



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos García B.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Chilquinta Energía S.A.

Agosto 2012

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	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Tendencia	Estable
Estados financieros	Marzo 2012

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos a 10 años Serie A	N° 549 de 16.09.2008 Primera Emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie B	N° 550 de 16.09.2008 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS ¹					
MM\$ Marzo 2012	2009	2010	2011	Ene-Mar 2011	Ene-Mar 2012
Ingresos Totales	315.787.434	324.994.854	332.522.478	80.965.567	71.041.513
Costo de Venta	-248.408.168	-255.781.756	-263.324.002	62.703.016	-55.240.419
Gastos de Administración	-19.291.747	-22.892.901	-25.303.704	-6.150.115	-6.315.451
Resultado Operacional	48.087.519	46.320.196	43.894.771	12.112.436	9.485.643
Gastos Financieros	-20.453.333	-6.033.184	-6.759.254	-1.583.721	-1.745.380
Ganancia	37.078.986	32.020.336	37.254.225	10.553.233	6.236.423
EBITDA ²	58.178.402	54.398.877	51.588.253	14.017.956	10.484.565

¹ Los EEFF presentados en estas tablas han sido corregidos por variación del IPC a marzo de 2012.

² EBITDA bajo IFRS = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS					
MM\$ Marzo 2012	31 dic 2009	31 dic 2010	31 mar 2011	31 dic 2011	31 mar 2012
Activos Corrientes	158.605.943	178.761.248	187.137.602	91.418.615	99.114.297
Activos No Corrientes	320.218.254	326.382.460	326.569.216	329.815.398	328.042.466
Total Activos	478.824.197	505.143.708	513.706.817	421.234.014	427.156.763
Pasivos Corrientes	58.655.176	71.252.250	73.155.226	84.863.189	87.636.808
Pasivos No Corrientes	156.525.353	156.912.172	157.328.017	156.112.774	156.473.979
Total Pasivos	215.180.529	228.164.421	230.483.243	240.975.962	244.110.787
Patrimonio	263.643.668	276.979.287	283.223.575	180.258.051	183.045.976
Total Pasivos y Patrimonio	478.824.197	505.143.708	513.706.817	421.234.014	427.156.763
Deuda Financiera	145.911.853	146.053.737	147.717.411	154.998.186	147.915.971

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 512 mil clientes en su zona de concesión, lo que la convierte en el tercer actor a nivel nacional en ventas de energía y en el cuarto en términos de número de usuarios.

Durante 2011 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 685 millones, un EBITDA de US\$ 106 millones, teniendo al 31 de marzo de 2012 una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 305 millones compuesta exclusivamente por bonos, con un nivel de activos de US\$ 880 millones y patrimonio por US\$ 377 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 negocios 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 \$ 33.000 millones al año para responder a una deuda en torno a los \$ 150.000 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.

Cabe señalar que **Chilquinta** desarrollará, en asociación con SAESA (50/50), en el mediano plazo las obras de transmisión Cardones-Diego de Almagro y Ciruelos-Pichirrupulli, que

significarán una inversión total de aproximadamente US\$ 140 millones, lo cual podría presionar la holgura de sus flujos de caja en algunos períodos y/o implicar un aumento en su nivel de endeudamiento. No obstante, más allá de los riesgos propios de todo proyecto, se reconoce que se trata inversiones que estarían asociadas a negocios con ingresos relativamente seguros. Con todo, cuando corresponda, la clasificadora monitorea el desarrollo de los mismos.

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 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.

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 82% 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 (2,4% promedio en número de clientes para el periodo 2007-2011), 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, un 92% corresponde a residenciales (en torno a 472 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 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.

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 2011³

Durante 2011, los ingresos de **Chilquinta** crecieron un 2,3%, hasta \$ 332.5232 millones, de los cuales un 82% proviene de la venta de energía a clientes regulados, un 6% de ventas a clientes libres, mientras que un 12% proviene de ventas de servicios asociados al suministro eléctrico. Los costos de explotación, en tanto, aumentaron en 2,9% totalizando \$ 263.324 millones.

Como consecuencia de los cambios anteriores, en términos nominales el margen de explotación se mantuvo constante, en torno a los \$69.200 millones, lo que, no obstante, representó un 20,8% de los ingresos, lo que significa una caída desde el 21,3% del año 2010.

