



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior**

Analistas:

René Muñoz A.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

rene.munoz@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Chilquinta Energía S.A.

Julio 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia Estados financieros	AA Estable Marzo 2017

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 549 de 16.09.2008
Línea de bonos	Nº 550 de 16.09.2008
Serie B (BCQTA-B)	Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS								
MM\$ de cada período	2012	2013	2014	2015	2016	ene-mar 2015	ene-mar 2016	ene-mar 2017
Ingresos totales	276.331	283.351	319.828	345.427	368.729	88.817	98.876	96.304
Costo de venta	-206.614	-214.532	-245.454	-269.158	-291.482	-70.043	-79.628	-77.704
Ganancia bruta	69.717	68.820	74.374	76.268	77.247	18.774	19.248	18.600
Gastos de adm. y otros por función ¹	-17.770	-16.179	-21.817	-20.194	-23.026	-5.308	-5.615	-6.758
Resultado operacional	51.947	52.640	52.558	56.074	54.221	13.467	13.633	11.842
Gastos financieros	-6.567	-6.351	-6.045	-6.332	-6.684	-1.558	-1.653	-1.673
Ganancia	35.353	35.818	32.364	33.172	37.134	8.971	9.672	8.993
EBITDA ²	54.455	54.802	58.926	60.268	59.608	14.997	14.917	13.400

Estados de situación financiera consolidado IFRS								
MM\$ de cada período	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	mar-15	mar-16	mar-17
Activos corrientes	80.713	69.545	121.026	166.919	188.301	136.938	177.185	116.674
Activos no corrientes	339.976	351.689	362.548	378.533	395.241	361.767	382.139	406.406
Total activos	420.690	421.233	483.574	545.453	583.542	498.705	559.324	523.080
Pasivos corrientes	70.280	75.840	67.119	83.500	96.056	74.870	90.924	92.850
Pasivos no corrientes	160.345	122.994	163.835	178.339	180.798	165.428	176.601	177.952
Total pasivos	230.625	198.834	230.954	261.839	276.854	240.298	267.525	270.802
Patrimonio	190.065	222.399	252.620	283.613	306.688	258.407	291.799	252.279
Total pasivos y patrimonio	420.690	421.233	483.574	545.453	583.542	498.705	559.324	523.080
Deuda financiera	148.658	109.874	116.112	120.866	124.286	117.316	123.767	126.187

¹ Corresponde a la suma de Otros ingresos, Gastos de administración, Otros gastos y Otras ganancias netas.

² EBITDA = Ganancia bruta – gastos de administración + depreciación.

Fundamentos 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, Maule y del Biobío-, tareas 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.) y dos negocios conjuntos con SAESA S.A. (Eletrans y Eletrans II).

A marzo de 2017, la compañía atendía a más de 571 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 2016, la empresa generó ingresos por aproximadamente \$ 368,7 mil millones, un EBITDA de \$ 59,6 mil millones. Al 31 de diciembre de 2016, registraba una deuda financiera que alcanzaba \$ 124,3 mil millones, compuesta exclusivamente por bonos³, con un nivel de activos de \$ 583,5 mil millones y patrimonio por \$ 306,7 mil millones.

La propiedad de la compañía corresponde a Sempra Energy 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, 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 establecido bajo 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 elevada atomización de su base de clientes (baja incidencia de clientes no regulados), 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 estimaciones de **Humphreys**, la actual capacidad productiva de la empresa le permite generar flujos de caja de largo plazo (FCLP⁴), después de gastos financieros e impuestos, del orden de los \$ 59.803 millones al año para responder a vencimientos en torno a los \$ 12.286 millones anuales, salvo 2030 en donde se amortiza totalmente el bono por la suma de UF 4,7 millones (estimándose que no debiese haber dificultad para el refinanciamiento).

