



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Chilquinta Distribución S.A.

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes R.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

**FECHA**

Julio 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	<b>AA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	Marzo 2024 <sup>1</sup>

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 550 de 16.09.2008
Serie B (BCQTA-B)	Primera emisión

Estados de Resultados Individuales IFRS						
MM\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos de actividades ordinarias	388.394	379.968	285.974	291.134	384.161	99.601
Costos de venta	-283.229	-292.392	-226.308	-235.566	-331.364	-84.247
<b>Ganancia bruta</b>	<b>105.165</b>	<b>87.576</b>	<b>59.666</b>	<b>55.568</b>	<b>52.797</b>	<b>15.354</b>
Gastos de administración	-37.833	-42.757	-37.078	-37.022	-41.996	-9.091
Otros ingresos, gastos y ganancias	6.221	153.418	7.735	7.626	9.349	1.815
<b>Resultado operacional</b>	<b>73.553</b>	<b>198.238</b>	<b>30.324</b>	<b>26.171</b>	<b>20.150</b>	<b>8.079</b>
Gastos financieros	-7.116	-12.695	-10.279	-8.627	-9.669	-2.248
<b>Ganancia</b>	<b>48.073</b>	<b>184.445</b>	<b>16.781</b>	<b>2.360</b>	<b>4.580</b>	<b>3.289</b>
EBITDA	89.989	218.697	42.473	36.035	30.598	10.725

Estados de Situación Financiera Individuales IFRS						
MM\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	135.905	183.157	93.221	104.841	85.257	90.548
Activos no corrientes	714.740	1.336.209	283.381	418.391	480.604	489.496
<b>Total activos</b>	<b>850.645</b>	<b>1.519.366</b>	<b>376.601</b>	<b>523.232</b>	<b>565.861</b>	<b>580.044</b>
Pasivos corrientes	114.064	231.083	70.100	70.033	62.819	63.293
Pasivos no corrientes	201.159	667.177	167.855	307.441	354.935	366.342
<b>Total pasivos</b>	<b>315.222</b>	<b>898.260</b>	<b>237.956</b>	<b>377.474</b>	<b>417.755</b>	<b>429.635</b>
Patrimonio	535.422	621.106	138.646	145.758	148.106	150.409
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>850.645</b>	<b>1.519.366</b>	<b>376.601</b>	<b>523.232</b>	<b>565.861</b>	<b>580.044</b>
Deuda financiera	135.611	297.901	146.592	165.977	174.513	182.787

<sup>1</sup> Desde agosto de 2021 a la fecha los estados financieros exhiben información relativa a Chilquinta Distribución, mientras que anterior a la fecha mencionada corresponde a información relativa al grupo Chilquinta consolidado.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Chilquinta Distribución S.A. (Chilquinta)** es una empresa cuyo objeto principal es la distribución de energía eléctrica en su área de concesión (distribuye energía eléctrica a las provincias de Valparaíso, Marga Marga, Quillota, San Felipe, Los Andes y San Antonio), tarea que posterior a su reorganización realiza en forma directa<sup>2</sup>. En la actualidad, la compañía atiende a más de 665 mil clientes en su zona de concesión, lo que la convierte en uno de los mayores actores del mercado nacional, tanto por venta de energía como por número de usuarios.

Durante el segundo trimestre de 2021, la compañía llevó a cabo un proceso de reorganización, dada la normativa legal que exige giro único a las empresas distribuidoras eléctricas. A partir de este proceso, la entidad que antes era Chilquinta Energía S.A. se dividió en cinco empresas, de las cuales **Chilquinta Distribución S.A.** corresponde a la sucesora que mantiene las operaciones de distribución de energía. No obstante, para aprobar la división, durante la junta extraordinaria de accionistas se acordó que las sociedades sean solidariamente responsables por el cumplimiento íntegro y oportuno de las obligaciones de la entidad, respecto de los Bonos emitidos en virtud del contrato de emisión de línea de bonos suscrito entre Chilquinta Energía S.A., como emisor, y Banco BICE, como representante de los tenedores de bonos, así como de otras obligaciones de corto plazo aprobadas por el Directorio de la sociedad.

En el presente informe se considera la condición de solidaridad por parte de las sociedades frente al cumplimiento de pago de las respectivas obligaciones financieras.

Durante 2023, la empresa generó ingresos por aproximadamente \$ 384.161 millones, con un EBITDA de \$ 30.598 millones. En la misma fecha, registró una deuda financiera que alcanzaba \$ 174.513 millones, con un nivel de activos de \$ 565.861 millones y patrimonio por \$ 148.106 millones. Asimismo, durante el primer trimestre de 2024, la empresa generó ingresos por aproximadamente \$ 99.601 millones, con un EBITDA de \$ 10.725 millones. En el mismo periodo registró una deuda financiera que alcanzaba \$ 182.787 millones, con un nivel de activos de \$ 580.044 millones y patrimonio por \$ 150.409 millones.

La clasificación de los títulos de deuda en "*Categoría AA*" se basa, principalmente, 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 elaborado de acuerdo con criterios técnicos. Todo lo anterior se traduce en que sus flujos son altamente predecibles y de muy bajo riesgo, con escasa probabilidad de cambios en el entorno, que repercutan en su generación de excedentes.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la experiencia, solvencia y tamaño del grupo controlador, la elevada atomización de su base de clientes, y los bajos niveles de incobrabilidad,

---

<sup>2</sup> Previo a la reorganización realizaba sus operaciones de forma directa e indirecta a través de las entidades que eran sus filiales (Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Luzlinares S.A. y Luzparral S.A.) y adicionalmente, participaba en el negocio de transmisión de energía, a través de la Compañía Transmisora del Norte Grande y de las compañías Eletrans, Eletrans II y Eletrans III, de las cuales adquirió la totalidad de la base accionaria durante 2020.

producto de una legislación que permite el corte de suministro a los clientes impagos (salvo excepciones como lo ocurrido en la pandemia).

Adicionalmente, como se mencionó, la evaluación incorpora el hecho que para el pago de los bonos también se dispondría, si fuere necesario, de los flujos generados por las restantes empresas resultante de la división de Chilquinta Energía.

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) figuran eventuales modificaciones en la legislación eléctrica y, particularmente, en la fijación de tarifa (como por ejemplo el valor agregado de distribución), así como posibles sanciones que pueda recibir la compañía en caso de que existan deterioros en la calidad de servicio, situación que podría ocurrir en caso de que la autoridad establezca criterios más estrictos, o bien una mayor tasa de reclamos por parte de los usuarios.

Adicionalmente, dado el perfil de pago de la deuda (bono con estructuración *bullet*), la compañía está expuesta al riesgo de refinanciamiento en el año 2030. No obstante, el riesgo se morigera en consideración a la estabilidad de la generación de flujos de largo plazo del emisor y al soporte que significa su grupo controlador, corporación china con muy alta solvencia, elevada escala de operación e importancia adicional. Además, refuerza el compromiso del grupo el hecho que las empresas nacionales del *holding* se mantengan como codeudoras solidarias del bono de **Chilquinta**,

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

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría mejorar, siempre y cuando se reduzca el endeudamiento relativo de la compañía (a niveles compatibles con una categoría superior) y que, a su vez, se estime que los nuevos niveles se mantendrán estables en el mediano plazo. En contraposición, para la mantención de la categoría, el emisor no debiese incrementar considerablemente sus niveles de deuda, considerando el endeudamiento relativo actual de la sociedad y de las sociedades responsables del bono, en conjunto.

