

Chilquinta Energía S.A.
Octubre 2008
Categoría de Riesgo y Contacto

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Tendencia	AA Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono	Aldo Reyes D. Andrés Silva P. 56-2-204 7315
Clasificación Anterior ¹	AA-	Fax Correo Electrónico Sitio Web	56-2-223 4937 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 de junio de 2008	Tipo de Reseña	Aumento de Clasificación

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de Bonos a 10 años Repertorio N° 10.359 de 13.08.08	En Proceso de Inscripción
Serie A (Primera Emisión) de 06.10.08	En Proceso de Inscripción
Línea de Bonos a 30 años Repertorio N° 10.360 de 13.08.08	En Proceso de Inscripción
Serie B (Primera Emisión) de 06.10.08	En Proceso de Inscripción

Estado de Resultados Consolidado *

Cifras en Miles de \$ a Junio de 2008	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Junio 2008
Ingreso Operacional	157.533.903	181.801.703	196.424.970	245.336.618	150.495.689
Costo Explotación	-106.554.948	-127.866.353	-140.757.424	-190.036.459	-121.381.735
Gasto Admin. y Venta	-17.092.771	-18.223.004	-19.358.462	-20.309.605	-9.142.979
Resultado Operacional	33.886.183	35.712.346	36.309.084	34.990.553	19.970.975
Resultado No Operacional	-4.167.891	4.277.322	-21.855.782	3.479.345	-6.990.818
Utilidad Neta	22.519.983	32.075.951	8.619.236	28.998.423	9.219.782

* No se consideran reclasificaciones de cuentas

Balance General Consolidado *

Cifras en Miles de \$ a Junio de 2008	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Junio 2008
Activo Circulante	44.599.766	55.671.063	74.808.842	102.034.511	61.057.215
Activo Fijo	218.507.735	225.183.582	229.446.103	233.048.890	233.653.945
Otros Activos	164.440.400	154.546.019	142.114.120	131.145.165	125.453.002
Total Activos	427.547.901	435.400.664	446.369.064	466.228.566	420.164.162
Pasivo Circulante	30.609.511	36.931.299	36.229.663	111.233.695	54.667.862
Pasivo Largo Plazo	222.070.313	197.797.238	200.455.812	115.876.162	117.033.051
Interés Minoritario	11.113.186	11.612.631	12.123.498	12.672.780	12.797.539
Patrimonio	163.754.891	189.059.496	197.560.091	226.445.928	235.665.710
Total Pasivos	427.547.901	435.400.664	446.369.064	466.228.566	420.164.162

* No se consideran reclasificaciones de cuentas

¹ El informe de la primera clasificación de la compañía se encuentra en el Anexo N°1

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Chilquinta Energía S.A. (Chilquinta) es una empresa cuyo objeto principal es la distribución y suministro de energía eléctrica en su área de concesión - regiones de Valparaíso, del Maule y del Bio-Bio - operación que realiza en forma directa y a través de cuatro filiales: Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Luzlinares S.A. y Luzparral S.A. Además, por medio de la filial Energas S.A., distribuye gas natural en la región de Valparaíso.

Actualmente la compañía atiende en torno a los 585 mil clientes, los que se distribuyen en 80% a través de Chilquinta S.A. y el 20% a través de sus filiales. Lo anterior la convierte en la mayor distribuidora de la Quinta Región, el tercer actor a nivel nacional en ventas de energía y el cuarto en términos de número de clientes.

La propiedad de la compañía corresponde a *Sempra Energy International* (Sempra) y *Ashmore Energy International* (AEI), ambas con 50% de participación; entidades que en escala global han sido clasificadas por *Moody's Investors Service* en categoría Baa1 y B1, respectivamente.

El aumento en la clasificación de las líneas de bonos responde a un compromiso formal de la compañía en cuanto a emitir como máximo monto el mínimo resultante entre US\$ 250 millones y UF 7.000.000, tomando en cuanto el tipo de cambio existente al momento de efectuar la colocación. Lo anterior reduce el monto efectivo dado que las Líneas de Bonos Repertorios N° 10.359 y N° 10.360 (10 y 30 años respectivamente) son por un monto máximo conjunto de UF 8.500.000.

Asimismo la compañía se ha comprometido formalmente, a través de un acuerdo de Directorio, a disminuir el plazo de ambas líneas en el corto plazo hasta un monto máximo entre ambas de UF 7 millones.

Dado lo anterior, y como resultado del prepago total de la deuda actual de la compañía con los fondos obtenidos de la futura colocación, la deuda financiera de la compañía se ubicaría en UF 7 millones (utilizando criterio conservador, dada la volatilidad en el precio del dólar), con lo que el índice de flujo de caja de largo plazo² sobre deuda financiera calculado por *Humphreys* baja desde 6,5 veces hasta 5,4 lo que explica el aumento en la clasificación de los títulos de deuda de Chilquinta.

La clasificación de los títulos de deuda en “*Categoría AA*”, se fundamenta en la condición de monopolista natural de la sociedad para la entrega de un servicio de primera necesidad, dentro de un marco regulatorio estable y que opera bajo criterios técnicos; todo ello dentro de un plan de negocio que, según lo formulado hasta la fecha, no considera la necesidad de nuevo endeudamiento en el mediano plazo. Esta situación implica que los flujos del emisor sean altamente predecibles, de muy bajo riesgo y con baja probabilidad que se vean afectados por cambios en la composición de los pasivos financieros.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la elevada atomización de su base de clientes (baja incidencia de clientes no regulados), por la experiencia en el manejo operativo de la compañía (niveles de servicios dentro de los estándares exigidos) y por los bajos niveles de incobrabilidad (producto de una legislación que permite el corte de suministro a los clientes impagos).

