.96
EBITDA	12.22	15.74	14.12	12.18	12.70
EBIT/Gastos Financieros	37.28	63.92	18.14	13.19	12.01
EBITDA/Gastos Financieros	71.46	100.90	31.94	28.86	25.60
Deuda Financiera/EBITDA	-	0.11	0.27	0.45	0.49
Solvencia					
Pasivo Total/EBITDA	1.95	2.12	2.66	3.24	3.48
Pasivo Corriente/Pasivo Total	0.33	0.45	0.40	0.40	0.45
Deuda Financiera/Pasivo Total	-	0.05	0.10	-	-
Deuda Financiera/Patrimonio	-	0.01	0.03	-	-
Pasivo Total / Patrimonio	0.17	0.23	0.27	0.28	0.32
Rentabilidad					
ROA	4.49%	5.55%	1.46%	2.59%	2.59%
ROE	5.28%	6.67%	1.83%	3.31%	3.37%
Margen Bruto	29.37%	29.36%	26.61%	30.02%	31.03%
Margen Operativo	12.97%	16.89%	14.08%	13.84%	14.23%
Margen Neto	14.61%	15.97%	4.50%	11.38%	11.23%
Margen EBITDA	24.87%	26.67%	24.79%	30.30%	30.33%
Liquidez					
Liquidez General	7.51	4.76	4.60	4.91	4.45
Prueba Ácida	5.20	3.93	3.86	4.62	1.27
Caja/Pasivo corriente	4.31	3.38	3.15	3.72	0.46
Capital de Trabajo	50.54	56.62	54.47	61.62	68.19
Eficiencia Operativa					
OPEX / Ingresos	0.86	0.84	0.88	0.88	0.88
Crecimiento de Ingresos	-0.67%	20.11%	-3.51%	-29.40%	4.13%
Ingresos / Activos	0.31	0.35	0.32	0.23	0.23
Remuneración promedio anual	90.06	94.57	95.21	102.49	109.03
Gastos de Personal/Ingresos	12.64%	11.54%	11.87%	16.57%	17.45%
OPEX/Producción vendida (soles / MWh)	156.01	183.38	203.92	140.91	145.89
Ingresos/Producción vendida (soles / MWh)	181.12	217.65	231.50	159.29	165.71
Margen de contribución unitario	25.11	34.27	27.58	18.39	19.82
Activo Fijo / Depreciación	17.82	18.08	17.17	15.32	14.24

Fuente: EGESUR S.A. / Elaboración: PCR

¹⁵ Para el año terminado el 31 de diciembre de 2017, los otros ingresos y otros gastos incluyen el efecto de adopción de NIIF 15, que para fines de revelación incorporarían reclasificaciones correspondientes a los mecanismos de compensación por transferencia de ducto uso propio con Contugas S.A.C.