En términos de ESG<sup>3</sup>, si bien la sociedad no cuenta con un área de sostenibilidad, ha llevado a cabo diversas iniciativas por medio de instancias internas y de colaboración con otras instituciones de modo que en 2023 obtuvo distinción de parte de la Cámara Chilena de la Construcción “Sello Pro” que reconoce la excelencia, cuidado del medio ambiente, bienestar de los trabajadores, trato justo hacia los proveedores y la calidad de vida de las comunidades. En lo que respecta a gobernanza, la firma cuenta con un modelo de prevención de delitos.

---

<sup>3</sup> Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Monopolio natural.
- Servicio de primera necesidad.
- Flujos estables y predecibles, con bajo nivel de riesgo.

### Fortalezas complementarias

- Elevada atomización de clientes.
- Negocio con bajos niveles de incobrabilidad.

### Fortalezas de apoyo

- Apoyo de la matriz.

### Riesgos considerados

- Cambios en la legislación eléctrica.
- Cambios en criterio de fijación de tarifas.
- Exposición a sanciones por parte de los organismos supervisores (riesgo de baja incidencia).
- Riesgo de refinanciamiento.

## Hechos recientes

### Resultados marzo 2024

En términos nominales, durante el primer trimestre de 2024 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 99.601 millones, lo que representa un alza de 2,6% en comparación al mismo período del año anterior, que se explica, principalmente, por mayor ingreso por venta de energía y otras prestaciones. Por su parte, los costos de ventas totalizaron \$ 84.247 millones (alza de 0,8% respecto de igual trimestre de 2023).

En tanto, los gastos de administración disminuyeron un 9,8%, respecto a igual periodo del año anterior (baja en remuneraciones y beneficios al personal), mientras que los otros ingresos, gastos y ganancias disminuyeron en 24,4% (principalmente por menores intereses sobre facturación).

Considerando lo anterior, el resultado operacional exhibió un alza de 37,6% respecto de los primeros tres meses de 2023. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía se incrementó desde 6,0% en marzo de 2023 a 8,1% en marzo de 2024.

En consecuencia, el EBITDA totalizó \$ 10.725 millones, lo que representa un incremento de 27,3% en comparación con igual período de 2023, mientras que el resultado neto fue de \$ 3.289 millones, lo que es un 87,6% superior al registrado en marzo de 2023.

Los activos totales alcanzaron los \$ 580.044 millones, financiados con \$ 429.635 millones de pasivos y \$ 150.409 millones de patrimonio. La deuda financiera, por su parte, alcanzó los \$ 182.787 millones.

### Resultados 2023

En términos nominales, durante 2023 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 384.161 millones, lo que representa un alza de 32,0% en comparación a 2022, que se explica, principalmente, por mayor ingreso por venta de energía y servicios asociados a la distribución eléctrica. Por su parte, los costos de ventas totalizaron \$ 331.364 millones (alza de 40,7% respecto de 2022).

En tanto, los gastos de administración se incrementaron en 13,4%, respecto a igual periodo del año anterior (incremento en gastos de lectura, facturación y gestión comercial), mientras que los otros ingresos, gastos y ganancias tuvieron un alza de 22,6% (principalmente por mayores intereses sobre facturación).

Considerando lo anterior, el resultado operacional exhibió una contracción de 23,0% respecto de 2022. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía se contrajo desde 9,0% en 2022 a 5,2% en 2023.

En consecuencia, el EBITDA totalizó \$ 30.598 millones, lo que representa una baja de 15,1% en comparación a 2022, mientras que el resultado neto fue de \$ 4.580 millones, lo que es un 94,1% superior al de 2022.

Los activos totales alcanzaron los \$ 565.861 millones, financiados con \$ 417.755 millones de pasivos y \$ 148.106 millones de patrimonio. La deuda financiera, por su parte, alcanzó los \$ 174.513 millones.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponden a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de 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.

## Oportunidades y fortalezas

**Condición de monopolio natural:** El negocio eléctrico de **Chilquinta** se basa, 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 97,29% de sus ventas según los estados financieros a diciembre de 2023). Estas concesiones son de carácter indefinido, lo que otorga una alta seguridad a la continuidad de operaciones de las distribuidoras eléctricas.

**Servicio de primera necesidad:** El servicio que provee la compañía es una prestación que satisface necesidades básicas de la población, elemento que ha sido públicamente reconocido por las autoridades; de acuerdo con información emitida por el Ministerio de Economía Fomento y Turismo, existen ciertos servicios como la generación, distribución y transmisión de energía que deben asegurar la continuidad de funcionamiento debido a su importancia para el abastecimiento básico de la población y su contribución a la salud, la seguridad nacional o a la economía del país.

**Apoyo matriz:** Actualmente la compañía es filial de State Grid International Development Limited, que corresponde a la subsidiaria que opera internacionalmente, y que es parte de State Grid (State Grid

Corporation of China, SGCC), que cuenta con clasificación en “Categoría A+” a nivel internacional equivalente a “Categoría AAA” en escala local según estimaciones de **Humphreys**.

Por su parte, State Grid Corporation es una empresa china de distribución eléctrica, controlada en más del 90% por la Comisión de Administración y Supervisión de Activos Estatales central de China (SASAC por sus siglas en inglés; *State-owned Assets Supervision and Administration Commission*), y el porcentaje restante por el Consejo Nacional del Fondo de Seguridad Social (*National Council for Social Security Fund*)<sup>4</sup>. Esta entidad, es la red eléctrica más grande de China y se dedica a la construcción y operación de una red eléctrica que cubre 26 provincias, alcanzando cerca del 90% del país. Asimismo, destaca el hecho de que la sociedad ocupó el tercer lugar en Fortune Global 500 en 2023 (según nivel de ingresos).

Cabe mencionar, que con los últimos datos disponibles de SGCC<sup>5</sup> los activos de **Chilquinta** representan menos del 1% de los activos de SGCC (esto se replica para el grupo completo de **Chilquinta** consolidado).

**Flujos futuros relativamente estables y predecibles:** El consumo de energía residencial y comercial, principal generador de flujos para **Chilquinta**, se ha mantenido relativamente estable en el tiempo (representando un 76,0% de las ventas en valor en 2022 y 69,0% en 2023), y con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad (a modo ilustrativo, entre 2019 y 2023 la demanda total de energía en monto y cantidad presenta un menor coeficiente de variación que el PIB per cápita). En consecuencia, en el mediano plazo se prevé que el crecimiento de la demanda energética sea moderado y constante. Esta situación, sumada a los criterios técnicos en la fijación de tarifas y al carácter indefinido de las concesiones, reduce el riesgo de caídas en la generación de flujos.

**Alta atomización de su cartera:** Dentro del volumen total de energía distribuida por la compañía, más del 90% del suministro (en términos de GWh) corresponde a clientes regulados. Como consecuencia de ello, se observa que la compañía no enfrenta riesgos significativos asociados al cese de pagos por parte de los consumidores. Adicionalmente, los 10 mayores clientes representan un 2,8% de los ingresos de actividades ordinarias y el mayor de ellos representa un aproximadamente un 0,7% de las ventas.