De acuerdo con la estimaciones de *Humphreys*, la actual capacidad productiva de la empresa le permite generar flujos de caja de largo plazo (después de gastos financieros e impuestos) del orden de los \$ 27.750 millones al año, ello para responder a una deuda en torno a los \$ 148.470 millones (monto de la nueva deuda a colocar, bajo el escenario conservador antes descrito). Con todo, dada la estructura financiera esperada, la

² El flujo de caja a largo plazo es calculado en base a la rentabilidad operacional promedio de los últimos cinco años.

empresa sería capaz de abordar en el mediano plazo las futuras inversiones con recursos propios; sin embargo, para el año 2013 debiera refinanciar parte de las obligaciones generadas por la emisión de los bonos (lo cual, a juicio de la clasificadora, se considera factible dadas las fortalezas intrínsecas del negocio, al margen de que se pueda ver afectado el costo financiero de la deuda).

Dentro de lo elementos que restringen la clasificación de los bonos (aun cuando estos se consideren con baja probabilidad de ocurrencia y/o con acotado nivel de incidencia en el total de flujos de la compañía) se tiene la inestabilidad en los flujos de su filial Energas S.A. (situación que se espera superada en el año 2010); la eventualidad de modificaciones a la legislación eléctrica (recientemente ya modificada) y complicaciones en la suscripción de contratos de suministro eléctrico.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”³, por cuanto en el corto plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse mejorada sólo en la medida que se reduzca significativamente el endeudamiento relativo de la compañía y, a su vez, se estime que éste se mantendrá relativamente estable en el mediano plazo.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de los bonos, se hace necesario que el emisor no incremente sus niveles de deuda, ya que considerando el endeudamiento relativo actual de la sociedad y su elevada clasificación de riesgo, aumentos leves del pasivo financiero podrían conllevar a una reducción en la categoría de riesgo asignada. Con todo, dicha situación pudiere ser modificada si las mayores obligaciones contraídas van aparejadas con un incremento proporcional y seguro en el nivel de flujos.

Definición 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.

Oportunidades y Fortalezas

Condición de Monopolio Natural: El negocio energético de Chilquinta se basa principalmente en la distribución de energía dentro de un sector concesionado y no sujeto a competencia económicamente factible en lo relativo a los clientes regulados. Estas concesiones son de carácter indefinidas.

Flujos Futuros Relativamente Predecible: El consumo de energía residencial y comercial, principal generador de flujos para Chilquinta, presenta un crecimiento moderado, pero estable, con baja exposición a la baja en períodos recesivos (dado su carácter de primera necesidad). Esta situación, sumado a los criterios técnicos en la fijación de tarifas, reduce significativamente el riesgo de generación de flujos.

Alta atomización de la base de clientes: Dentro del total de clientes a los cuales abastece la compañía, en torno al 93% corresponde a residenciales, los que alcanzan en torno a los 430 mil clientes. Como consecuencia de lo anterior, se observa que la compañía no enfrenta riesgos significativos asociados al cese de pagos por parte de los consumidores.

Bajos Niveles de Incobrabilidad: La ley faculta a las empresas distribuidora cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenta impaga sus cuentas por consumo eléctrico (identificando como cliente al inmueble que recibe la energía). Este elemento, junto a la importancia que las personas asignan al abastecimiento eléctrico, torna irrelevantes las pérdidas por incobrabilidad.

³ Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Factores de Riesgo

Inestabilidad de Flujos de Energías: La situación actual de la filial de gas natural es inestable principalmente por los cortes de suministro del mismo por parte de Argentina. Lo anterior ha provocado que los costos de producción de Energías S.A. hayan presentado presiones significativas al alza durante los últimos periodos. Producto de aquello, la generación de Ebitda por parte de Energías se ha visto deteriorada, incluso llegando a presentar pérdidas operacionales. Si bien la anterior situación debiera revertirse con la puesta en marcha del proyecto de Gas Natural licuado (GNL), es necesario evaluar en el mediano plazo cual será el margen definitivo con que operará la sociedad

Eventuales Cambios Normativos: El modelo de negocio de la compañía se basa fundamentalmente en el marco regulatorio que respalda el sector eléctrico chileno. Sin embargo, posibles cambios en la normativa, podrían afectar la capacidad de generación de flujo de la compañía y/o requerir mayores inversiones futuras. No obstante lo anterior, **Humphreys** reconoce la estabilidad y criterio técnico reinante en el sector eléctrico nacional, por lo que se le asigna una baja probabilidad a la ocurrencia de cambios que puedan afectar de manera significativa el negocio de la compañía.

Complicaciones en Procesos de Licitación de Suministro Eléctrico: Dentro de la normativa se contemplan procesos de licitación para el suministro de energía por parte de las generadoras a las distribuidoras. No obstante lo anterior, existe un escenario en que ninguna generadora se presente a la licitación, situación que si bien no compromete el suministro de energía, si podría generar inestabilidad y menor certeza en los costos proyectados de la compañía.

En la práctica, el control de la compañía es llevado a cabo a través de un pacto de actuación conjunta entre los dos accionistas mayoritarios.

AEI es un grupo especializado en el sector eléctrico dentro de países emergentes. Actualmente posee operaciones en 19 países, con una capacidad instalada del orden de 2.000 MW y atiende en torno a 6,4 millones de clientes. Dentro del negocio específico de distribución eléctrica, AEI posee operaciones en seis países de Latinoamérica, donde su operación más grande se localiza en Brasil, la cual representa cerca de la mitad de los clientes atendidos en la región.

Por su parte *Sempra* es un grupo empresarial también con enfoque en el sector eléctrico, con ingresos en torno a los US\$ 11.000 millones, y cerca de 30 millones de clientes a nivel mundial. La compañía posee una alta solidez financiera reflejada en su clasificación de riesgo internacional (Baa1). Asimismo, el grupo pertenece al *Fortune 500*⁴ en los Estados Unidos.

A juicio de **Humphreys**, la propiedad de Chilquinta posee amplia experiencia en el sector energético, junto con una adecuada solidez financiera, que permiten suponer un adecuado respaldo a las operaciones en Chile tanto a nivel financiero como técnico.

⁴ Ranking publicado por la revista *Fortune*, que representa a las 500 compañías más grandes de Estados Unidos en términos de ventas.