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, los riesgos presentes en la fijación de las tarifas

³ A diciembre de 2016 la empresa mantenía un pasivo de \$ 33.112 millones con empresas relacionadas (su matriz Inversiones Sempra Ltda. Y Tecnored S.A. relacionada a través de accionista), que incrementaría su deuda financiera en 27%.

⁴ El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros y el impuesto. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas para diferentes años.

eléctricas y posibles sanciones que pueda recibir la compañía en caso de que exista una mala calidad de servicio, situación que se ha acentuado en el último tiempo, debido al acontecer nacional.

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 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 podría ser modificado si eventuales nuevas obligaciones financieras fueran aparejadas de un incremento proporcional y seguro en el nivel de flujo de caja generado.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Apoyo casa matriz.
- Adecuada capacidad técnica.

Riesgos considerados

- Cambios en la legislación eléctrica (riesgo con bajo impacto dado institucionalidad chilena).
- Cambios en criterio de fijación de tarifas (riesgo con bajo impacto dado institucionalidad chilena).
- Exposición a sanciones por parte de los organismos supervisores (riesgo de baja incidencia).

Hechos recientes

Resultados 2016

Durante 2016, los ingresos de **Chilquinta** aumentaron en 6,8% respecto del año anterior, alcanzando \$ 368.729 millones. El alza fue explicada, principalmente, por un mayor nivel de ingresos asociados a venta de energía y prestación de servicios. Los costos de explotación crecieron en 8,3% en el período, totalizando \$ 291.482 millones, debido a un efecto precio generado en la compra de energía, compensado parcialmente por

un menor volumen de venta, respecto del mismo periodo anterior. Producto de lo señalado, el margen de explotación subió un 1,3% a \$ 77.247 millones (\$ 76.268 millones en 2015), representando un 20,9% de los ingresos de la compañía (22,1% en 2015).

Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 28.568 millones, siendo un 10,6% mayor al año anterior. De este modo, el resultado operacional cayó un 3,3% durante el período 2016, lo que representa una disminución de \$ 1.853 millones respecto del ejercicio anterior. El resultado operacional, como porcentaje de los ingresos, bajó desde 16,2% a 14,7%.

Con todo, la ganancia del ejercicio totalizó \$ 37.134 millones, equivalente a un aumento de 11,9% respecto de 2015 (\$ 33.172 millones). Finalmente, la compañía alcanzó un EBITDA de \$ 59.608 millones, lo que representa una disminución real de 1,1% en ese año.

Primer trimestre de 2017

Durante el primer trimestre de 2017, los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 96.304 millones, lo que representa una caída de 2,6% en comparación al mismo período del año anterior, lo que obedece en gran parte a un menor nivel de ingresos asociados a ventas de energía.

Los costos de ventas ascendieron a \$ 77.704 millones, disminuyendo un 2,4% respecto de igual trimestre de 2016, debido principalmente a un efecto precio generado en la compra de energía. Las compras de energía y potencia ascendieron a \$ 68.571 millones, las cuales representaron el 88,2% del total de costos de venta.

En tanto, los gastos de administración se incrementaron un 16,2% hasta alcanzar los \$ 8.008 millones. Considerando lo anterior, el resultado operacional tuvo una disminución de 13,1% respecto de los primeros tres meses de 2016. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía disminuyó desde 13,8% en marzo de 2016 a 12,3% en marzo de 2017.

Finalmente, durante los primeros tres meses de 2017, la compañía tuvo una ganancia de \$ 8.993 millones, un 7,0% inferior a igual período de 2016, cuando alcanzó \$ 9.672 millones. El EBITDA del último trimestre totalizó \$ 13.400 millones, lo que representa una disminución real de 10,2% versus el primer trimestre del año anterior (\$ 14.917 millones).

Eventos recientes

Durante el último periodo de análisis, **Chilquinta**, mediante compras sucesivas de acciones, aumentó su participación en Compañía Eléctrica del Litoral S.A., alcanzando un 77,1% del capital accionario en esa sociedad.