**Bajos niveles de incobrabilidad:** la ley faculta a las empresas distribuidoras a cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenten cuentas impagas por consumo. Este elemento, además de la importancia que las personas asignan al abastecimiento eléctrico y la relevancia de este en la producción de los clientes libres, genera que las pérdidas por incobrabilidad sean mínimas, más allá de la postergación de sus pagos como se exhibió en periodos de pandemia, que se estima excepcional.

Sin perjuicio de lo anterior, se reconoce el efecto negativo que generaron las medidas de postergación de pagos producto de la pandemia sobre el indicador estimación de incobrables sobre cuentas por cobrar, considerando que se mantuvo en torno al 5-6% entre 2016-2019, mientras que durante la contingencia sanitaria el *ratio* aumentó hasta 21,89% en 2021. No obstante, a la fecha estos indicadores han tendido a disminuir, de modo que en marzo de 2024 se obtuvo un 16,0%. En consecuencia, según la opinión de **Humphreys**, se espera que se mantenga esta tendencia a la baja hasta recuperar los valores de incobrabilidad de largo plazo en la medida que se regularizan las postergaciones.

---

<sup>4</sup> Según información publicada por clasificadoras internacionales en 2023.

<sup>5</sup> Información proporcionada por la compañía.

Finalmente, también se reconoce que con la pandemia se incrementó la cantidad de asentamientos irregulares que, en algunos casos, permanecen conectados de manera irregular a las redes de distribución eléctrica.

## 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.

Cabe mencionar que **Chilquinta**, al igual que otras empresas de distribución de energía en Chile, enfrenta el desafío de manejar las cuentas por pagar relacionadas con el Mecanismo Transitorio de Estabilización de Precios establecido por la Ley N°21.185. Este mecanismo ha generado un incremento significativo en las cuentas por pagar no corrientes de la empresa, debido a que las tarifas estabilizadas fijadas bajo la ley fueron inferiores a las tarifas de generación resultantes de las licitaciones de suministro. En términos prácticos, esto significa que **Chilquinta** y otras empresas deben pagar a los clientes finales la diferencia entre las tarifas estabilizadas y las tarifas reales de generación. Estos pagos se deben realizar conforme a los términos establecidos por la ley, y el saldo acumulado por estas diferencias debe ser retribuido a los suministradores, de acuerdo a los estados financieros del emisor, antes del 31 de diciembre de 2027.

**Riesgo de fijación de tarifa:** Las empresas distribuidoras reciben sus ingresos del cliente final por medio del Valor Agregado de Distribución (VAD), que corresponde al costo medio que incorpora los costos de inversión y funcionamiento de una empresa modelo o teórica operando en Chile, gracias a la eficiencia en la política de inversiones y en su gestión. De esta forma, el VAD no reconoce, necesariamente, los costos en que incurren las empresas distribuidoras. Al respecto, la fijación del VAD, es realizada por la Comisión Nacional de Energía (CNE) a través de un proceso tarifario cada cuatro años, por lo que su decisión puede afectar los ingresos recibidos por la empresa por concepto de pago a su capacidad instalada de distribución.

En relación a lo anterior, en diciembre de 2019 fue publicada la Ley 21.194 que, en términos prácticos, rebaja la rentabilidad de las empresas de distribución y perfecciona el proceso tarifario de distribución eléctrica, mantiene constantes los precios asociados al valor agregado por concepto de costos de distribución que estaban siendo aplicadas a la fecha de publicación de la Ley. Con esto, las tarifas que se aplicarán hasta la publicación del nuevo decreto VAD, son las tarifas de diciembre 2019. Los saldos que resulten de la estabilización de la tarifa serán actualizados únicamente por el Índice de Precios al Consumidor e incorporados a las tarifas resultantes de los siguientes procesos de tarificación de los suministros a clientes regulados, realizados por las empresas concesionarias de servicio público 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. Más aún, se ha comenzado la implementación de estándares de servicio más altos, que harán responsable a las distribuidoras ante el consumidor de cortes de suministro, aun cuando estas fallas sean producto, por ejemplo, de caídas de la generación<sup>6</sup>.

**Riesgo de refinanciamiento:** Dado el perfil de pago de la deuda con estructuración *bullet*, la compañía está expuesta al riesgo de refinanciamiento en 2030. No obstante, de acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, la actual capacidad productiva de la empresa le permite generar un Flujo de Caja de Largo Plazo de \$ 27.895 millones (y del orden de \$ 61.254 millones considerando aquellos generados por el grupo responsable del bono), flujos que, en términos acumulados hasta la fecha del pago, no debiesen generar dificultades para el vencimiento por \$ 174.060 millones en 2030. Adicionalmente, el riesgo se morigera en consideración de la adecuada posición crediticia tanto de la matriz directa (Chilquinta Energía, empresa que mantiene la mayor parte de los préstamos de las empresas responsables del bono, tiene clasificación de riesgo local de "Categoría AA") como de la corporación china controladora del grupo ("Categoría A+" en escala global, equivalente a "Categoría AAA" en escala local, según estimaciones de **Humphreys**).

## Antecedentes generales

### La compañía

**Chilquinta** es una compañía de distribución eléctrica que opera principalmente en la V región, siendo, a nivel país, la cuarta empresa de distribución en términos de ventas<sup>7</sup>. La compañía atiende a un importante porcentaje de los clientes residenciales, comercial y agrícolas de la región.

Actualmente la compañía es filial de State Grid International Development Limited, que corresponde a la subsidiaria que opera internacionalmente, y que es parte de State Grid, red eléctrica más grande de China que se dedica a la construcción y operación de una red que cubre 26 provincias, alcanzando cerca del 90% del país.

De conformidad a las modificaciones incorporadas por la Ley Corta a la Ley General de Servicios Eléctricos, las empresas concesionarias de servicio público de distribución deben tener giro exclusivo de distribución de energía eléctrica. Por consiguiente, en sesión de Directorio de fecha 30 de junio de 2021, el emisor aprobó el proceso de separación de los activos netos diferentes a los asociados a los de distribución eléctrica, que se encontraban operando dentro de la Sociedad. Dicha separación se realizó mediante una división corporativa, en virtud de la cual los activos y proyectos de distintos giros fueron asignados según su naturaleza a cuatro nuevas sociedades, más la continuadora legal Chilquinta Distribución S.A. (ex Chilquinta Energía S.A.), las cuales se detallan a continuación:

- Chilquinta Transmisión S.A., cuyo objeto será el desarrollo de actividades de transmisión o transporte de energía eléctrica.

<sup>6</sup> En estos casos, la distribuidora deberá compensar al cliente final, y, posteriormente, exigir una compensación a la generadora.

<sup>7</sup> Última memoria anual disponible Asociación Gremial de Empresas Eléctricas.

- Chilquinta Energía S.A., la cual tendrá por objeto invertir y administrar su inversión en sociedades filiales y coligadas, que sean generadoras, transmisoras, distribuidoras o comercializadoras de energía eléctrica.
- Chilquinta Servicios S.A., la cual tendrá por objeto prestar toda clase de servicios y asesorías profesionales o técnicas en toda clase de materias.
- Enerquinta S.A., la cual tendrá por objeto comercialización y la prestación de servicios energéticos de todo tipo y la realización de inversiones en relación con ellos.