Anexo N°1
Chilquinta Energía S.A.
Agosto 2008

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Tendencia	AA- Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax	Aldo Reyes D. Andrés Silva P. 56-2-204 7315 56-2-223 4937
Otros Instrumentos	No hay	Correo Electrónico Sitio Web	ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 de junio de 2008	Tipo de Reseña	Primera Clasificación

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de Bonos a 10 años Repertorio N° 10.359 de 13.08.08	En Proceso de Inscripción
Línea de Bonos a 30 años Repertorio N° 10.360 de 13.08.08	

Estado de Resultados Consolidado *

Cifras en Miles de \$	Año	Año	Año	Año	Junio
a Junio de 2008	2004	2005	2006	2007	2008
Ingreso Operacional	157.533.903	181.801.703	196.424.970	245.336.618	150.495.689
Costo Explotación	-106.554.948	-127.866.353	-140.757.424	-190.036.459	-121.381.735
Gasto Admin. y Venta	-17.092.771	-18.223.004	-19.358.462	-20.309.605	-9.142.979
Resultado Operacional	33.886.183	35.712.346	36.309.084	34.990.553	19.970.975
Resultado No Operacional	-4.167.891	4.277.322	-21.855.782	3.479.345	-6.990.818
Utilidad Neta	22.519.983	32.075.951	8.619.236	28.998.423	9.219.782

* No se consideran reclasificaciones de cuentas

Balance General Consolidado *

Cifras en Miles de \$	Año	Año	Año	Año	Junio
a Junio de 2008	2004	2005	2006	2007	2008
Activo Circulante	44.599.766	55.671.063	74.808.842	102.034.511	61.057.215
Activo Fijo	218.507.735	225.183.582	229.446.103	233.048.890	233.653.945
Otros Activos	164.440.400	154.546.019	142.114.120	131.145.165	125.453.002
Total Activos	427.547.901	435.400.664	446.369.064	466.228.566	420.164.162
Pasivo Circulante	30.609.511	36.931.299	36.229.663	111.233.695	54.667.862
Pasivo Largo Plazo	222.070.313	197.797.238	200.455.812	115.876.162	117.033.051
Interés Minoritario	11.113.186	11.612.631	12.123.498	12.672.780	12.797.539
Patrimonio	163.754.891	189.059.496	197.560.091	226.445.928	235.665.710
Total Pasivos	427.547.901	435.400.664	446.369.064	466.228.566	420.164.162

* No se consideran reclasificaciones de cuentas

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Chilquinta Energía S.A. (Chilquinta) es una empresa cuyo objeto principal es la distribución y suministro de energía eléctrica en su área de concesión - regiones de Valparaíso, del Maule y del Bio-Bio - operación que realiza en forma directa y a través de cuatro filiales: Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Luzlinares S.A. y Luzparral S.A. Además, por medio de la filial Energas S.A., distribuye gas natural en la región de Valparaíso.

Actualmente la compañía atiende en torno a los 585 mil clientes, los que se distribuyen en 80% a través de Chilquinta S.A. y el 20% a través de sus filiales. Lo anterior la convierte en la mayor distribuidora de la Quinta Región, el tercer actor a nivel nacional en ventas de energía y el cuarto en términos de número de clientes.

La propiedad de la compañía corresponde a Sempra Energy International (Sempra) y Ashmore Energy Internacional (AEI), ambas con 50% de participación; entidades que en escala global han sido clasificadas por *Moody's Investors Service* en categoría Baa1 y B1, respectivamente.

La clasificación de los títulos de deuda, *Categoría AA-*, se fundamenta en la condición de monopolista natural de la sociedad para la entrega de un servicio de primera necesidad, dentro de un marco regulatorio estable y que opera bajo criterios técnicos; todo ello dentro de un plan de negocio que, según lo formulado hasta la fecha, no considera la necesidad de nuevo endeudamiento en el mediano plazo. Esta situación implica que los flujos del emisor sean altamente predecibles, de muy bajo riesgo y con baja probabilidad que se vean afectados por cambios en la composición de los pasivos financieros.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la elevada atomización de su base de clientes (baja incidencia de clientes no regulados), por la experiencia en el manejo operativo de la compañía (niveles de servicios dentro de los estándares exigidos) y por los bajos niveles de incobrabilidad (producto de una legislación que permite el corte de suministro a los clientes impagos).

De acuerdo con las estimaciones de *Humphreys*, la actual capacidad productiva de la empresa le permite generar flujos de caja de largo plazo (después de gastos financieros e impuestos) del orden de los US\$ 60 millones, ello para responder a una deuda en torno a los US\$ 340 millones (monto de la nueva deuda a colocar). Con todo, dada la estructura financiera esperada, la empresa sería capaz de abordar en el mediano plazo las futuras inversiones con recursos propios; sin embargo, para el año 2013 debiera refinanciar parte de las obligaciones generadas por la emisión de los bonos (lo cual, a juicio de la clasificadora, se considera factible dadas las fortalezas intrínsecas del negocio, al margen de que se pueda ver afectado el costo financiero de la deuda).

Dentro de los elementos que restringen la clasificación de los bonos (aun cuando estos se consideren con baja probabilidad de ocurrencia y/o con acotado nivel de incidencia en el total de flujos de la compañía) se tiene la inestabilidad en los flujos de su filial Energas S.A. (situación que se espera superada en el año 2010); la eventualidad de modificaciones a la legislación eléctrica (recientemente ya modificada) y complicaciones en la suscripción de contratos de suministro eléctrico.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”⁵, por cuanto en el corto plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

⁵ Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse mejorada sólo en la medida que se reduzca significativamente el endeudamiento relativo de la compañía y, a su vez, se estime que éste se mantendrá relativamente estable en el mediano plazo.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de los bonos, se hace necesario que el emisor no incremente sus niveles de deuda, ya que considerando el endeudamiento relativo actual de la sociedad y su elevada clasificación de riesgo, aumentos leves del pasivo financiero podrían conllevar a una reducción en la categoría de riesgo asignada. Con todo, dicha situación pudiere ser modificada si las mayores obligaciones contraídas van aparejadas con un incremento proporcional y seguro en el nivel de flujos.

Definición 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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

Condición de Monopolio Natural: El negocio energético de Chilquinta se basa principalmente en la distribución de energía dentro de un sector concesionado y no sujeto a competencia económicamente factible en lo relativo a los clientes regulados. Estas concesiones son de carácter indefinidas.