Los gastos de administración y ventas, por su parte, aumentaron un 10,5% hasta \$ 25.304 millones. De este modo, el resultado operacional cayó durante 2011 a \$ 43.895 millones, lo que representa una variación de -5,2% respecto a 2010. El resultado operacional como porcentaje de los ingresos, además, cae desde un 14,3% en 2010 a un 13,2% en 2011.

Con todo, la ganancia del ejercicio totalizó \$ 37.254 millones, esto es, un crecimiento de 16,3% respecto al año 2010, cuando sumó \$ 32.020 millones, explicado fundamentalmente por las diferencias de cambio, las cuales pasaron desde \$-5.130 millones a \$8.523 millones por la caída del tipo de cambio nominal. Finalmente, el EBITDA disminuyó un 5,2% hasta \$ 51.588 millones.

³ Valores expresados en pesos de marzo de 2012

Primer trimestre de 2012

En el primer cuarto de 2012 los ingresos de Chilquinta alcanzaron a \$ 71.041, lo que representa una caída de 12,3% respecto al mismo período del año anterior, explicado, fundamentalmente, por la aplicación de nuevas tarifas por venta de energía afectadas por la indexación de las variables macroeconómicas, compensadas en parte por un mayor volumen de energía y potencia y subtransmisión. Complementan esta variación, las ventas por servicios asociados al suministro eléctrico.

Los costos de ventas del período ascendieron a \$ 55.240 millones lo cual representa una caída de casi 12% respecto al primer cuarto de 2010. Las compras de energía y potencia ascendieron a \$ 48.752 millones, las cuales representaron el 88,3% del total de costos de la explotación.

Lo anterior, en conjunto con el empeoramiento de las diferencias de cambio, determinó que la ganancia de la compañía disminuyera en 40,9% en el primer trimestre, totalizando \$ 6.236 millones en el período.

Eventos recientes

En octubre de 2011 la compañía aprobó el reparto de dividendo eventual de \$ 108.428 millones, con cargo a las utilidades retenidas de ejercicios anteriores, lo cual significó una caída en su nivel de patrimonio de 39% en el cuarto trimestre de 2011, respecto al trimestre inmediatamente anterior.

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 y corresponder al único oferente en el sector residencial (monopolio natural), la industria se encuentra altamente regulada 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 rubro. 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.	69,75%	0,00%	69,75%
Casablanca Generación S.A.	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 2012 la propiedad de **Chilquinta**, se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	N° de acciones	% propiedad
Sempra Chile S A	1.915.718	99,99990%
Sempra Energy International (España) S.L.	1	0,00005%
Sempra Chilean Equity Ltd.	1	0,00005%
Total	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 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 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 I y la II 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 (EDELMAG 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** dispone de contratos con generadoras por los próximos catorce años, así como con contratos para suministro eléctrico de clientes regulados por un total de 2.806 GWh al año, de los cuales un 51,1% está asociado con contratos de provisión suscritos con Endesa y el resto con Gener (48,4%), Puyehue (5,2%) y Panguipulli (5,2%).

Clientes

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

Clientes 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.

Clientes 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.

Clientes del mercado *spot*: El mercado *spot* es el vehículo de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbún y AES Gener, principalmente). 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, otro grupo de clientes de las distribuidoras corresponden a aquellos cuya capacidad instalada se encuentre entre los 0,5 MW y 2 MW, 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.