Adicionalmente, con la nueva estructura societaria que mantiene la entidad a la fecha, Chilquinta Energía consolida las empresas del grupo, tal como se muestra a continuación:

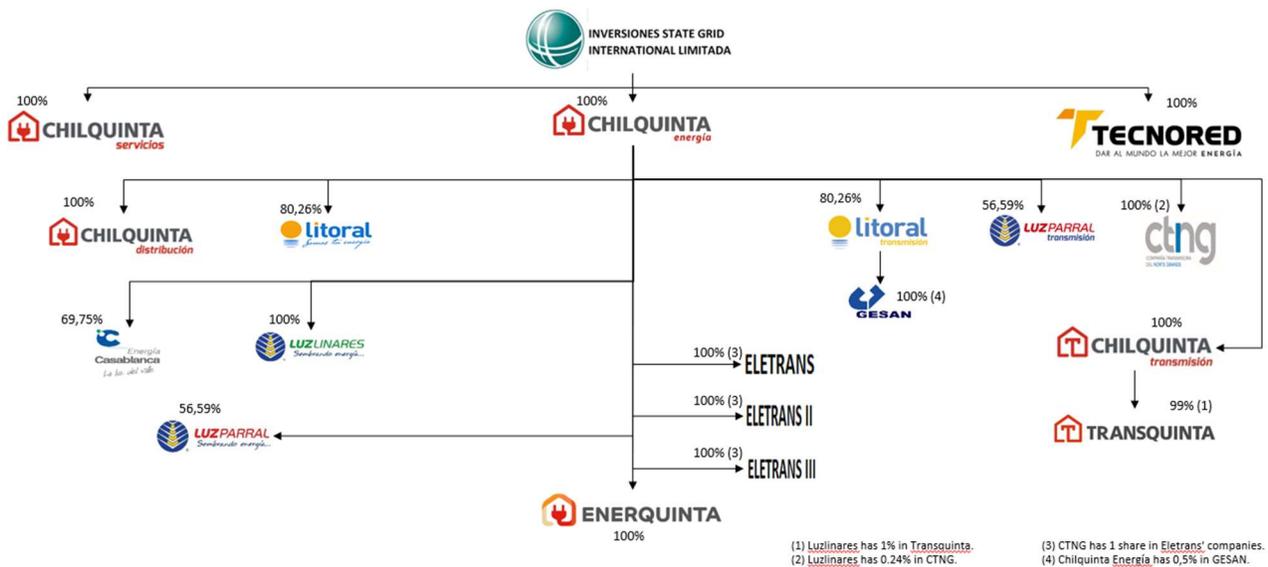


Ilustración 1: Estructura societaria

En 2024 **Chilquinta** atendía una base de 665.136 clientes, lo cual representa un crecimiento anual promedio de 1,7% para el período 2019-2024.

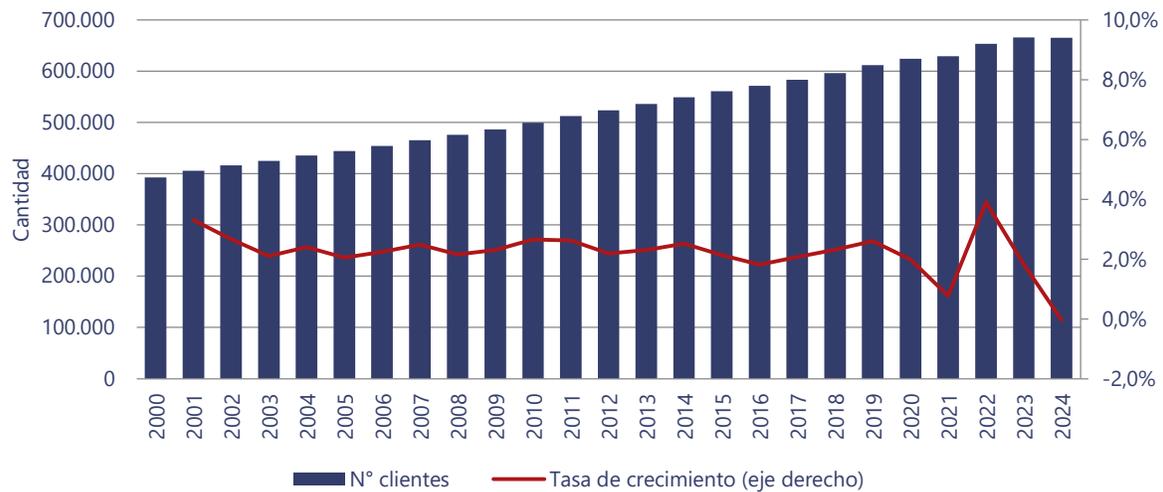


Ilustración 2: Evolución número de clientes

## Composición de los flujos

La Ilustración 3 muestra la composición de los ingresos de actividades ordinarias, entre 2019 y marzo de 2024 (últimos doce meses). Se aprecia que las ventas de energía, tiende a representar más del 90% de los ingresos totales alcanzando un 94,4% en 2024. En términos nominales, durante 2021, los ingresos por ventas de energía exhibieron una baja importante que se explica principalmente por un efecto precio en relación al volumen de físicos facturados, aplicación de decretos por VAD y efectos de la pandemia (y por el efecto de la división societaria y presentación de una posición individual desde agosto de 2021), situación que se mantuvo en 2022, pero que se revirtió en 2023 y 2024, manteniéndose en niveles superiores a lo exhibido en los últimos cinco años. Cabe mencionar que en 2022 la firma dejó de percibir ingresos no relacionados a la distribución, en conformidad con la división societaria que afectó a la sociedad.

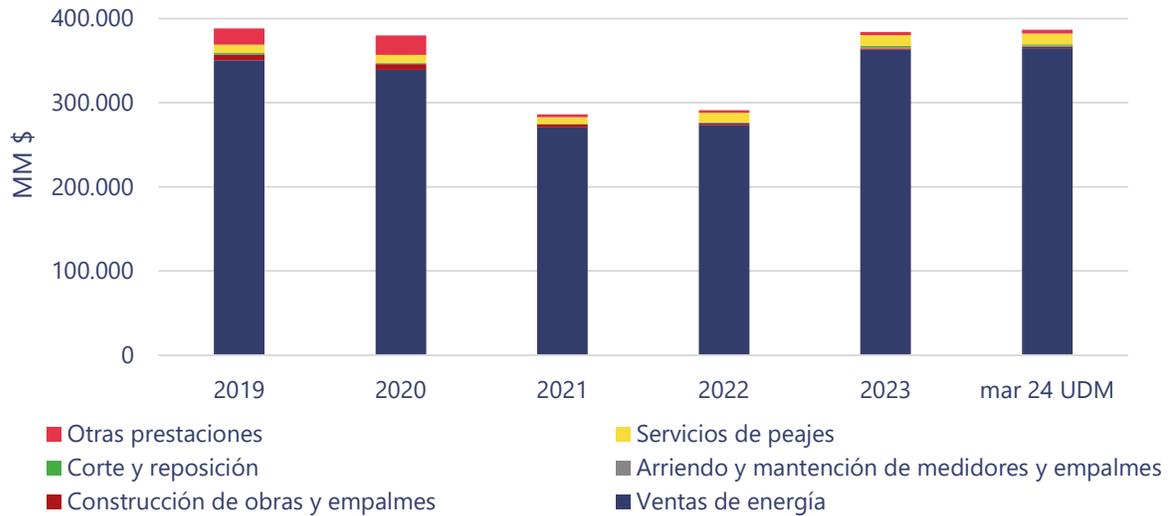


Ilustración 3: Ingresos de actividades ordinarias

Por su parte, la Ilustración 4 muestra la descomposición de las ventas de energía por tipo de cliente. Se aprecia que las provenientes de los clientes regulados se ha mantenido sobre el 95% del total de ingresos y los no regulados han ido reduciendo su importancia relativa.