Definición de 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 96% de los ingresos). Estas concesiones son de carácter indefinido, 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 los últimos diez años), pero estable y con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad. Durante el último período, se registró una caída de 0,4% en la demanda total de la empresa, debido principalmente al cambio de tecnología por parte de los clientes, siendo de todas formas una baja pequeña, que no compromete los flujos de largo plazo y difiere de lo observado durante los últimos 20 años, en el que el crecimiento de la demanda energética ha sido 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 total de clientes a los cuales abastece la compañía, el 94% del suministro (volumen) corresponde a regulados (571 mil clientes). 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 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 éste en la producción de los clientes libres generan que las pérdidas por incobrabilidad sean mínimas.

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.

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 fijación de 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 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 (negocio central).
- Generación Hidroeléctrica.
- Transporte de energía eléctrica.
- 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.

Las filiales de la compañía son:

Filiales de Chilquinta	Participación (%)		
	Directa	Indirecta	Total
Compañía Eléctrica del Litoral S.A.	77,08%	0,00%	77,08%
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.	100,00%	0,00%	100,00%
Luzparral S.A.	56,59%	0,00%	56,59%

Propiedad

Al 31 de marzo de 2017, la propiedad de **Chilquinta** correspondía en un 100% a Inversiones Sempra Chile, la cual a su vez es filial de Sempra Energy.

Sempra Energy es un grupo empresarial creado en 1998 con enfoque en el sector energético, a través de generación y distribución eléctrica, y servicios de transporte, almacenamiento y distribución de gas natural, con más de 32 millones de clientes a nivel mundial. En América Latina, además de Chile, cuenta con operaciones de distribución de gas natural en México y 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 redes⁵:

- **Sistema Interconectado del Norte Grande (SING)**: Abarca las regiones de Arica-Parinacota, Tarapacá y Antofagasta. Consta de cerca de 18 empresas generadoras y una capacidad instalada bruta que alcanzaba a 5.503 MW⁶ a diciembre de 2016. Alrededor del 87,9% de esta capacidad proviene de generación térmica, un 6,3% de plantas solares, un 3,7% de generación eólica y un 0,3% centrales hidráulicas.
- **Sistema Interconectado Central (SIC)**: Va desde Taltal (Región de Antofagasta) hasta la Región de los Lagos y posee una capacidad instalada de 17.316 MW a diciembre de 2016⁷. Esta potencia está dividida en

⁵ Existe dos redes pequeñas adicionales:

- Sistema de Los Lagos, que abastece las zonas de Hornopirén y Cochamó, con una capacidad de 6,2 MW de potencia instalada, dividida en un 88% térmico y un 12% hídrico.
- Sistema de Isla de Pascua, que abastece a esa zona, con una capacidad de 4,3 MW de potencia instalada, con una generación 100% termoelectrónica.

⁶ Datos obtenidos de CDEC-SING.

⁷ Datos obtenidos del Reporte anual 2016.

generación térmica (55%), hidroeléctrica (36%), eólica (4%), solar (3%) y otros tipos (2%). Operan más de 20 empresas y una de ellas es **Chilquinta**.

- **Sistema de Aysén:** Existe una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) que realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. En diciembre de 2015, contó con una potencia instalada de 66,6 MW⁸ y la generación fue 55,0% termoeléctrica, 39,3% hidroeléctrica y 5,7% eólica.
- **Sistema de Magallanes:** Una sola empresa (EDELMAG S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución, en cuatro subsistemas (Punta Arenas, Puerto Natales, Puerto Williams y Puerto Porvenir). La generación es 100% termoeléctrica (gas y *diesel*) y, a diciembre de 2016, contaba con 105,7 MW⁹ de potencia instalada.

2. Transmisión nacional

Este sector está conformado por las empresas que transportan la energía producida por las compañías generadoras, a través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva, hasta las empresas distribuidoras y clientes libres a los cuales suministran. Por medio de las líneas de transmisión se puede transportar la energía de cualquier generadora que lo solicite, traspasando el costo de peajes al usuario final.

