



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

carlos.ebersperger@humphreys.cl

Chilquinta Energía S.A.

Agosto 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AA Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2011

Antecedentes de los instrumentos	
Línea de Bonos a 10 años Serie A	Nº 549 de 16.09.2008 Primera Emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie B	Nº 550 de 16.09.2008 Primera Emisión

Estado de resultado consolidado IFRS				
M\$ corrientes	2009	2010	Ene-Mar 2010	Ene-Mar 2011
Ingresos ordinarios	293.506.328	307.365.022	62.885.801	77.544.701
Costo de venta	230.876.138	241.896.345	49.128.360	60.053.759
Gastos de administración	17.930.269	21.653.975	4.957.991	5.890.267
Resultado operacional	44.699.921	43.814.702	8.799.450	11.600.675
Gastos financieros	-1.412.672	-1.516.807	-1.412.672	-1.516.807
Ganancia atribuible a los accionistas	34.468.357	30.201.880	9.452.138	10.107.350
EBITDA	57.047.775	53.063.465	10.884.714	13.632.895

Balance general consolidado IFRS				
M\$ corrientes	31-12-2009	31-12-2010	31-03-2010	31-03-2011
Activos corrientes	147.636.209	170.501.930	161.173.526	179.230.875
Activos no corrientes	298.070.854	311.302.589	308.577.785	312.771.382
Total activos	445.707.063	481.804.519	469.751.311	492.002.257
Pasivos corrientes	54.598.382	67.960.177	51.283.590	70.064.354
Pasivos no corrientes	145.699.519	149.662.348	158.045.988	150.680.771
Total pasivos	200.297.901	217.622.525	209.329.578	220.745.125
Patrimonio	245.409.162	264.181.994	260.421.733	271.257.132
Total pasivos y patrimonio	445.707.063	481.804.519	469.751.311	492.002.257
Deuda financiera	135.820.086	139.305.606	139.364.678	141.476.222

Estado de resultados consolidado PCGA					
M\$ marzo 2011	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso operacional	190.984.491	206.475.950	257.949.525	306.340.008	298.573.250
Costos explotación	-134.324.871	-147.959.920	-199.806.351	-244.730.635	-233.114.518
Gastos de administración y ventas	-19.143.447	-20.349.026	-21.353.735	-20.500.030	-20.189.225
Resultado operacional	37.516.173	38.167.004	36.789.439	41.109.342	45.269.508
Resultado no operacional	4.493.371	-22.974.132	3.658.220	-95.371.092	-15.180.021
Gastos financieros	-16.345.099	-15.293.539	-14.081.658	-9.827.915	-19.400.182
Utilidad neta	33.696.105	9.060.278	30.489.250	-36.127.129	22.171.147
EBITDA	45.538.991	47.043.464	46.287.794	51.738.768	54.842.299

Balance general consolidado PCGA					
M\$ marzo 2011	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	31-12-2009
Activo circulante	58.483.002	78.636.777	107.280.168	117.701.257	150.462.874
Activo fijo	236.557.586	241.186.759	245.030.078	165.336.344	168.042.180
Otros activos	162.352.124	149.386.038	137.887.419	130.761.688	115.185.130
Total activos	457.392.712	469.209.574	490.197.664	413.799.289	433.690.183
Pasivo circulante	38.796.692	38.083.519	116.952.288	60.193.007	46.203.213
Pasivo largo plazo	207.787.958	210.713.048	121.833.427	137.789.692	149.237.243
Interés minoritario	12.199.185	12.743.852	13.324.296	13.828.478	14.161.730
Patrimonio	198.608.876	207.669.155	238.087.653	201.988.113	224.087.998
Total pasivos	457.392.712	469.209.574	490.197.664	413.799.289	433.690.183
Deuda financiera	198.842.049	202.310.538	175.750.515	139.695.076	139.674.302

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 Biobío- operación que realiza en forma directa e indirecta a través de cinco filiales: Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Casablanca Generación S.A., Luzlinares S.A. y Luzparral S.A.

Actualmente la compañía atiende a unos 506 mil clientes en la Región de Valparaíso y a más de 90 mil en las regiones del Maule y Biobío, lo que la convierte en la mayor distribuidora de la V Región, en el tercer actor a nivel nacional en ventas de energía y en el cuarto en términos de número de clientes.

Durante 2010 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 665 millones, un EBITDA de US\$ 113,4 millones, teniendo al 31 de marzo de 2011 una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 295 millones compuesta exclusivamente por bonos, con un nivel de activos de US\$ 1.026 millones y patrimonio por US\$ 566 millones.

La propiedad de la compañía corresponde a Sempra Energy International (Sempra), con un 100% de participación. Esta entidad ha sido clasificada en escala global en *Categoría Baa1*.