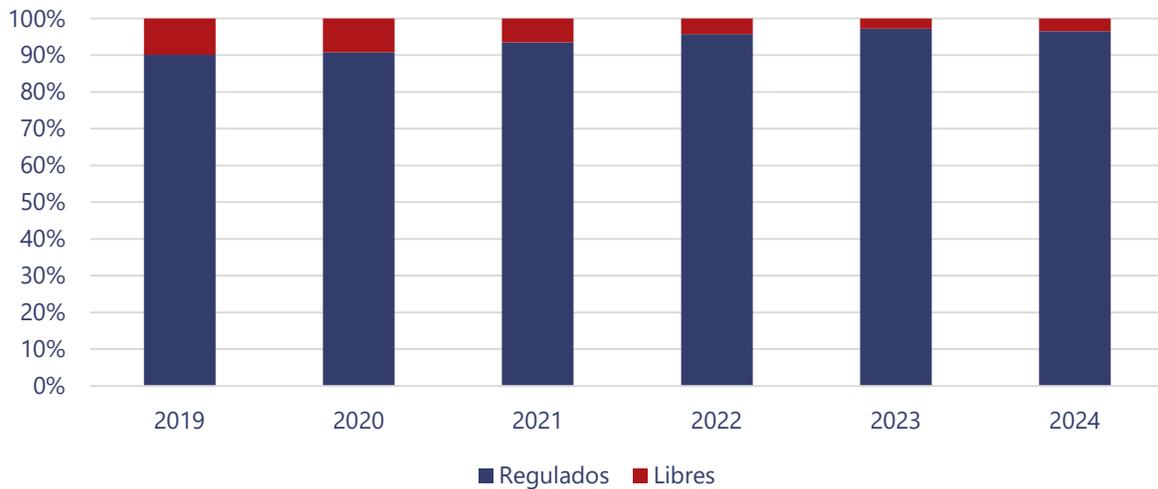


Ilustración 4: Desglose de ingreso por tipo de cliente

## Descripción mercado distribución

Las compañías dedicadas a la distribución eléctrica operan bajo el sistema de concesiones que definen los territorios en los cuales cada compañía se obliga a servir a los clientes regulados bajo un régimen de "price cap" o tarifa máxima, conjugado con un modelo de empresa eficiente, fijado por la autoridad regulatoria. Dada las barreras de entrada del rubro, principalmente por el elevado requerimiento de capital para desarrollar la infraestructura de distribución eléctrica, las empresas distribuidoras operan con

características de monopolio natural en el mercado de los clientes regulados. Si bien la autoridad puede otorgar concesiones superpuestas, en la práctica no se incentiva que coexistan en un mismo territorio instalaciones pertenecientes a distintas distribuidoras, ya que las señales tarifarias impuestas por la autoridad regulatoria apuntan a un óptimo técnico-económico, es decir, no financian instalaciones de distribución que considere redundantes o innecesarias para cumplir con las exigencias impuestas a este servicio.

De esta manera, se establece que todo cliente conectado a las redes de la distribuidora debe pagar el Valor Agregado de Distribución (VAD) por el uso de dichas redes, con independencia de la empresa que lo suministre.

De acuerdo con la ley N°21.194 de diciembre de 2019, la rentabilidad de las empresas de distribución se fija con un piso de 6% y un máximo de un 8%, y establece que para el proceso tarifario de distribución eléctrica se utilizará un estudio contratado por la Comisión Nacional de Energía, supervisado por un Comité, compuesto por integrantes del Ministerio de Energía, Comisión Nacional de Energía y empresas y cooperativas de distribución eléctrica. Además, establece que las empresas concesionarias de servicio público de distribución deben contar con giro exclusivo de distribución de energía eléctrica.

Los clientes que atiende **Chilquinta** pueden corresponder a regulados o libres:

#### Clientes regulados

Las tarifas que las empresas distribuidoras aplican a los clientes regulados se componen de la siguiente forma:

- Precio nudo: el precio a transferir a los clientes corresponde al precio definido en las licitaciones de suministros para la energía (precio de nudo promedio), manteniéndose el precio de la potencia a través de la definición del decreto de precios de nudo existente al momento de la licitación.
- Cargo por Transmisión: A los clientes regulados se les aplican cargos únicos por uso del sistema de transmisión nacional, zonal, para polos de desarrollo y dedicada, en proporción a sus consumos de energía.
- Valor Agregado de Distribución ("VAD"): Componente del precio que incluye el costo de capital de los activos de distribución adaptados a la demanda y valorizados al valor nuevo de reemplazo, costos de mantenimiento y operación de los sistemas, los costos por facturación y atención de clientes y las pérdidas eficientes en distribución. Todo lo anterior teniendo como referencia a una empresa modelo optimizada.

#### Clientes libres

Pertenecen actualmente a este grupo todos aquellos clientes con potencia instalada igual o superior a 5MW. Pueden optar a este segmento aquellos clientes que posean entre 0,5 MW y 5,0 MW, que ejerzan su opción de pertenecer a él, debiendo mantenerse en el segmento por un mínimo de cuatro años. La tarifa por energía cobrada a este tipo de demanda es pactada entre la empresa que suministra la electricidad y el cliente.

Adicionalmente, si estos clientes están conectados a las redes de distribución, deben pagar un peaje de distribución que corresponde al VAD de cada empresa junto con los peajes de transmisión que correspondan.

## Análisis financiero<sup>8</sup>

### Evolución de ingresos, flujo operacional y EBITDA

En términos reales, los ingresos exhibieron una baja importante en 2021 (como se explicó anteriormente, las ventas de energía exhibieron una contracción por un efecto precio en relación con el volumen físico facturado, aplicación de decretos por VAD y efectos de la pandemia), situación que se mantuvo en 2022, pero que se revirtió, en parte, en 2023 y 2024. Cabe mencionar, que desde 2021, los ingresos se vieron afectados por el efecto de la división societaria y presentación de una posición individual desde agosto de 2021 (a partir de la legislación que estableció que sus operaciones se centraran exclusivamente en la distribución de energía). En lo más reciente, los ingresos alcanzaron los \$ 392.665 millones.

Por su parte, el EBITDA exhibió un valor elevado en 2020 producto del reconocimiento de la ganancia atribuible a la combinación de negocios sobre la participación previa al momento de la toma de control de las filiales indirectas (Eletrans S.A., Eletrans II y Eletrans III S.A.). Lo anterior se revirtió en 2021 por la presentación de una posición individual de los estados financieros desde agosto de 2021, lo cual también repercutió en la baja de 2022, dada la base comparativa del año anterior que alcanzó a consolidar al grupo casi tres trimestres. Posteriormente, el EBITDA se contrajo desde \$ 40.192 millones en 2022 hasta los \$ 31.500 millones en 2023, por concepto de menor ganancia bruta (alza en costos de compra de energía, potencia y recargos) y en gastos de administración (gastos de lectura, facturación y gestión comercial). En 2024, se visualiza cierto repunte en el EBITDA que alcanzó los \$ 33.421 millones.