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 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 zonal y el VAD, los cuales representan los costos de capital y funcionamiento de las distribuidoras.

En la actualidad, **Chilquinta** dispone de contratos con generadoras por los próximos dieciocho años y para suministro eléctrico de clientes regulados por un total de 4.117 GWh al año, entre los cuales destacan los contratos con ENEL S.A. (39,4%), AES Gener S.A. (31%) y E-CL S.A (6,9%).

Clientes

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

⁸ Memoria anual Edelayesen 2016.

⁹ Memoria anual Edelmag 2016.

Clientes regulados: Los clientes regulados son aquellos cuya potencia conectada es inferior a 0,5 MW. Están conformados por las compañías distribuidoras, como **Chilquinta**. En este caso, el precio ("precio de nudo de largo plazo") es establecido a través de licitaciones en las que participan las generadoras y donde la duración de los contratos asciende actualmente a los 20 años.

Los clientes cuya potencia conectada esté entre 0,5 MW y 5 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 5 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° 20.805, publicada el 29 de enero de 2015, facultó a los usuarios de potencia conectada superior a 0,5 MW e inferior a 5 MW a optar por un régimen de tarifa regulada o de precios libres por un período mínimo de cuatro años de permanencia en cada régimen. **Chilquinta** puede actuar como proveedor de este tipo de cliente.

Clientes del mercado spot: El mercado *spot* es el vehículo de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (ENEL, Colbún y AES Gener, principalmente). Está destinado a suplir déficit de producción en relación con la energía contratada. Cuando hay excedentes de energía, las generadoras pueden venderlos a través del Coordinador Eléctrico Nacional, que coordina la entrada de centrales de acuerdo con 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 *diésel*, con un costo mayor.

Clientes de distribuidoras

Los clientes de las distribuidoras eléctricas están conformados, en primer lugar, por aquellos cuya potencia instalada es menor a 0,5 MW y se ubican dentro del área de su concesión, a quienes se denomina "clientes regulados", y que corresponden en su mayoría a clientes residenciales, comerciales y pequeñas 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 con las cláusulas estipuladas por la CNE, con lo que la distribuidora actúa como un intermediario entre el generador y el cliente, obteniendo una retribución por este servicio. 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.

Otro grupo de clientes de las distribuidoras corresponde a aquellos cuya capacidad instalada se encuentre entre los 0,5 MW y 5 MW y que opten por un régimen tarifario regulado.

La empresa distribuidora tiene la obligación de licitar, de manera separada, el suministro a sus clientes libres, respecto de aquel destinado a sus clientes regulados.

Además de los clientes mencionados, en el mercado de las distribuidoras están aquellos que utilicen la red de éstas, lo que ocurre con las generadoras cuando entregan suministro eléctrico a sus clientes libres, debiendo por tanto, el cliente final, 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 hacer uso de la capacidad disponible de transmisión mediante el pago de peajes, aplicables al cliente final.

Dada las modificaciones incorporadas por la ley 20.936 de julio de 2016 a la Ley General de Servicios Eléctricos, el transporte de electricidad por sistemas de transmisión nacional y zonal es servicio público eléctrico regulado, por tanto el transmisor tiene la obligación de operar los sistemas de transmisión bajo un régimen de acceso abierto, pudiendo ser utilizados por terceros bajo condiciones técnicas y económicas no discriminatorias entre todos los usuarios, a través del pago de la remuneración del sistema de transmisión que corresponda acorde al servicio vigente.

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.