Flujos Futuros Relativamente Predecible: El consumo de energía residencial y comercial, principal generador de flujos para Chilquinta, presenta un crecimiento moderado, pero estable, con baja exposición a la baja en períodos recesivos (dado su carácter de primera necesidad). Esta situación, sumado a los criterios técnicos en la fijación de tarifas, reduce significativamente el riesgo de generación de flujos.

Alta atomización de la base de clientes: Dentro del total de clientes a los cuales abastece la compañía, en torno al 93% corresponde a residenciales, los que alcanzan en torno a los 430 mil clientes. Como consecuencia de lo anterior, se observa que la compañía no enfrenta riesgos significativos asociados al cese de pagos por parte de los consumidores.

Bajos Niveles de Incobrabilidad: La ley faculta a las empresas distribuidora cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenta impaga sus cuentas por consumo eléctrico (identificando como cliente al inmueble que recibe la energía). Este elemento, junto a la importancia que las personas asigna al abastecimiento eléctrico, torna irrelevantes las pérdidas por incobrabilidad.

Factores de Riesgo

Inestabilidad de Flujos de Energías: La situación actual de la filial de gas natural es inestable principalmente por los cortes de suministro del mismo por parte de Argentina. Lo anterior ha provocado que los costos de producción de Energías S.A. hayan presentado presiones significativas al alza durante los últimos períodos. Producto de aquello, la generación de Ebitda por parte de Energías se ha visto deteriorada, incluso llegando a presentar pérdidas operacionales. Si bien la anterior situación debiera revertirse con la puesta en marcha del proyecto de Gas Natural licuado (GNL), es necesario evaluar en el mediano plazo cual será el margen definitivo con que operará la sociedad

Eventuales Cambios Normativos: El modelo de negocio de la compañía se basa fundamentalmente en el marco regulatorio que respalda el sector eléctrico chileno. Sin embargo, posibles cambios en la normativa, podrían afectar la capacidad de generación de flujo de la compañía y/o requerir mayores inversiones futuras.

No obstante lo anterior, **Humphreys** reconoce la estabilidad y criterio técnico reinante en el sector eléctrico nacional, por lo que se le asigna una baja probabilidad a la ocurrencia de cambios que puedan afectar de manera significativa el negocio de la compañía.

Complicaciones en Procesos de Licitación de Suministro Eléctrico: Dentro de la normativa se contemplan procesos de licitación para el suministro de energía por parte de las generadoras a las distribuidoras. No obstante lo anterior, existe un escenario en que ninguna generadora se presente a la licitación, situación que si bien no compromete el suministro de energía, si podría generar inestabilidad y menor certeza en los costos proyectados de la compañía.

Antecedentes Generales

Historia

Chilquinta fue creada en 1981, inicialmente como una sociedad de responsabilidad limitada, con aportes de la Empresa Nacional de Electricidad S.A. (Endesa) y de la Corporación de Fomento y Producción (CORFO).

En septiembre de 1983 se transforma en sociedad anónima cerrada y en octubre de 1986 pasa a ser sociedad anónima abierta.

En 1996, la compañía adquiere las sociedades: Energía de Casablanca S.A., Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Luzparral S.A. y LuzLinares, ampliando así su zona de cobertura.

En 1998, Chilquinta ingresa al negocio de distribución de gas natural a través de la adquisición de la empresa Energas S.A.

En 1999, la compañía es transferida al consorcio SEMPRA-PSEG, ambos con amplia experiencia en el sector eléctrico. Finalmente, en diciembre de 2007, AEI adquiere la mitad de la propiedad de Chilquinta perteneciente a PSEG.

Líneas de Negocio

La empresa participa en las siguientes actividades:

- Transporte, distribución y suministro de energía eléctrica (negocio central).
- Distribución de gas natural
- Entrega de servicios ligadas al funcionamiento eléctrico.

Con todo, en la práctica Chilquinta se ha desarrollado, en términos de generación de flujos, como una empresa orientada esencialmente al sector eléctrico con una participación porcentualmente menor en el negocio del gas.

Propiedad y Filiales

Al 30 de junio de 2008, la propiedad de Chilquinta, así como su estructura de sociedades filiales, se distribuye de la siguiente manera:

Accionista	Nº de acciones	% Propiedad
Sempre Energy International Holdings B.V.	957.746	49,99%
AEI Americas Bermuda Ltda.	957.746	49,99%
Tecnored S.A.	226	0,01%
Sempre Energy International (España) S.L.	1	0,00%
AEI Chilean Equity Ltd.	1	0,00%

Compañía	Participación		
	Directo	Indirecto	Total
Generadora Eléctrica Sauce Los Andes S.A.	0,50%	99,50%	100,00%
Inmobiliaria del Litoral S.A.	0,00%	100,00%	100,00%
Energas S.A.	99,99%	0,01%	100,00%
LuzLinares S.A.	85,00%	0,00%	85,00%
Compañía Eléctrica del Litoral S.A	75,61%	0,00%	75,61%
Energía de Casablanca S.A.	69,75%	0,00%	69,75%
LuzParral S.A.	56,59%	0,00%	56,59%

En la práctica, el control de la compañía es llevado a cabo a través de un pacto de actuación conjunta entre los dos accionistas mayoritarios.

AEI es un grupo especializado en el sector eléctrico dentro de países emergentes. Actualmente posee operaciones en 19 países, con una capacidad instalada del orden de 2.000 MW y atiende en torno a 6,4 millones de clientes. Dentro del negocio específico de distribución eléctrica, AEI posee operaciones en seis países de Latinoamérica, donde su operación más grande se localiza en Brasil, la cual representa cerca de la mitad de los clientes atendidos en la región.

Por su parte *Sempre* es un grupo empresarial también con enfoque en el sector eléctrico, con ingresos en torno a los US\$ 11.000 millones, y cerca de 30 millones de clientes a nivel mundial. La compañía posee una alta solidez financiera reflejada en su clasificación de riesgo internacional (Baa1). Asimismo, el grupo pertenece al *Fortune 500*⁶ en los Estados Unidos.