En consecuencia, el EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó 8,5% en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024 (8,0% en diciembre de 2023).

El flujo operacional exhibió una trayectoria similar al EBITDA, excepto en 2020 donde se contrajo por menores cobros por actividades de operación y alzas en Impuestos a las ganancias pagados. Por otro lado, destaca la fuerte contracción de 2022 que se atribuye principalmente a una baja en cobros por actividades de operación.

---

<sup>8</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

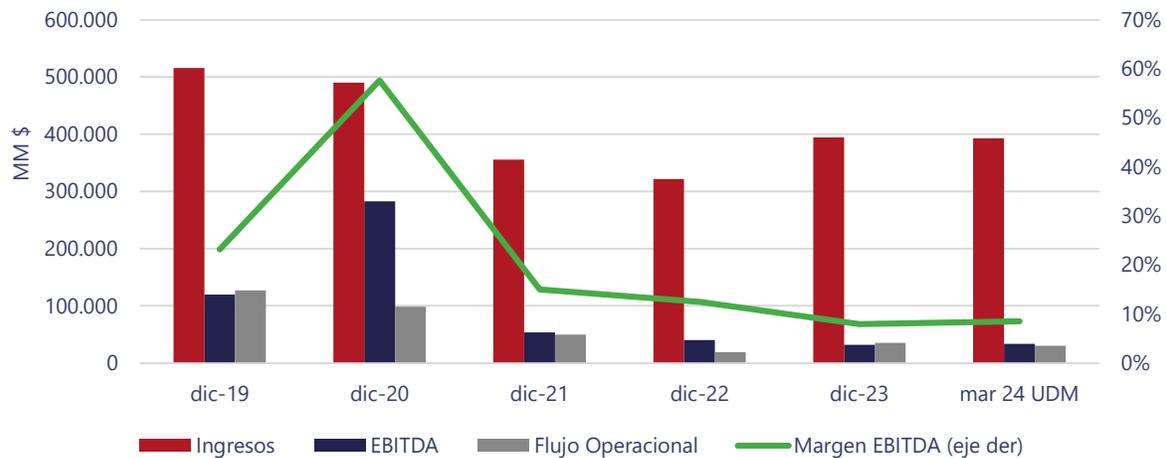


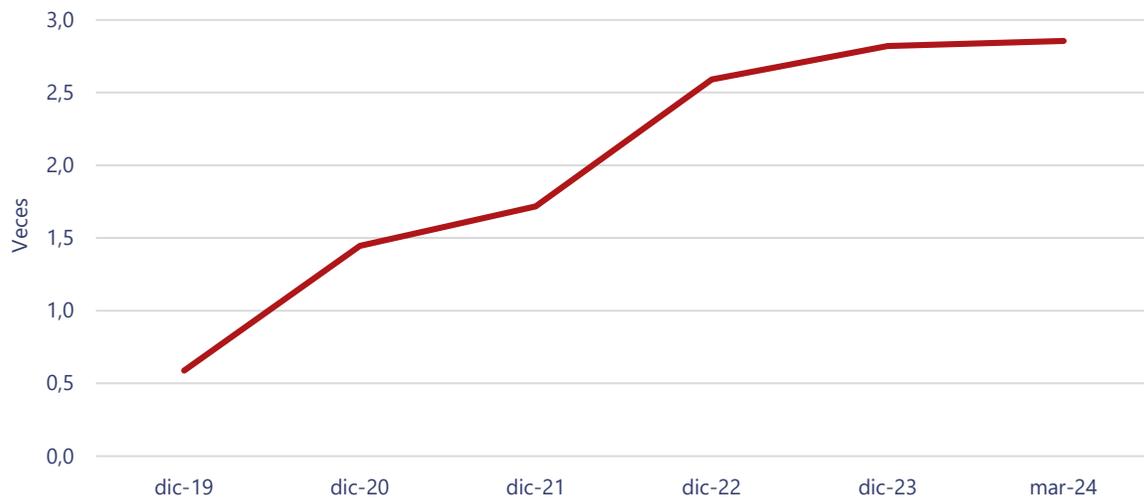
Ilustración 5: Ingresos, flujo operacional y EBITDA

## Evolución endeudamiento

El pasivo exigible sobre patrimonio exhibió un comportamiento al alza, sobre todo entre 2020 y 2022 (el indicador pasó de 1,4 veces a 2,6 veces, respectivamente).

Cabe mencionar en 2020 el incremento se explica por la incorporación de las sociedades Eletrans. Por otro lado, en 2021 se explica por la división societaria (cambio en la estructura de balance, reduciendo su tamaño considerablemente) y en 2022 por un incremento en las cuentas por pagar no corrientes que en términos reales pasaron de \$ 641,9 millones en 2021 a \$ 131.327 millones en 2022 (que también generó una cuenta por cobrar no corriente por \$ 129.800 medido en pesos actuales). Este último incremento se debe a la implementación de la Ley N°21.185, promulgada en noviembre de 2019, la cual estableció un Mecanismo Transitorio de Estabilización de Precios de Generación de Energía Eléctrica para clientes regulados por tarifas. Bajo este mecanismo, se fijaron niveles máximos de precios denominados "tarifas estabilizadas" para los clientes regulados; la diferencia entre estas tarifas estabilizadas y las tarifas de generación resultantes de las licitaciones de suministro generó un saldo a favor de los suministradores (y que se espera financiar con alzas de tarifas a los clientes finales). Según los estados financieros al 31 de marzo de 2024, estos saldos serán retribuidos a los suministradores antes del 31 de diciembre de 2027.

En 2023 y 2024 el indicador alcanzó las 2,8 y 2,9 veces, respectivamente. El valor de 2023 representó un incremento respecto a las 2,6 veces de 2022, por nuevos incrementos en las cuentas por pagar de largo plazo (siguiendo la misma lógica de lo explicado anteriormente).



*Ilustración 6: Pasivo exigible sobre patrimonio*

En la Ilustración 7 se muestran los indicadores de endeudamiento relativo de **Chilquinta**. el indicador deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo se mantuvo en torno a 1,8 veces hasta 2020. Posteriormente, dado el proceso de reestructuración se alcanzaron valores de 4,1 y 3,5 en 2021 y 2022, respectivamente. Lo anterior, se produce dado que, producto de la división societaria, parte importante de los flujos son transferidos a las otras sociedades resultantes de la división, pero manteniéndose un nivel de deuda similar al existente previo a la desagregación de los negocios. Posteriormente, en 2023, el *ratio* tuvo un alza en relación a 2022, obteniendo un valor de 6,1 veces y volvió a incrementarse hasta las 6,6 veces en 2024 (a los indicadores desde 2022 en adelante se le incorporan ajustes a la rentabilidad anual y promedio de los activos, de modo que no se consideran promedios históricos en los cálculos por el proceso de reestructuración). Los incrementos de 2022 y 2023 responden a caídas en el Flujo de Caja de Largo Plazo producto de menores niveles de ganancia bruta (alzas en costos que no alcanzaron a ser compensadas por incrementos en los ingresos).