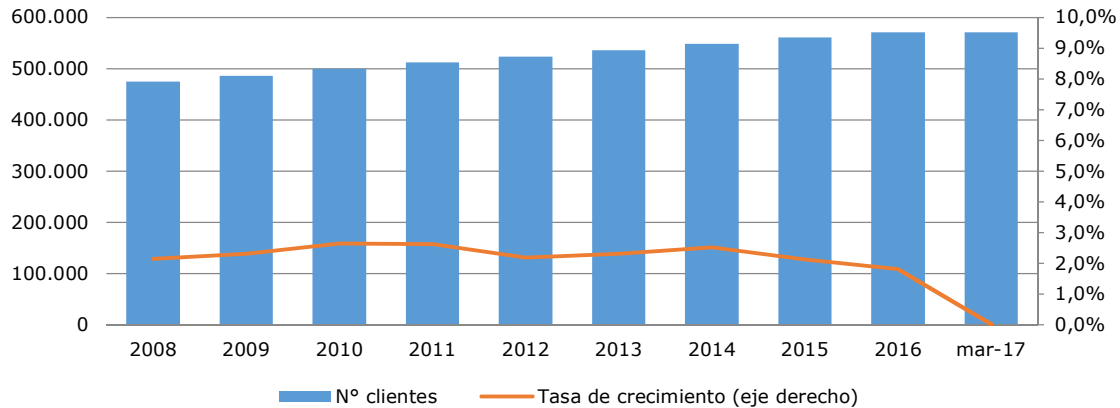
Con todo, se han anunciado cambios a los cuerpos normativos que regulan el negocio de la distribución, lo cual debiese permitir cambios en el funcionamiento de la red y la aparición de nuevos actores con el fin de seguir promoviendo la eficiencia económica, la confiabilidad y la sustentabilidad del sistema. Además, se está avanzando en 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 el residencial, que en 2016 representó el 38% de las ventas físicas de energía de la empresa y el 44% de las valoradas. El sector comercial abarca un 25% de las ventas físicas y un 24% de las valoradas, mientras que en el industrial estos porcentajes ascienden a 11% y 9%, respectivamente. Finalmente, el sector agrícola representa un 9% de las ventas físicas y un 8% de las valoradas.

A marzo de 2017, **Chilquinta** atendía una base de 571 mil clientes, lo cual representa un crecimiento anual promedio de 2,3% para el período 2008-2016. (Ver Ilustración 1)

Ilustración 1
Evolución número de clientes
2008 – marzo 2017



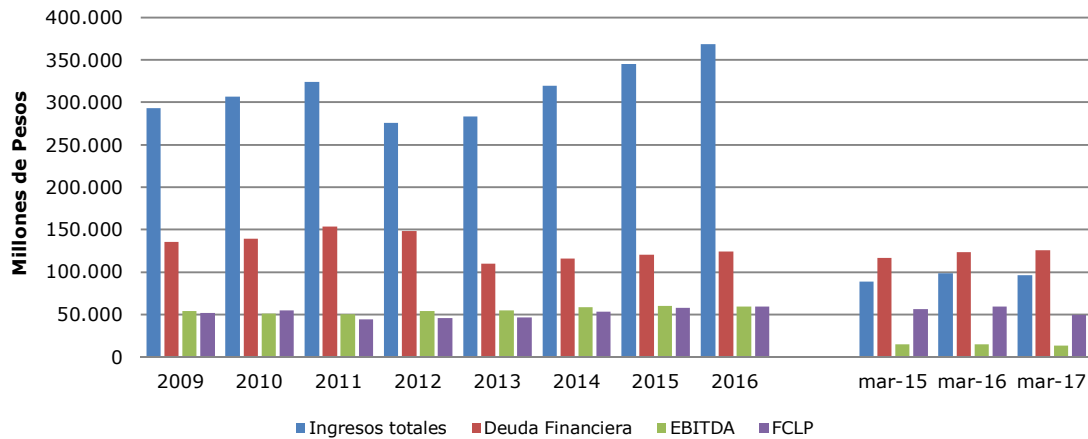
Evolución financiera

Evolución de los ingresos

Como se observa en la Ilustración 2, los ingresos de la compañía han aumentado constantemente desde el año 2012 hasta diciembre de 2016 llegando a los \$ 368.729 millones.