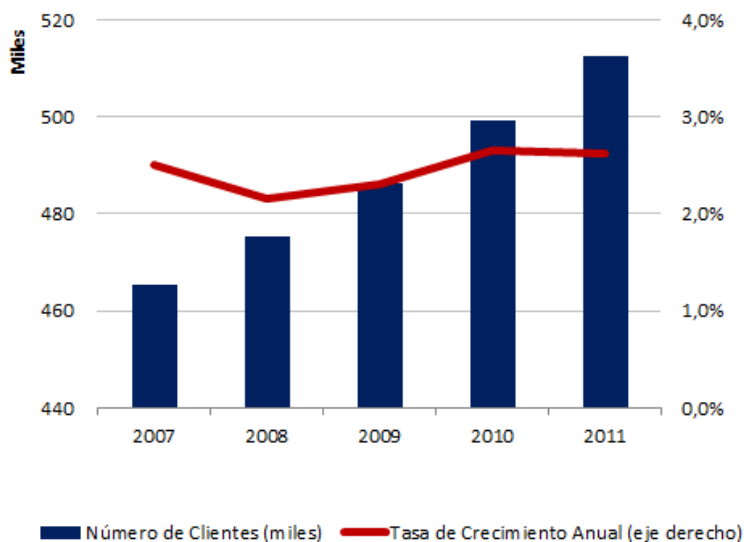
Con todo, se ha anunciado recientemente el envío a trámite legislativo de cambios a los cuerpos normativos que regulan la transmisión eléctrica, lo cual permitiría hacer más expedito el proceso de construcción de infraestructura destinada a este segmento del mercado eléctrico (“Carretera Eléctrica”). Además, se ha anunciado la licitación de la interconexión entre el SIC y el SING. Estos cambios tendrían efectos en la organización del mercado eléctrico, pero se estima que los efectos en el segmento de distribución serían menores y no afectarían en forma significativa los resultados de estas compañías.

Distribución de Ingresos

Los ingresos de la compañía están focalizados básicamente en el sector regulado, y principalmente del sector residencial, que en 2011 representó el 35% de las ventas físicas de energía de la compañía, y un 41% de las valoradas. El sector comercial abarca un 23% de las ventas físicas y un 22% de las valoradas, mientras que en el industrial estos porcentajes ascienden a 19% y 15%, respectivamente. Finalmente, el sector agrícola significa un 10% de las ventas físicas y un 9% de las valoradas.

A fines de 2011 **Chilquinta** atendía una base a 512 mil clientes la que ha mostrado un crecimiento anual promedio de 2,4% para los en el período 2007-2011.

Chilquinta. Número de Clientes 2007-2011



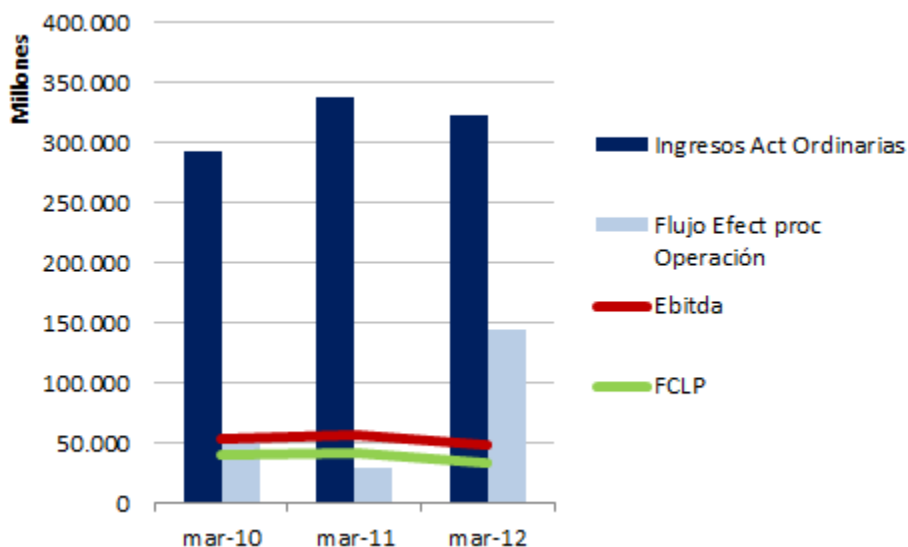
Evolución Financiera

Evolución de los ingresos

A partir de la recuperación de la actividad económica con posterioridad a 2010, los ingresos se han estabilizado en torno a los \$330.000 millones, mientras que el EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo se sitúan en valores cercanos a los \$ 50.000 y \$ 33.000 millones, respectivamente, en el año móvil terminado en marzo de 2012.

El flujo de efectivo de la operación presentó un importante incremento, exhibiendo un valor de casi \$ 150.000 millones en el año móvil finalizado en marzo de 2012, explicado fundamentalmente por los ajustes por conciliación de ganancias.