La clasificación de los títulos de deuda en "*Categoría AA*" se basa en que el emisor posee la condición de monopolista natural para la entrega de un servicio de primera necesidad (suministro eléctrico) en su zona de operación, dentro de un marco regulatorio estable y establecido bajo criterios técnicos. Por otra parte, la empresa tiene un plan de negocio que no considera la necesidad de nuevo endeudamiento en el mediano plazo, según lo formulado hasta la fecha. Todo lo anterior se traduce en que sus flujos sean altamente predecibles, de muy bajo riesgo y escasa probabilidad de verse 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 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 \$ 40 mil millones al año para responder a una deuda en torno a los \$ 141 mil millones, constituida en su totalidad por dos series de bonos con vencimientos en 2014 y 2030. Con ello, dada la estructura financiera esperada, sería capaz de abordar en el mediano plazo las futuras inversiones con recursos propios.

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) está la eventualidad de modificaciones a la legislación eléctrica (lo que ha sucedido en años recientes), los riesgos presentes en la fijación de las tarifas eléctricas y las eventuales sanciones que pueda recibir la compañía en caso de mala calidad de servicio.

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*", por cuanto en el corto plazo, en opinión de **Humphreys**, 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 mejorar siempre y cuando se reduzca significativamente el endeudamiento relativo de la compañía y que, a su vez, se estime que éste sea suficientemente estable en el mediano plazo.

Asimismo, para la mantención de la categoría el emisor no debiese incrementar sus niveles de deuda, considerando el endeudamiento relativo actual de la sociedad y su elevada clasificación de riesgo. De hecho, aumentos leves del pasivo financiero podrían implicar una reducción en la categoría de riesgo asignada. Con todo, lo anterior pudiere ser modificado si eventuales nuevas obligaciones financieras fueran aparejadas de un incremento proporcional y seguro en el nivel de flujo de caja generado.

Definición Categorías de Riesgo

Categoría AA

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

Tendencia Estable

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

Fortalezas y oportunidades

Condición de monopolio natural: El negocio eléctrico de **Chilquinta** se basa principalmente en la distribución de energía dentro de un área geográfica concesionada y no sujeta a competencia económicamente factible en lo relativo a los clientes regulados, que componen la mayor parte de su base de clientes (aproximadamente 92% de los ingresos). Estas concesiones son de carácter indefinidas, lo que otorga una alta seguridad a la continuidad de operaciones de las distribuidoras eléctricas.

Flujos futuros relativamente predecibles: El consumo de energía residencial y comercial, principal generador de flujos para **Chilquinta**, presenta un crecimiento moderado (2,3% promedio en número de clientes para el periodo 2005-2010), pero estable, con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad. Si bien en 2010 se registró una caída en la demanda total de la empresa, esta situación obedece más bien a las campañas de ahorro nacional y a la contracción económica del año, siendo de todas formas una baja moderada, que no compromete los flujos de largo plazo y difiere de lo observado durante los últimos 20 años, donde el crecimiento de la demanda energética ha sido moderado y constante. Esta situación, sumado a los criterios técnicos en la fijación de tarifas y al carácter indefinido de las concesiones, reduce significativamente el riesgo de generación de flujos.

Alta atomización de su cartera: Dentro del total de clientes a los cuales abastece la compañía en la V Región, un 92,1% corresponde a residenciales (en torno a 466 mil). Como consecuencia de ello, 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 distribuidoras cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenten cuentas impagas 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 y a lo relevante de éste en la producción de los clientes libres, torna irrelevantes las pérdidas por incobrabilidad.

Factores de riesgo

Eventuales cambios normativos: El modelo de negocio de la compañía se basa fundamentalmente en el marco regulatorio que respalda al sector eléctrico chileno. Sin embargo, posibles cambios en esta normativa podrían afectar la capacidad de generación de flujo de la compañía y/o requerir mayores inversiones futuras. No obstante, **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 y su generación de flujos.

Riesgo de fijación de tarifa: La fijación del VAD (Valor Agregado de Distribución), que representa los costos de capital y funcionamiento de las distribuidoras, es realizada por la Comisión Nacional de Energía (CNE) a través de un panel de expertos, por lo que su decisión puede afectar los ingresos recibidos por la empresa por concepto de pago a su capacidad instalada de distribución.

Exposición a sanciones por organismos supervisores: Chilquinta, al igual que el resto de las empresas de la industria, está expuesta a diferentes sanciones por mala calidad de servicio por parte de la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), lo que podría afectar la imagen y los resultados de la empresa.

Hechos Recientes

Resultados 2010

Durante 2010, bajo esquema IFRS, los ingresos de **Chilquinta** crecieron un 4,7%, hasta \$ 307.365 millones, producto de la aplicación de nuevas tarifas por venta de energía, además del aumento en ventas por servicios asociados al suministro eléctrico. Las ventas sólo de potencia y energía crecieron un 3,9%, representando un 94,0% del total de ingresos (94,8% en 2009); las prestaciones por servicios asociados al suministro eléctrico aumentaron un 22,8%, representando un 5% del total de ingreso, subiendo desde los 4,3% de 2009; las ventas de *retail* y otros ingresos aumentaron 4,6% real, representando el 1% de las ventas en 2009 y 2010. Los costos de explotación, en tanto, aumentaron un 4,8% hasta \$ 241.896 millones, debido principalmente a un aumento de 6,1% en las compras de energía y potencia, que representaron el 88,6% de este costo.