A juicio de *Humphreys*, la propiedad de Chilquinta posee amplia experiencia en el sector energético, junto con una adecuada solidez financiera, que permiten suponer un adecuado respaldo a las operaciones en Chile tanto a nivel financiero como técnico.

Antecedentes del Mercado

El sector eléctrico chileno

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres sub-sectores:

1. Generación

Se organiza en torno a cuatro grandes redes:

- *Sistema Interconectado del Norte Grande (SING)*: Abarca la Primera y la Segunda Región. Consta de 6 empresas. La generación es en casi 100% termoeléctrica.
- *Sistema Interconectado Central (SIC)*: Desde Taltal hasta la Décima Región; operan 20 empresas. La generación es aproximadamente 60% hidroeléctrica y 40% termoeléctrica.
- *Sistema de Aysén*: Una sola empresa (Edelaysen S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 64% termoeléctrica, 28% hidroeléctrica y 8% eólica.
- *Sistema de Magallanes*: Una sola empresa (Edelmag S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 100% termoeléctrica.

⁶ Ranking publicado por la revista *Fortune*, que representa a las 500 compañías más grandes de Estados Unidos en términos de ventas.

2. Transmisión

Este sector, donde destaca Transelec (que opera en el *SIC* y en el *SING*), está conformado por las empresas que transportan la energía desde las compañías generadoras hasta las empresas distribuidoras, ello a través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva. Por medio de las líneas de transmisión se puede transportar la energía de cualquier generadora que lo solicite, pagando el “peaje” correspondiente.

3. Distribución

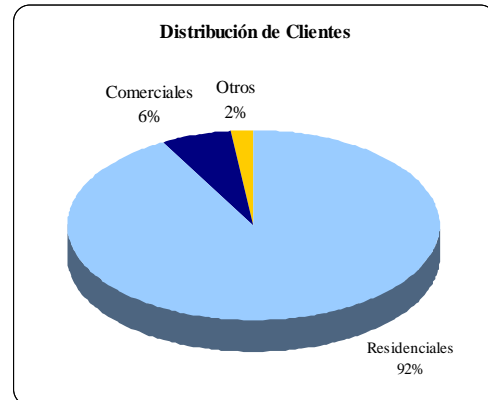
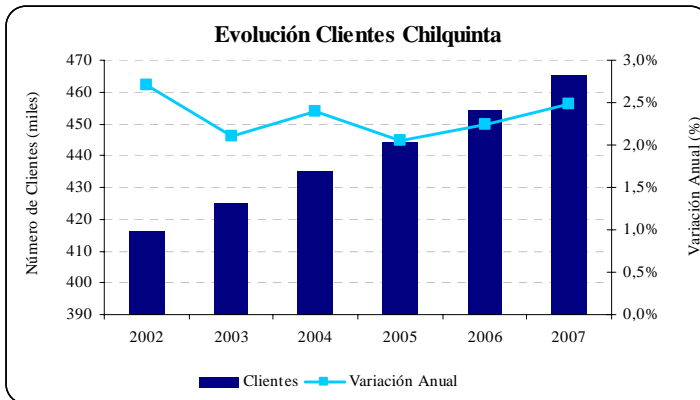
Las compañías distribuidoras compran electricidad a las generadoras al denominado “precio de nudo”, el cual es determinado por la autoridad, con el fin de venderla a los consumidores de su área de concesión. Los precios regulados corresponden a la suma del precio nudo más el valor agregado de distribución (VAD). Es en este sector donde se desarrolla principalmente el negocio de Chilquinta.

Ventas

La producción de Chilquinta consolidada se subdivide en los sectores Eléctrico y Gas Natural. A nivel eléctrico, la compañía es la distribuidora más importante de la quinta región, con un crecimiento sostenido durante los últimos años. Asimismo, el grupo posee la filial Energas S.A., la cual se encarga de distribuir gas natural dentro de la quinta región. Además de lo anterior, la compañía percibe ingresos por concepto de servicios otorgados a sus clientes relacionados al rubro eléctrico. También la compañía está incursionando en el negocio de ventas a crédito, el cual a la fecha no presenta un tamaño significativo dentro de las operaciones del emisor.

Clientes

Al 31 de diciembre de 2007, Chilquinta atiende a 465.422 clientes a través de la matriz y 83.621 clientes a través de sus filiales eléctricas. Además la filial de distribución de gas, Energas S.A., atiende aproximadamente a 35.840 mil clientes. A continuación se muestra el crecimiento del número de clientes de Chilquinta (matriz), donde se observa la estabilidad en su evolución anual. Además se muestra la distribución por tipo de clientes a diciembre de 2007:



Regulaciones

La empresa se desenvuelve en un mercado regulado. A continuación se muestran algunos aspectos de la normativa asociada a los segmentos del sistema eléctrico en que opera Chilquinta:

Transmisión: En Chile se considera como transmisión a toda línea o subestación con un voltaje o tensión superior a 23.000 Volts. Por Ley, las tensiones menores se consideran como distribución. La transmisión es de libre acceso para los generadores, es decir, estos pueden imponer servidumbre de paso sobre la capacidad disponible de transmisión mediante el pago de peajes.

Dada las modificaciones incorporadas por la ley 19.940 de Marzo de 2004 a la Ley General de Servicio Eléctricos, el transporte de electricidad por sistemas de transmisión troncal y sistemas de subtransmisión es servicio público eléctrico, por tanto el transmisor tiene obligación de servicio, siendo responsabilidad de éste el invertir en nuevas líneas o en ampliaciones de las mismas.

La coordinación de la operación de las centrales generadoras y las líneas de transmisión, es efectuada en cada sistema eléctrico por los Centros de Despacho Económico de Carga (CDEC).