No obstante, considerando que las empresas resultantes de la división se mantienen como codeudoras solidarias del pago del bono emitido por **Chilquinta** (según lo estipulado en el contrato de emisión), se realizan dos ajustes al indicador de deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo, el primero de ellos incorpora los flujos de las empresas corresponsables del pago bono, y el segundo considera además la deuda de estas empresas. De esta manera, con los ajustes mencionados, se obtuvieron indicadores de 2,4 veces y 5,7 veces, respectivamente en 2024. Este último valor, ratio de 5,7 veces (equivalente a un valor deuda financiera sobre EBITDA cercano a las 3,9 veces), se explica porque Chilquinta Energía y, en menor medida, Chilquinta Transmisión, han tendido a endeudarse en los últimos años, pero con el considerando que cerca de un tercio del total de la deuda consolidada tiene la garantía de State Grid; sin embargo, según declaraciones de la administración, es probable que estas cauciones se vayan extinguiendo en la medida que se renueve o pague la deuda. A partir de lo anterior, la clasificadora se mantendrá monitoreando el comportamiento de estos indicadores, ya que alzas adicionales podrían resultar en revisiones de la clasificación.

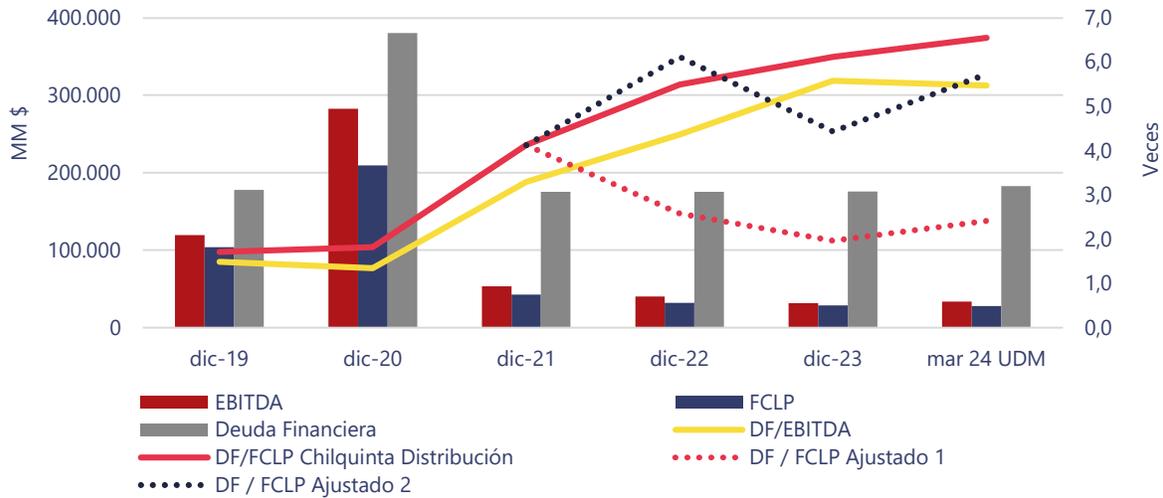


Ilustración 7: Deuda Financiera, EBITDA, FCLP

En relación con las obligaciones financieras, a marzo de 2024, se asocian casi completamente a obligaciones con el público (línea de bonos Serie B). Como se observa en la Ilustración 8, al considerar el último EBITDA (y el EBITDA del grupo, sin Eletrans) y FCLP de la compañía (según los ajustes mencionados anteriormente) y proyectarlo a futuro en los mismos niveles, la empresa puede hacer frente a los pagos hasta el año 2029, posteriormente en 2030 se presenta una amortización por \$ 174.060 millones que se presume debiese ser refinanciada. Adicionalmente, mantiene deuda con bancos por \$ 5.025 millones y pasivos por arrendamiento por \$ 647,7 millones.

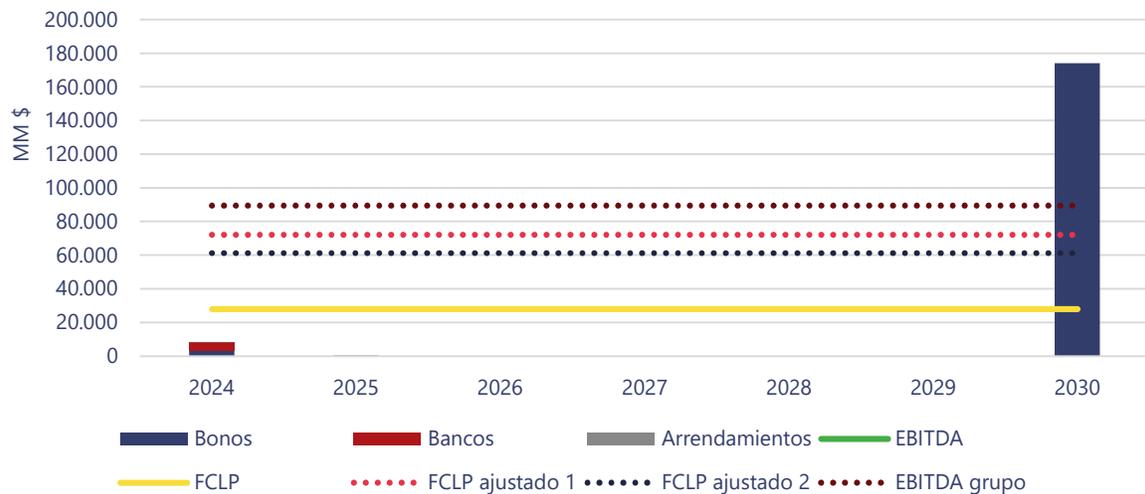


Ilustración 8: Perfil de vencimientos

## Evolución liquidez

Como se puede apreciar en la Ilustración 9, la compañía, en lo relativo al índice de liquidez, exhibe valores sobre la unidad en el periodo de evaluación, a excepción de 2020 debido a la pandemia y la consolidación de las empresas Eletrans.

En 2021 la liquidez evidencia una variación al alza que se acentúa en los siguientes periodos. En diciembre de ese año el aumento se explica por el proceso de división societaria que afectó a la compañía en la cual transfirió las obligaciones con bancos a una de las nuevas sociedades que emergen tras la división y por la presentación de una posición individual a partir de agosto 2021 versus la posición consolidada que presentaba a diciembre 2020 en donde se incorporaban las obligaciones financieras de la ex filial Eletrans.

Por su parte, en 2022 se alcanzó un valor de 1,5 veces, lo que representó un alza, a partir del aumento de cuentas por cobrar corriente, complementado por una disminución de cuentas por pagar corrientes. Luego, en 2023 y 2024 la liquidez se contrajo levemente respecto 2022, alcanzando 1,4 veces en lo más reciente (caídas en efectivo y cuentas por cobrar de corto plazo, compensado en parte por caídas en las cuentas por pagar corrientes).