Como consecuencia de los cambios anteriores, el margen de explotación creció en un 4,5%, hasta \$ 65.469 millones, manteniéndose en el 21,3% de los ingresos. Los gastos de administración y ventas, por su parte, aumentaron un 20,8% hasta \$ 21.654 millones. De este modo, el resultado operacional de 2010 fue de \$ 43.815 millones, lo que implica una baja de 2,0%, representando el 14,3% de los ingresos (15,2% en 2009).

La ganancia del ejercicio de 2010 fue de \$ 30.202 millones, un 12,4% inferior a la de 2009, cuando alcanzó \$ 34.468 millones. Si bien los costos financieros registraron una fuerte caída al eliminarse el efecto ocurrido en 2009 por la sustitución de deuda bancaria por bonos, lo anterior se vio compensado por los efectos negativos de unidades de reajuste y las diferencias de cambio, que pasaron a negativo producto de la normalización de la inflación (negativa en 2009) en el primer caso y por la mantención de activos en dólares en el segundo caso (entre 2009 y 2010 el dólar cayó frente al peso chileno y además la empresa eliminó la deuda en esa moneda). Finalmente, el EBITDA disminuyó un 7,0% hasta \$ 53.063 millones, explicada por las variaciones antes descritas.

Primer trimestre de 2011

En el primer cuarto de 2011 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron a \$ 77.545 millones, un aumento de 23,3%, debido principalmente a la aplicación de las nuevas tarifas de energía y a la normalización del consumo del trimestre (en el primer trimestre de 2010 se vieron afectadas por el terremoto). Las ventas de energía aumentaron en 23,9% interanual (representando 95,8% de los ingresos), los servicios en 9,3% y las ventas de *retail* (electrodomésticos) 19,1%. Producto de la mayor actividad y precios de compra de energía más elevados, el costo de venta aumentó 22,2%, llegando a \$ 60.054 millones. El margen de explotación subió 27,1%, hasta \$ 17.491 millones, pasando desde 21,9% a 22,6% de los ingresos.

Los gastos de administración se incrementaron en 18,8%, alcanzando los \$ 5.890 millones, con lo que el resultado operacional del primer trimestre llegó a \$ 11.601 (incremento de 31,8%). La ganancia del período, en tanto, creció en 6,9%, llegando a \$ 10.107 millones, explicado por el mayor resultado operacional y por menores diferencias de cambio. Finalmente, el EBITDA del primer trimestre de 2011 fue de \$ 13.363 millones, aumentando en 25,2% con respecto a igual lapso de 2010.

Eventos recientes

El 30 de septiembre de 2010, **Chilquinta** renovó su directorio, creándose además el cargo de subgerente general, asumiendo Marcelo Luengo Amar.

El 29 de noviembre de 2010, se modificó el directorio de la sociedad nuevamente, el que tendrá una duración de tres años.

El 20 de enero de 2011, la Sociedad Ashmore Energy International (AEI) acordó vender la totalidad de su participación en la compañía, equivalente al 50% de la misma, a Sempra Energy International Holdings B.V., empresa titular del otro 50% de la sociedad. Esta venta se materializó el día 06 de abril de 2011, por lo que Sempra Energy International es propietaria ahora del 100% del control de la sociedad.

El 07 de julio de 2011, la empresa comunicó la renuncia del gerente general de la compañía, don Cristian Arnolds Reyes, la que se hará efectiva a partir del 1 de septiembre, fecha en que asumirá como director de la sociedad. En su reemplazo como gerente general interino asumirá el sub gerente general, Marcelo Luengo Armar.

El 22 de agosto reciente **Chilquinta** informó que reformará sus estatutos debido a que su propiedad está concentrada en un 100% en un controlador, por lo que eliminará la obligación de sujetarse a las normas que deben cumplir las sociedades anónimas.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Chilquinta es una compañía de distribución eléctrica cuyo principal ingreso proviene de la concesión para distribuir electricidad en la Región de Valparaíso. Por ser la energía eléctrica un bien de primera necesidad, el sector se encuentra altamente regulado en términos de obligaciones y tarifas, las que apuntan a asegurar el correcto suministro eléctrico, asociado a un precio acorde con las inversiones realizadas por las compañías del

sector. Dado lo anterior, el negocio de la distribución en particular posee flujos estables y altamente predecibles, puesto que están asociados en gran medida al crecimiento vegetativo de la población y, por ende, a un aumento de la actividad inmobiliaria.