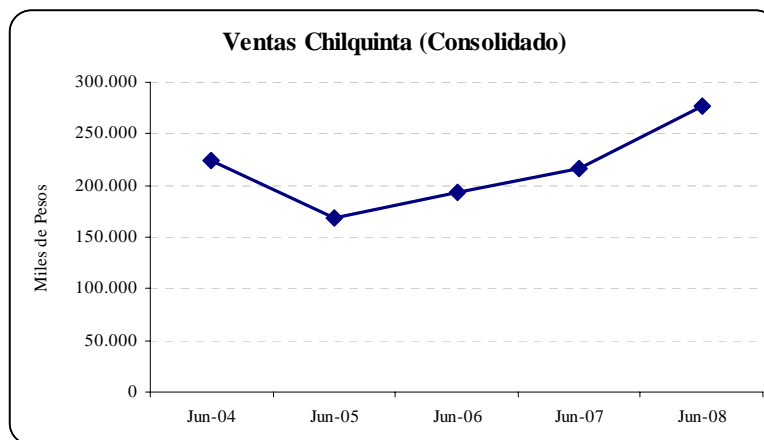
Distribución: Los sistemas de distribución están constituidos por las líneas, subestaciones y equipos que permiten prestar el servicio de abastecimiento de electricidad hacia los consumidores finales, localizados en cierta zona geográfica explícitamente limitada. Estas empresas operan bajo un régimen de concesión de servicio público de distribución, con obligación de servicio y con tarifas reguladas para el suministro a clientes regulados.

Evolución Financiera⁷

El resultado de explotación del 2007 fue 3,6% inferior al del año 2006 (resultados a diciembre), llegando a \$ 34.991 millones. A junio de 2008, el resultado de explotación fue de \$ 19.971 millones, 3% inferior al registrado en junio de 2007.

Las ventas del año 2007 aumentaron 24,5% con relación a las de 2006, llegando a \$ 245.337 millones. A junio de 2008 las ventas alcanzaron un valor de \$ 150.496 millones, 26,3% superior a lo registrado en junio de 2007.

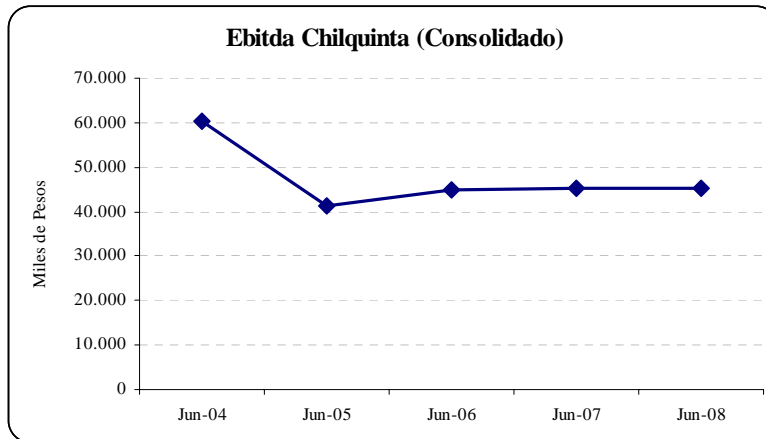
En el siguiente gráfico se muestra la evolución en ventas de la empresa:



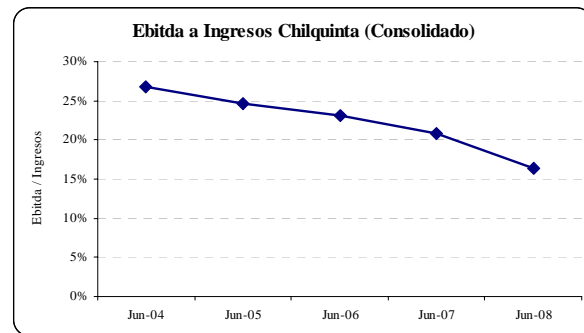
Por su parte, el Ebitda de la empresa a diciembre de 2007 fue de \$ 44.024 millones, 1,6% inferior a lo registrado a diciembre de 2006. A junio de 2008, el Ebitda fue de \$ 25.062 millones, lo que corresponde a un

⁷ Todas las cifras posteriores en moneda a junio de 2008. Los gráficos en años móviles. Los cálculos no consideran reclasificaciones de cuentas entre periodos.

aumento de 4,7% en relación a lo registrado a junio de 2007. El siguiente gráfico muestra el Ebitda móvil de la empresa a junio de cada año:



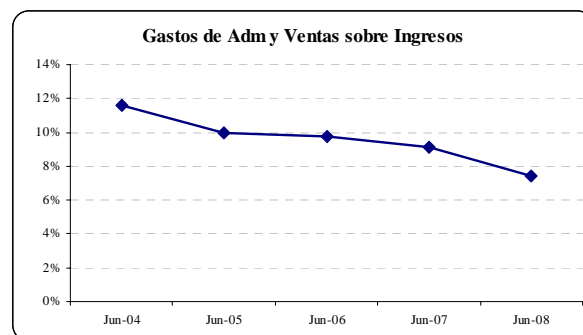
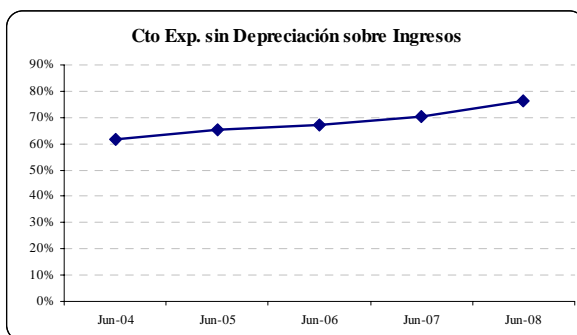
En el gráfico de la derecha podemos apreciar la evolución de la relación Ebitda sobre Ingresos de la compañía. Como se aprecia, en los últimos años la empresa ha bajado su generación de Ebitda en relación con su generación de ingresos, debido al mayor costo y precio de la energía y al bajo desempeño de la filial Energas, la cual presenta a la fecha una Ebitda negativo.



El indicador para el año móvil terminado a junio de 2008 asciende a 16,3%, una disminución con respecto a junio de 2007 donde el indicador fue de 20,9%.

La relación Costos de Explotación (sin incluir la depreciación) sobre Ingresos aumentó básicamente por los mayores costos asociados a los combustibles, principal costo que enfrenta la compañía.