**Chilquinta. Ingresos Actividades Ordinarias
Flujo Efectivo Operación, EBITDA, FCLP**
(Año móvil terminado en el trimestre que se indica)

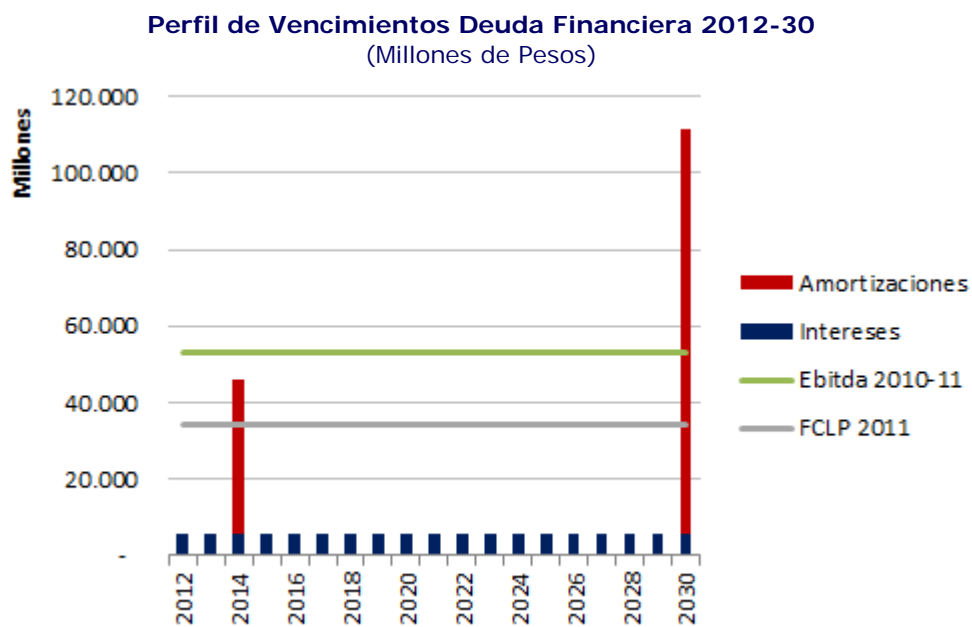


Por otra parte, el EBITDA como proporción de los ingresos se ha estabilizado en torno al 15,7% en el período marzo 2011-marzo 2012. Cabe recordar que la empresa es un intermediario en el mercado de venta de energía, por lo que traspassa las variaciones de costos a clientes de acuerdo a los reajustes contemplados en las bases de licitación de suministro (por ello se observa que en periodos con elevados precio de la energía, el margen EBITDA tienda a bajar; por el contrario, si cae el precio se evidencia un aumento del margen).

Evolución del endeudamiento financiero

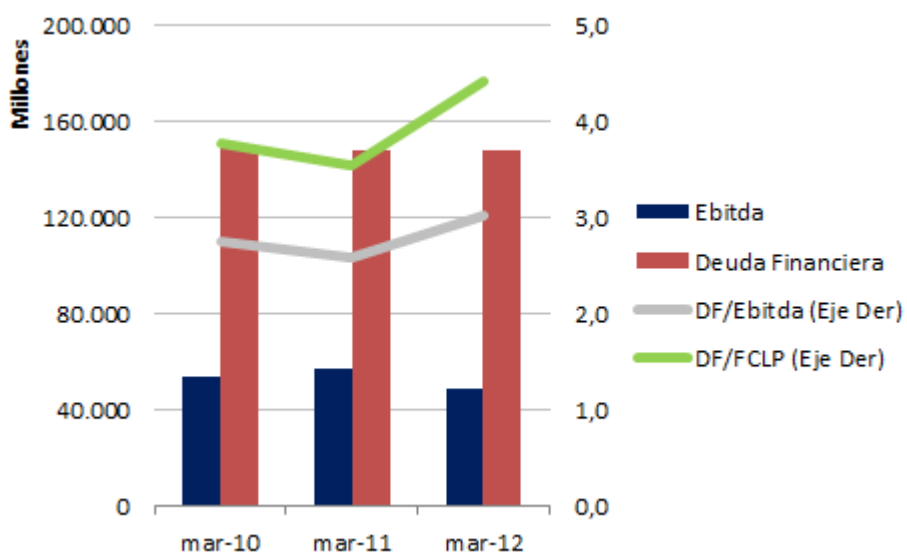
A la fecha, la única deuda financiera que posee **Chilquinta** corresponde a los bonos emitidos en octubre de 2009, los que al 31 de diciembre de 2011 alcanzaban un valor par de poco más de \$ 148.000 millones (alrededor de US\$ 305 millones). Los recursos captados con la colocación de estos instrumentos 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 promedio en los años 2010 y 2011, y superior al Flujo de Caja de Largo Plazo determinado por **Humphreys**. No obstante, se reconoce que 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 los flujos que genera **Chilquinta**:



Aun cuando en los últimos años la deuda financiera se ha mantenido relativamente estable, la caída en el último período del EBITDA y del FCLP ha llevado a un incremento en los indicadores Deuda Financiera a EBITDA y Deuda Financiera a FCLP, como se aprecia en el siguiente gráfico:

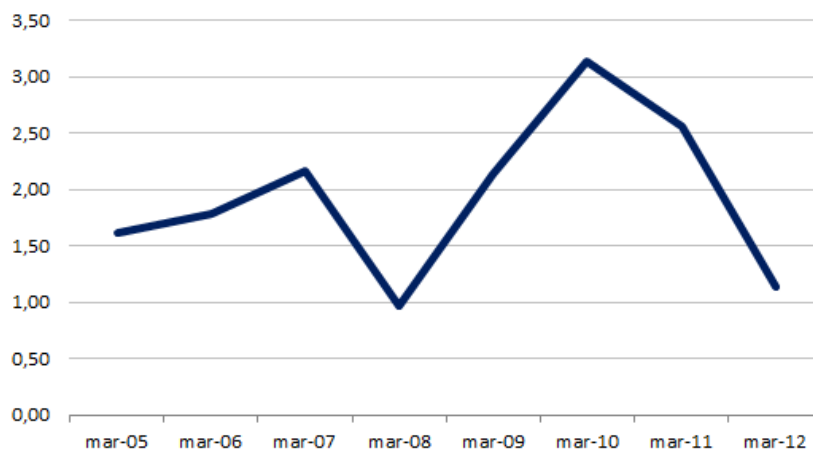
EBITDA, Deuda Financiera, DF/EBITDA, DF/FCLP



Evolución de la liquidez

La compañía en general ha mantenido una liquidez (activos corrientes mayores a pasivos corrientes) adecuada, con valores consistentemente por sobre uno.

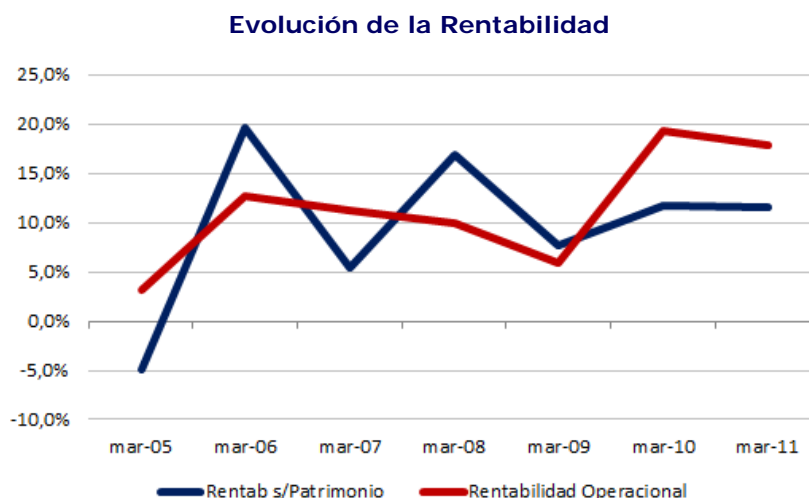
Razón Circulante



Evolución de la rentabilidad⁴

Considerando la estabilidad del negocio, la rentabilidad operacional de **Chilquinta** ha sido relativamente constante, aunque ha tendido a aumentar en los últimos años 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 cambios en la utilidad del ejercicio, cuyas variaciones se deben a la fluctuación de los costos financieros y a las diferencias de cambio, además de la corrección monetaria, y el efecto de la venta de la filial Energas en 2008.



⁴ Las rentabilidades han sido calculadas con flujos móviles.
 Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del Ejercicio / (Patrimonio Promedio);
 Rentabilidad operacional = Resultado Operacional / (Activos promedio netos de activos en ejecución);

Anexo:

Covenants

Para la emisión de las series A y B con cargo a las líneas N° 549 y N° 550, respectivamente, 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 2012, el covenant se cumplía con un valor de 0,74 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.”