La empresa participa en las siguientes actividades:

- Distribución y transporte de energía eléctrica (negocio central).
- Entrega de servicios ligados al funcionamiento eléctrico.

Con todo, sus ingresos están determinados fundamentalmente por la distribución de energía a clientes residenciales dentro de la Región de Valparaíso. Hasta 2008 la compañía también participaba en el negocio de venta de gas natural a través de su filial Energas S.A., vendida ese año.

Las filiales de la compañía son:

Filiales de Chilquinta	Participación %		
	Directa	Indirecta	Total
Compañía Eléctrica del Litoral S.A.	75,61%	0,00%	75,61%
Generadora Eléctrica Sauce Los Andes S.A.	0,50%	99,50%	100,00%
Inmobiliaria del Litoral S.A.	0,00%	100,00%	100,00%
Energía de Casablanca S.A.(1)	69,75%	0,00%	69,75%
Casablanca Generación S.A.(1)	69,75%	0,00%	69,75%
Luzlinares S.A.	85,00%	0,00%	85,00%
Luzparral S.A.	56,59%	0,00%	56,59%

Propiedad

Al 31 de marzo de 2011 la propiedad de Chilquinta, así como su estructura de sociedades filiales, se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Nº de acciones	% propiedad
Sempra Energy International Holdings B.V.	1.915.720	100%

Sempra Energy es un grupo empresarial creado en 1998, con enfoque en el sector eléctrico, a través de generación y distribución eléctrica, y servicios de transporte, almacenamiento y distribución de gas natural, y cerca de 29 millones de clientes a nivel mundial. En América Latina, además de Chile, cuenta con operaciones de distribución de gas natural en México y Argentina, y de distribución eléctrica en Perú. La compañía muestra una adecuada solidez financiera reflejada en su clasificación de riesgo internacional (*Baa1*).

Antecedentes del mercado

El sector eléctrico chileno esta 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 regiones. Consta de cinco empresas principales. La generación es casi 100% termoeléctrica, la capacidad instalada alcanza a 4.127 MW en 2011.
- Sistema Interconectado Central (SIC): Desde Taltal (Región de Atacama) hasta la Región de los Lagos, con una capacidad instalada de 12.370 MW, dividida en aproximadamente en 55% térmico, un 43% hídrico y un 2% eólico, aunque, en un año pluviométrico normal, es la generación hidroeléctrica la que realiza el mayor aporte en términos de GWh. Operan alrededor de 20 empresas. Este es el sistema en el cual opera Chilquinta.
- Sistema de Aysén: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. El sistema cuenta con 50,5 MW de potencia instalada y la generación es 55% termoeléctrica, 41% hidroeléctrica y 4% eólica.
- Sistema de Magallanes: Una sola empresa (EDEL MAG S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 100% termoeléctrica y cuenta con 99,2 MW de potencia instalada.

2. Transmisión

Este sector está conformado por las empresas que transportan la energía producida por las compañías generadoras hasta las empresas distribuidoras y clientes libres a los cuales suministran. Por medio de las líneas de transmisión, dentro de un mismo sistema interconectado, 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 mediante licitaciones públicas, con el fin de venderla a los consumidores ubicados en su área de concesión. Los precios regulados a clientes finales corresponden al precio nudo promedio, que es la media ponderada de los precios de los suministros contratados, pudiendo contemplar precios nudos de corto plazo (fijados cada seis meses por la autoridad sobre la base de los costos marginales esperados por los próximos 48 meses, en el caso del SIC. Los últimos contratos bajo esta modalidad se extinguen el 2015) y de largo plazo (precios resultantes de las licitaciones de las distribuidoras con las generadoras).

Los precios a clientes cuentan con indexaciones según distintos parámetros fijados por la Comisión Nacional de Energía (CNE) con anterioridad a la licitación y no pueden diferir en más de un porcentaje de los precios observados para clientes libres en el mercado. El precio nudo además contempla el precio de potencia, cargo que representa el pago a las centrales por su disponibilidad en horas punta y que es fijado por la CNE. Además,

los clientes regulados deben pagar los cargos por transmisión y subtransmisión eléctrica y el VAD, que representa los costos de capital y funcionamiento de las distribuidoras.

En la actualidad, **Chilquinta** cuenta con contratos para suministro eléctrico de clientes regulados por un total de 2.170 GWh al año (la demanda de 2010 fue de 2.158,5 GWh), de los cuales un 50,3% está contratados con Endesa y el resto con Gener (49,7%), teniendo asegurado 1.461 GWh hasta el año 2023, y 709 GWh hasta 2024.

También mantiene contratos para suministro de sus clientes libre por 635,4 GWh hasta 2026 con Endesa (54%), Empresa Eléctrica Panguipulli (23%) y Empresa Eléctrica Puyehue (23%). De éstos, 194,8 GWh comienzan en 2013, 145,8 GWh en 2014, y 294,4 GWh en 2015.