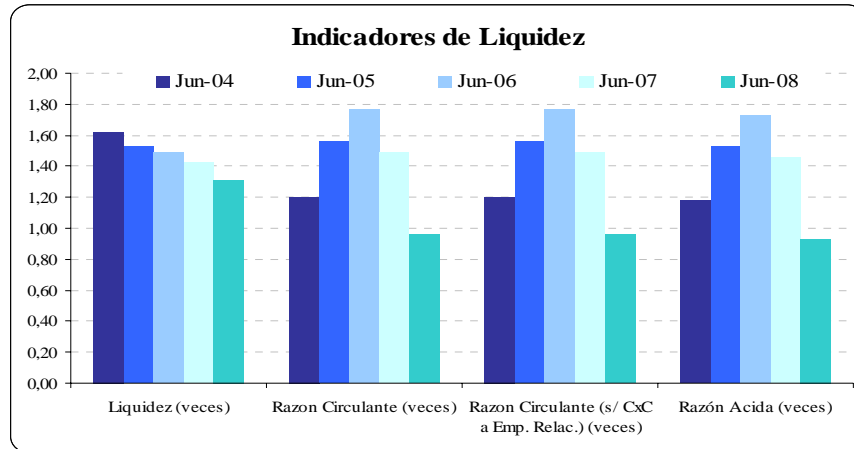
Los Gastos de Administración y Ventas (GAV) sobre Ingresos, han disminuido, principalmente a la mayor escala que ha alcanzado la compañía y pasaron a ser el 7,4%, en comparación al 9,1% que representaban en el año móvil terminado a junio de 2007.



Evolución de la Liquidez Financiera

La empresa mejoró todos sus indicadores de liquidez en los últimos dos años y no se vislumbran razones por las que estos debieran deteriorarse en el corto plazo.

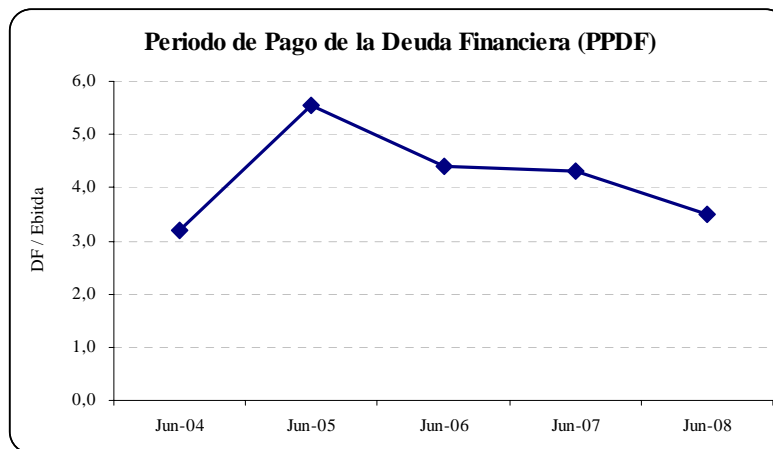
En el gráfico siguiente se muestra la evolución de los indicadores⁸ de liquidez de la empresa para los últimos años.



Evolución del Endeudamiento Financiero

El endeudamiento relativo de Chilquinta – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – ha disminuido durante los últimos cuatro años de manera consistente, a pesar del menor crecimiento exhibido por el Ebitda de la compañía

A junio de 2008 la empresa disminuyó 18,4% la deuda financiera con respecto a junio de 2007, llegando a \$ 150 mil millones, cifra inferior a los \$ 194 mil millones que registro a igual mes de 2007. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).



⁸ Liquidez = Ing. x Vtas. / (Cto. De Vtas. – Depreciación)

Razón Circulante = Act. Circ. / Pas. Circ

Razón Circulante (sin CxC Empresas Relacionadas) = (Act. Circ. – CxC a Emp. Rel) / Pas. Circ

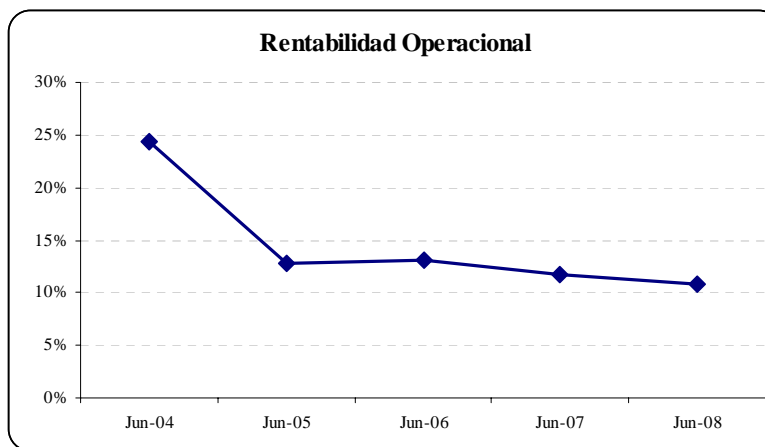
Razón Acida = (Act. Circ. – Exist – Gtos. Pag. x Ant) / Pas.Circ.

Parte de la disminución registrada en el pasivo financiero de largo plazo, se debe a que el mismo se encuentra tomado en dólares, por lo que la apreciación del Peso frente a la moneda norteamericana ha repercutido en un menor nivel de deuda consolidado para la compañía..

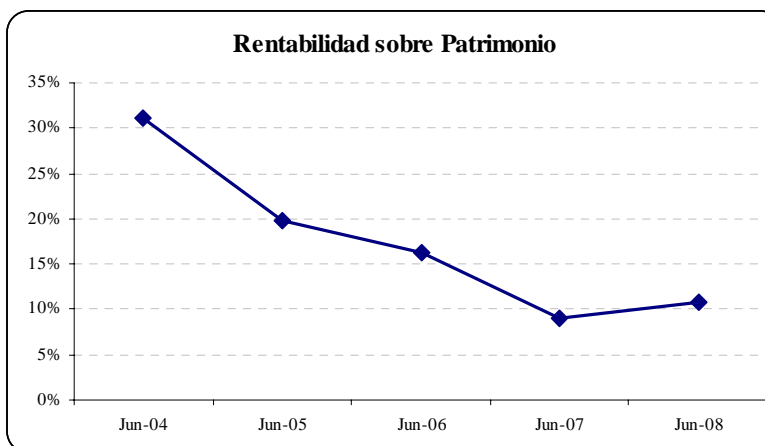
Evolución de la Rentabilidad

La rentabilidad operacional móvil disminuyó a junio de 2008 en comparación a junio de 2007, debido a la disminución en el resultado operacional en 1,6% entre el año móvil terminado a junio de 2007 y el año móvil terminado a junio de 2008. Lo anterior es principalmente resultado del desempeño negativo de la filial Energas derivado del menor suministro de gas natural por parte de Argentina.