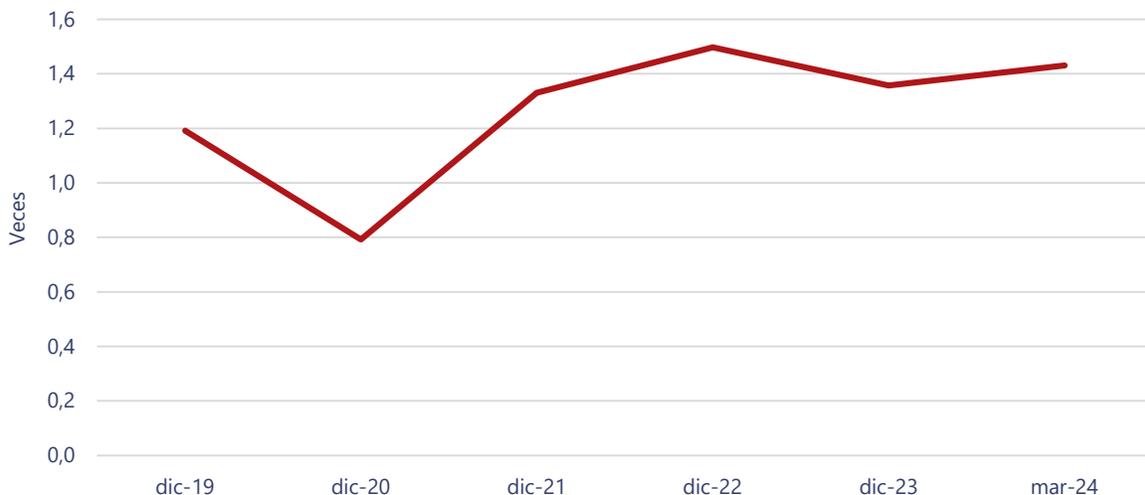


Ilustración 9: Razón circulante

## Evolución rentabilidad

La rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional exhibieron un fuerte incremento a fines de 2020, lo cual se atribuye con las "otras ganancias" registradas con motivo de la consolidación de las transmisoras Eletrans. Posteriormente, en 2021 las rentabilidades exhibieron bajas importantes por concepto de los efectos del proceso de la división societaria y su presentación de una posición individual a partir de agosto 2021. Lo anterior, también afectó la comparación con 2022, dado que, en 2021, se alcanzaron a consolidar varios meses de los resultados del grupo.

Entre 2022 y 2024 la rentabilidad operacional se redujo pasando de 8,3% a 6,2% en 2023 y 6,8% en 2024, principalmente por caídas en la ganancia bruta. Por su parte, la rentabilidad sobre activo y patrimonio

exhibieron leves alzas en 2023 y 2024 en relación con 2022, principalmente por mayores ganancias a partir de resultados por unidad de reajuste menos desfavorables.

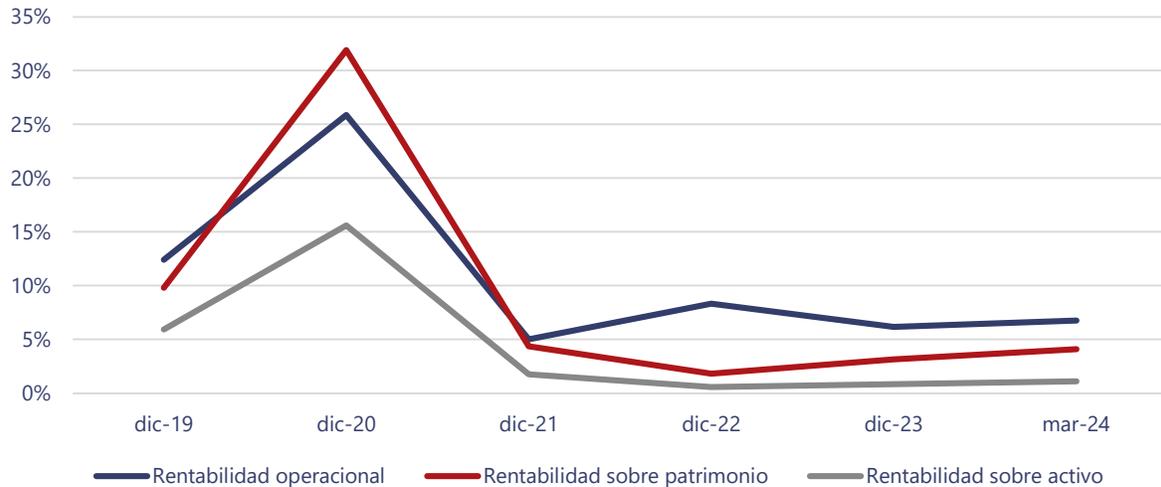


Ilustración 10: Rentabilidades

## Covenants financieros

Tabla 1: Covenants

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a mar 2024
Razón de endeudamiento	Inferior a 1,75 veces	1,14

## Ratios financieros<sup>9</sup>

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Razón Circulante (Veces)	1,19	0,79	1,33	1,50	1,36	1,43
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,19	0,79	1,32	1,49	1,35	1,43
Razón Ácida (veces)	1,19	0,79	1,33	1,50	1,36	1,43
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,28	3,70	4,24	3,55	5,01	5,09
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	85,36	98,64	86,15	102,89	72,86	71,74
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,97	2,80	5,94	6,81	12,40	13,63
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	91,96	130,18	61,49	53,59	29,44	26,78
Diferencia de Días (días)	6,61	31,54	-24,66	-49,30	-43,42	-44,96
Ciclo Económico (días)	6,41	31,43	-24,69	--	--	--

<sup>9</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

<b>Ratios de endeudamiento</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>mar-24</b>
Endeudamiento (veces)	0,37	0,59	0,63	0,72	0,74	0,74
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,59	1,45	1,72	2,59	2,82	2,86
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,57	0,35	0,42	0,23	0,18	0,17
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,49	1,35	3,29	4,36	5,58	5,47
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,67	0,74	0,30	0,23	0,18	0,18
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	43,02%	33,16%	61,60%	43,97%	41,77%	42,54%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	9,30%	34,10%	10,85%	6,92%	6,71%	5,57%
Veces que se gana el Interés (veces)	9,03	15,53	2,03	0,07	0,50	0,70

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>mar-24</b>
Margen Bruto (%)	27,08%	23,05%	20,99%	19,21%	13,75%	14,12%
Margen Neto (%)	12,38%	48,68%	5,90%	0,92%	1,21%	1,59%
Rotación del Activo (%)	46,23%	25,27%	78,89%	58,27%	69,22%	67,70%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,94%	15,62%	1,75%	0,59%	0,85%	1,11%
Inversión de Capital (%)	92,78%	115,69%	151,73%	149,27%	165,62%	165,03%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	18,00	-8,01	12,85	8,76	17,46	14,41
Rentabilidad Operacional (%)	12,40%	25,88%	5,04%	8,34%	6,17%	6,76%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	9,80%	31,91%	4,37%	1,84%	3,16%	4,11%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	68,69%	71,57%	74,75%	77,41%	83,53%	83,15%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	72,92%	76,95%	79,01%	80,79%	86,25%	85,88%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,74%	11,25%	12,94%	12,72%	10,92%	10,61%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	14,99%	34,29%	7,95%	18,34%	13,71%	14,95%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	23,16%	57,68%	14,99%	12,49%	7,98%	8,51%

<b>Otros indicadores</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>mar-24</b>
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,49%	0,37%	0,48%	0,21%	0,16%	0,16%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,62%	1,29%	1,40%	0,88%	0,80%	0,79%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,78%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	71,55%	61,68%	64,18%	61,05%	60,08%	59,16%

*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."*