Cientes

En el mercado relevante para las generadoras existen tres tipos de clientes:

Cientes regulados: Conformados por las compañías distribuidoras. En este caso, el precio (“precio de nudo de largo plazo”) es establecido a través de licitaciones en las que participan las generadoras, de la que resultan contratos cuya duración no puede exceder los quince años. Anteriormente, el precio era fijado por la CNE (precios de nudo). Los clientes libres cuya potencia conectada esté entre 0,5 MW y 2 MW (generalmente industrias) pueden elegir entre ser clientes regulados (y comprar su energía a distribuidoras) o ser clientes libres y negociar directamente con generadoras o distribuidores.

Cientes libres: Los clientes libres son aquellos con consumos superiores a 2 MW y que convienen libremente sus precios mediante contratos con sus proveedores. Con el objetivo de ampliar el mercado de los clientes libres, la ley N° 19.940, publicada el 13 de marzo de 2004 facultó a los usuarios de potencia conectada superior a 0,5 MW e inferior a 2 MW a optar por un régimen de tarifa regulada o por precios libres, por un período mínimo de cuatro años de permanencia en cada régimen.

Cientes del mercado spot: El mercado *spot* es el vehículo de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbún, Aes Gener, etc.). Está destinado a suplir déficit de producción en relación a la energía contratada. Cuando hay excedentes de energía las generadoras pueden venderlos a través del Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC-SIC), que coordina la entrada de centrales de acuerdo a su costo marginal, empezando por la más barata hasta la más cara. El precio en este mercado corresponde al costo marginal del sistema, el cual, a su vez, es el costo variable de producción de la última central que entra a despachar a través del CDEC. La central que se encuentre entregando energía al *spot* depende mucho de la condición hidrológica del momento, puesto que en años secos la menor producción de las centrales hidroeléctricas es suplida por termoeléctricas, generalmente a diesel, con un costo mayor.

Por su parte, los clientes de las distribuidoras eléctricas están conformados en primer lugar por aquellos cuya potencia instalada es menor a 0,5 MW y a quienes se denomina “clientes regulados”, y que corresponden en su mayoría a clientes residenciales, y también a pequeños comercios e industrias. La empresa distribuidora tiene la obligación de licitar el suministro eléctrico para abastecer a estos consumidores, y se encarga de vender la energía adquirida a los precios acordados en el contrato con la generadora eléctrica, reajustado de acuerdo a las cláusulas estipuladas por la CNE, con lo que la distribuidora actúa como un intermediario entre generador y

cliente, pudiendo obtener un margen por este servicio sólo si, por ejemplo, alcanza pérdidas de transmisión de electricidad inferiores a aquellas contempladas como parámetros en la fijación de los valores del VAD. La tarifa a clientes finales incluye, además del precio de la energía eléctrica, un cargo por el VAD, que corresponde al cobro por el uso de la red de distribución de propiedad de la empresa.

En segundo lugar, los otros clientes de las distribuidoras corresponden a aquellos cuya capacidad instalada se encuentre entre los 0,5MW y 2MW, y que opten por un régimen tarifario regulado. La empresa distribuidora tiene la obligación de licitar de manera separada el suministro para este tipo de clientes, respecto de aquel destinado a sus clientes regulados.

Además de los anteriores, se encuentran entre los clientes de las distribuidoras todos aquellos que utilicen la red de éstas, lo que ocurre con las generadoras cuando entregan suministro eléctrico a sus clientes libres, debiendo por tanto pagar a las distribuidoras el cargo por VAD por usar su red.

Regulaciones del sector

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 Servicios 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 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.

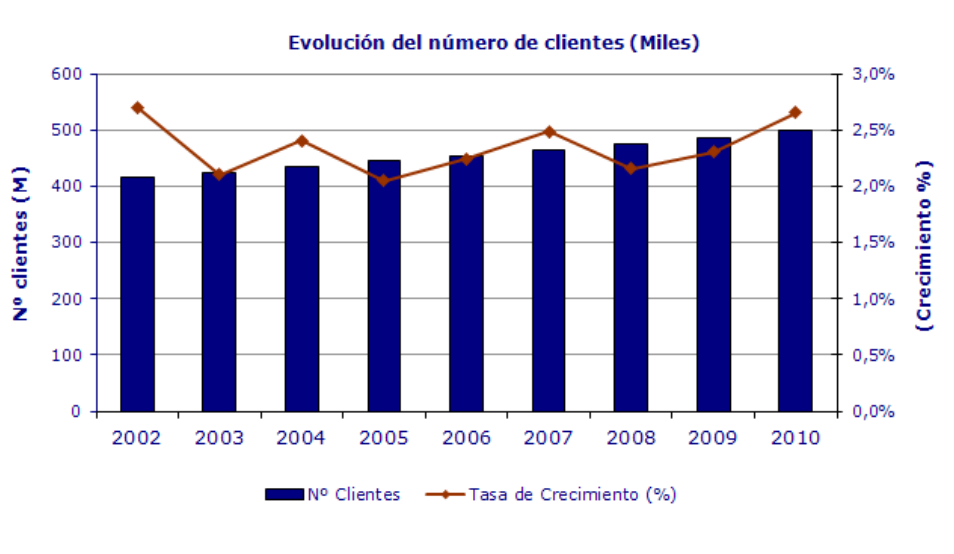
Distribución de ingresos

Los ingresos de **Chilquinta** se subdividen dentro del sector eléctrico en distribución y transmisión, siendo la primera de ellas el negocio esencial de la compañía. La compañía es la distribuidora más importante de la Región de Valparaíso, con un crecimiento sostenido durante los últimos años.