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad operacional (Resultado operacional/Activos operacionales):



En tanto, la rentabilidad sobre patrimonio aumentó, debido a que el resultado final creció en 36% entre junio de 2007 y junio de 2008, mientras que el Patrimonio aumento en 15,3% en igual periodo. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad sobre patrimonio (Resultado final/Patrimonio):



“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”.

Anexo: Indicadores⁹

	Dic-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dic-07	Mar-08	Jun-08
1.- LIQUIDEZ											
Liquidez (veces)	1,51	1,50	1,49	1,48	1,48	1,44	1,43	1,40	1,35	1,33	1,31
Razón Circulante (Veces)	1,65	1,70	1,77	1,87	2,02	2,12	1,49	1,20	1,02	0,91	0,96
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,65	1,70	1,77	1,87	2,02	2,12	1,49	1,20	1,02	0,91	0,96
Razón Ácida (veces)	1,61	1,66	1,73	1,83	1,98	2,09	1,46	1,17	1,00	0,89	0,93
Rotación de Inventarios (veces)	140,99	131,92	135,04	145,39	141,77	151,98	155,63	168,81	192,31	216,37	219,81
Promedio Días de Inventarios (días)	2,59	2,77	2,70	2,51	2,57	2,40	2,35	2,16	1,90	1,69	1,66
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	5,89	5,93	5,96	5,88	5,83	5,91	5,98	6,11	6,21	6,25	6,31
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	61,99	61,54	61,29	62,09	62,61	61,72	61,07	59,73	58,81	58,43	57,87
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	9,23	9,24	9,05	8,97	9,06	9,35	9,41	9,39	9,54	9,63	9,67
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	39,55	39,50	40,32	40,71	40,30	39,04	38,80	38,87	38,25	37,89	37,74
Diferencia de Días (días)	-22,44	-22,04	-20,97	-21,38	-22,31	-22,68	-22,28	-20,86	-20,56	-20,54	-20,13
Ciclo Económico (días)	25,03	24,80	23,67	23,89	24,89	25,09	24,62	23,02	22,46	22,23	21,79
2.- ENDEUDAMIENTO											
Endeudamiento (veces)	0,58	0,56	0,54	0,54	0,53	0,53	0,53	0,52	0,50	0,49	0,47
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,36	1,26	1,19	1,16	1,15	1,14	1,11	1,06	1,02	0,96	0,87
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,14	0,15	0,16	0,16	0,16	0,17	0,29	0,44	0,64	0,96	0,87
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,85	4,56	4,40	4,49	4,39	4,44	4,30	4,16	4,15	3,89	3,50
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,22	0,23	0,22	0,23	0,23	0,23	0,24	0,24	0,26	0,29
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	84,8%	84,2%	83,4%	83,2%	83,4%	83,0%	82,2%	81,1%	79,2%	77,0%	74,4%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	1,9%	1,8%	1,9%	2,0%	2,3%	2,5%	2,7%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,57	3,26	2,77	1,46	0,99	1,23	1,92	2,41	2,87	4,45	3,19
3.- RENTABILIDAD											
Margen Bruto (%)	29,7%	29,3%	28,8%	28,3%	28,3%	26,7%	25,8%	24,6%	22,5%	21,1%	20,3%
Margen Neto (%)	17,6%	21,0%	16,7%	8,3%	4,4%	5,6%	8,9%	10,7%	11,8%	16,4%	9,5%
Rotación del Activo (%) *	43,5%	44,9%	46,0%	46,1%	46,3%	48,2%	49,8%	51,8%	55,4%	59,1%	62,4%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	7,7%	9,4%	7,7%	3,8%	2,0%	2,7%	4,5%	5,6%	6,5%	9,7%	5,9%
Rentabilidad Total del Activo (%)	7,5%	9,1%	7,4%	3,7%	2,0%	2,6%	4,3%	5,4%	6,3%	9,4%	5,7%
Inversión de Capital (%)	1,21	1,16	1,12	1,11	1,11	1,10	1,07	1,05	1,02	0,97	0,95
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	8,93	8,52	7,67	6,77	5,84	5,37	8,36	16,22	120,07	-25,87	-67,30
Rentabilidad Operacional (%)	13,2%	13,3%	13,1%	12,3%	12,4%	11,8%	11,8%	11,6%	10,9%	10,7%	10,9%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	17,6%	20,7%	16,2%	7,9%	4,2%	5,6%	9,1%	11,1%	12,8%	18,3%	10,7%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	66,3%	66,7%	67,2%	67,6%	67,5%	69,2%	70,1%	71,5%	73,9%	75,5%	76,4%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	70,3%	70,7%	71,2%	71,7%	71,7%	73,3%	74,2%	75,4%	77,5%	78,9%	79,7%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,0%	9,8%	9,8%	10,1%	9,9%	9,4%	9,1%	8,5%	8,3%	7,7%	7,4%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	19,6%	19,2%	18,5%	17,5%	17,7%	17,1%	17,0%	16,6%	15,4%	15,0%	14,6%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	23,8%	23,6%	23,2%	22,4%	22,8%	21,4%	20,9%	20,1%	17,9%	16,9%	16,3%
4.- OTROS INDICADORES											
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capital sobre Patrimonio (%)	60,6%	57,9%	55,5%	54,4%	53,8%	52,9%	51,6%	49,8%	48,2%	45,9%	44,5%

⁹ Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: www.humphreys.cl