Cabe destacar, que los ingresos durante el primer trimestre del 2017 han sido inferiores a los presentados durante el mismo trimestre del 2016, debido principalmente al traslado de clientes regulados a clientes libres gatillado por los niveles de precios de generación que se obtuvieron en la última licitación de suministro para clientes regulados, además de las medidas de eficiencia energética promocionadas por el gobierno durante los últimos años. Respecto al cambio de clientes regulados a libres, cabe destacar, que si bien afecta los ingresos de la compañía, estos igualmente deben pagar por el uso de la red, lo cual mantiene el margen de distribución. En esta misma línea, el EBITDA y el FCLP se situaron en valores de \$ 59.608 millones y \$ 59.803 millones, respectivamente, a diciembre de 2016.

Ilustración 2
Ingresos, Deuda Financiera, EBITDA y FCLP
2009 - Marzo 2017

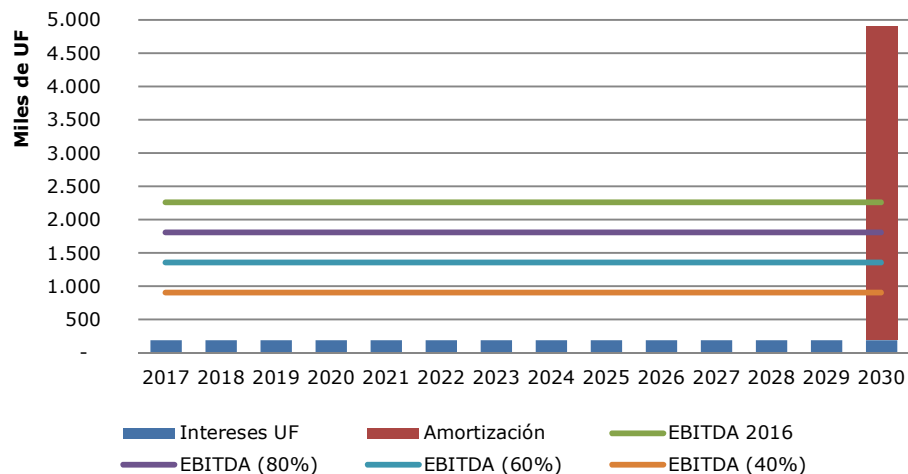


El EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó el 16,2% a diciembre 2016 (17,5% en el período 2015). Cabe recordar, que la empresa es un intermediario en el mercado de venta de energía, por lo que traspasa las variaciones de costos a los clientes, de acuerdo con los reajustes contemplados en las bases de licitación de suministro (por ello se observa que en períodos con elevados precios 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

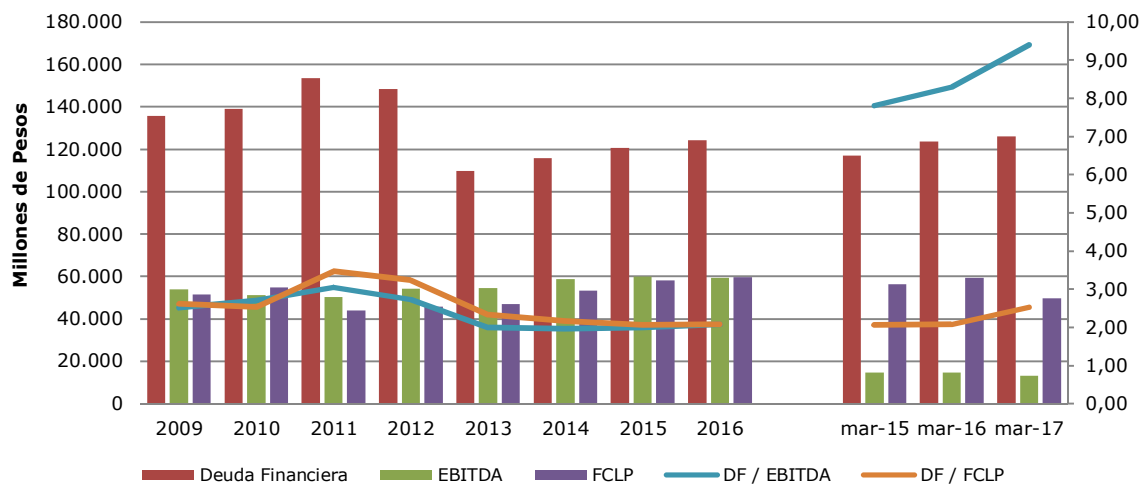
La única deuda financiera activa de **Chilquinta**, a marzo de 2017, corresponde a la deuda asociada a la línea de bonos Series B. Como se observa en la Ilustración 3, al considerar el ultimo EBITDA de la compañía y proyectarlo a futuro en los mismos niveles, la empresa puede hacer frente a los pagos hasta el año 2029.