En términos de clientes, los ingresos de la compañía están focalizados básicamente en el sector regulado, y principalmente del sector residencial, que abarca cerca del 34,9% de las ventas físicas de energía de la compañía, y en torno al 39% de las ventas valoradas. El sector comercial abarca un 20,8% de las ventas físicas

y un 19,6% de las valoradas, mientras que al industrial se vende el 17,2%, medido en ventas físicas, ya que representa un poco más de 12,8% de las ventas valoradas. Finalmente, el sector agrícola significa un 9,5% de las ventas físicas y un 7,3% de las valoradas.

Al 30 de junio de 2011, **Chilquinta** atiende a 506 mil clientes de los cuales el 92% corresponde a clientes residenciales. La base de clientes ha mostrado un crecimiento anual compuesto del orden de 2,3% para los últimos cinco años.

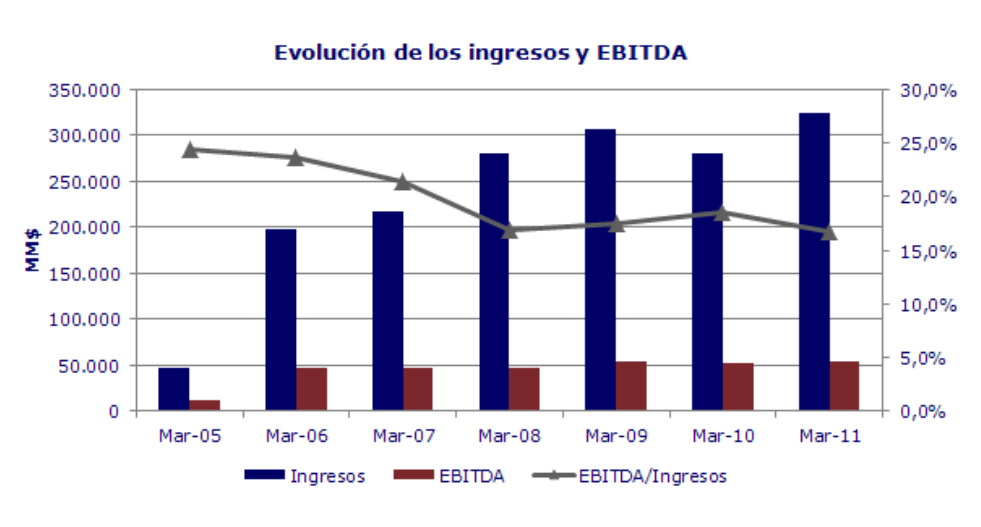


Evolución financiera

Evolución de los ingresos

Los ingresos de la compañía, a excepción del año móvil a marzo de 2010, han tenido una tendencia al alza a lo largo del tiempo, lo cual es resultado tanto de la creciente base de clientes como de las mayores tarifas eléctricas. Por otra parte, el EBITDA como proporción de los ingresos tuvo una sostenida baja hasta finales de 2007, lo que se ha revertido desde entonces, alcanzándose una estabilización en torno al 18,3% desde entonces. Cabe recordar que la empresa es un intermediario en el mercado de venta de energía, por lo que traspaasa las variaciones de costos a clientes de acuerdo a los reajustes contemplados en las bases de licitación de suministro. Por ello, un aumento en la tarifa a clientes no se traduce en un aumento en la generación de caja, siendo ésta bastante estable en el tiempo en términos absolutos, como consecuencia además de operar en un mercado regulado. El siguiente gráfico muestra la evolución de estos indicadores desde marzo de 2005¹:

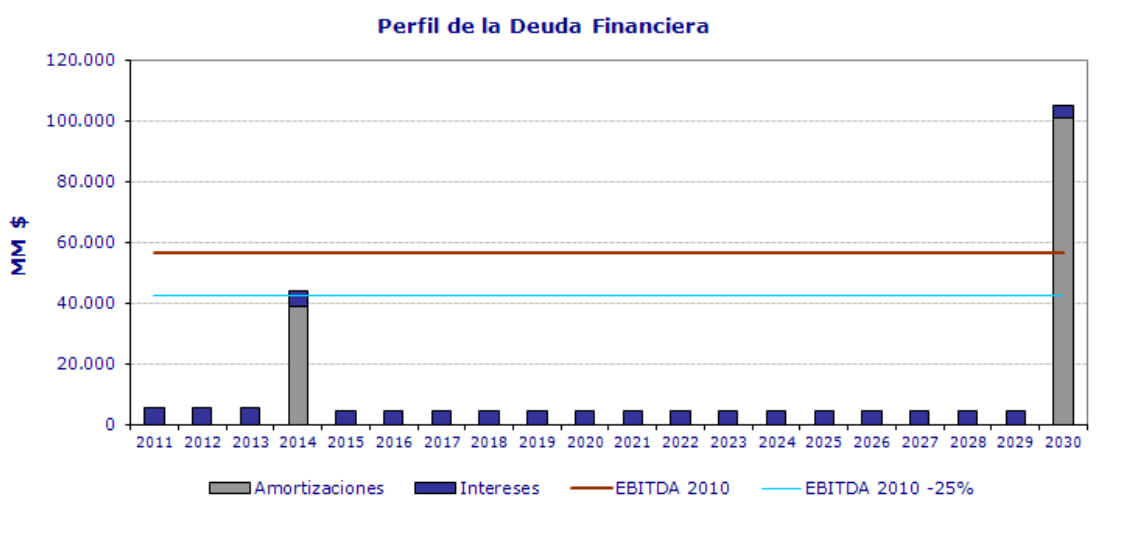
¹ Las cifras han sido corregidas a pesos de marzo de 2011, y se presentan en años móviles para el caso de los flujos.



Evolución del endeudamiento financiero

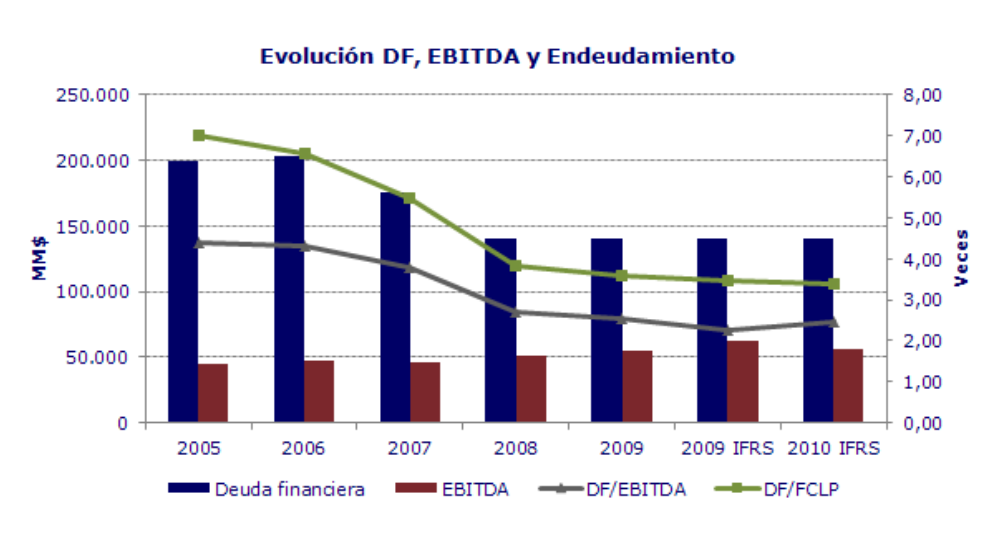
A la fecha, la única deuda financiera que posee **Chilquinta** corresponde a los bonos emitidos en octubre de 2009, los que al 31 de marzo de 2011 alcanzaban un valor par de poco más de \$ 141 mil millones (alrededor de US\$ 295 millones). Los recursos captados con la colocación de estos instrumentos sirvieron para el prepago total de la deuda bancaria denominada en dólares que mantenía la empresa con bancos en el extranjero.

En términos de perfil de pago de la actual deuda, la amortización de la serie A de los bonos contempla un pago de UF 1,8 millones en 2014, monto elevado en relación al EBITDA generado en 2010 y probablemente al que generaría en ese año, aunque, en opinión de **Humphreys**, existe una alta probabilidad de ser refinanciado en caso que la empresa lo requiera. A continuación se muestra la relación entre el perfil de pago de la compañía y su actual EBITDA:



El endeudamiento relativo de Chilquinta –medido como la relación entre su pasivo financiero y el EBITDA de la sociedad– disminuyó de manera consistente entre 2005 y 2008, a pesar del menor crecimiento exhibido por el EBITDA de la compañía, lo que se debe a la caída de la deuda ocurrida entre 2006 y 2008 (en parte por la baja del tipo de cambio que disminuyó el valor en pesos de la deuda). A partir de 2009 el endeudamiento relativo ha tendido a estabilizarse.

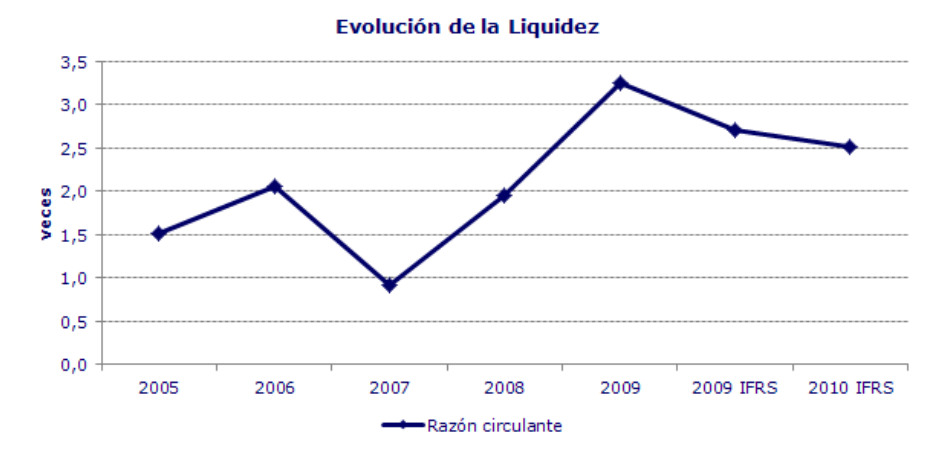
En el siguiente gráfico, se observa la evolución de la deuda financiera, el EBITDA y el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa, medido como deuda financiera sobre EBITDA y como deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo²:



Evolución de la liquidez

La compañía en general ha mantenido una liquidez adecuada, en general de valores sobre uno (activos corrientes mayores a pasivos corrientes), aumentando fuertemente a diciembre de 2009 producto de los recursos obtenidos de la colocación de los bonos. Durante 2011 los pagos por deuda financiera corresponden sólo a intereses, por un total de \$ 5.300 millones aproximadamente, abordables con la generación operativa de la compañía.

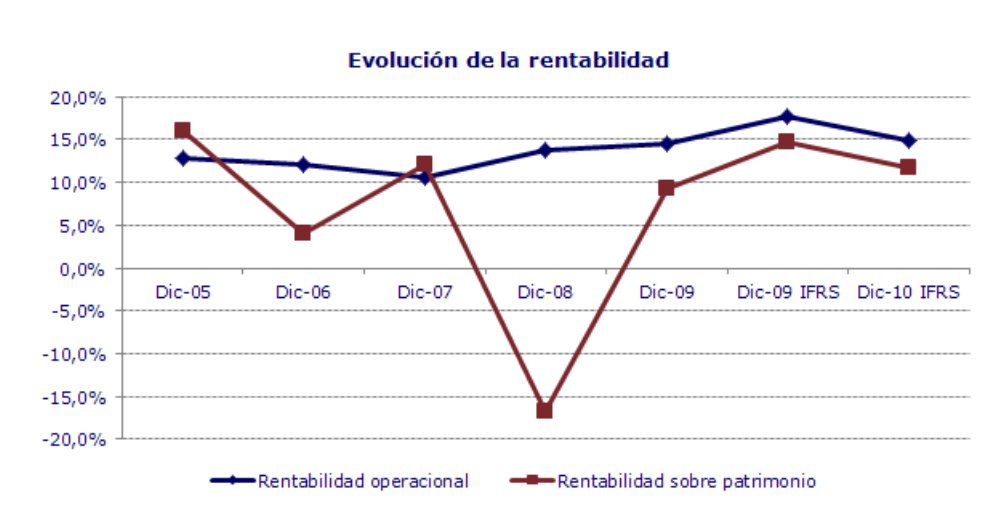
² Medida del flujo de caja generado por los activos actuales disponible luego del pago de intereses e impuestos, usando una rentabilidad promedio de cinco años.



Evolución de la rentabilidad³

Considerando la estabilidad del negocio, la rentabilidad operacional de **Chilquinta** ha sido relativamente constante en los últimos cinco años, aunque ha tendido a aumentar en los últimos tres producto del incremento de escala de la empresa (mayor número de clientes).

La rentabilidad del patrimonio, por el contrario, ha mostrado fuertes oscilaciones que han tenido su origen en los cambios en la utilidad del ejercicio, cuyas variaciones se deben a cambios en los costos financieros, en las diferencias de cambio, en la corrección monetaria, y en 2008 principalmente por la pérdida contable obtenida en la venta de la filial Energas.



³ La rentabilidad operacional corresponde al resultado operacional sobre activos circulantes y activo fijo promedios, mientras que la rentabilidad del patrimonio es el resultado del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedios.

Anexo:

Covenants

Para la emisión de las series A y B de la línea N° 549, se establecieron los siguientes resguardos financieros:

- Endeudamiento Financiero Neto (deuda financiera menos caja y equivalentes) sobre Patrimonio más Interés Minoritario: no superior a 1,75 veces. Al 31 de marzo de 2011, el *covenant* se cumplía con un valor de 0,14 veces.

“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”