Ilustración 3
Perfil Deuda Financiera
2017 - 2030



En la **Ilustración 4**, se observa una disminución de 16% en el FCLP entre marzo 2016 y marzo 2017. Como se mencionó anteriormente, la única deuda financiera que registra la compañía, corresponde a la deuda asociada a una única línea de bonos, por lo que no tuvo variación en el último período. Dado lo anterior, el indicador Deuda Financiera sobre EBITDA se incrementó levemente, debido a los menores niveles de EBITDA registrados entre los periodos 2015 y 2016 (desde 2,01 a 2,09 veces en el período analizado), y el hecho que el indicador Deuda Financiera sobre FCLP disminuyera desde 2,07 a 2,08 veces entre diciembre de 2015 y 2016.

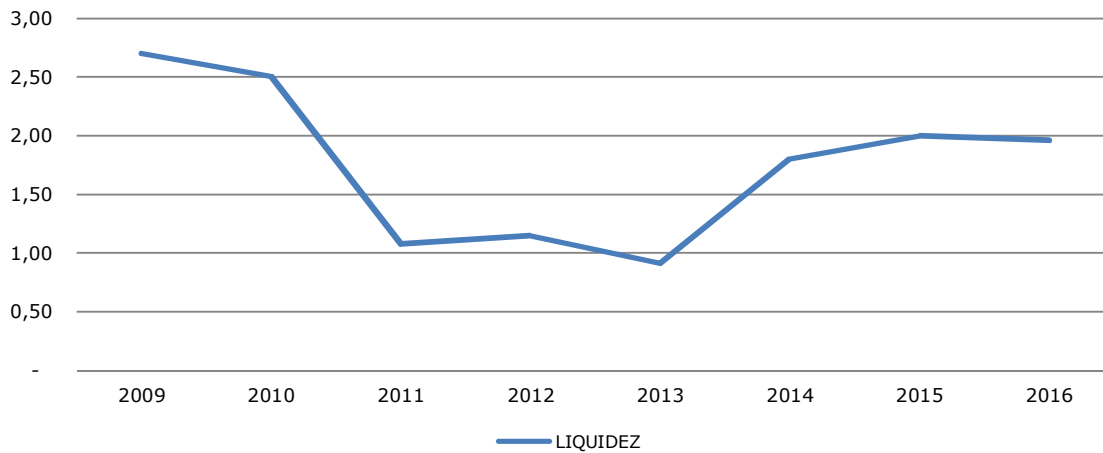
Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA, FCLP
2009 – Marzo 2017



Evolución de la liquidez

Como se puede ver en la **Ilustración 5**, desde el año 2013, la compañía venía experimentando un alza sostenida en la liquidez, situación que a diciembre de 2016 cambió al exhibir una baja desde 2,00 veces a 1,96 veces, entre el año 2015 y 2016.

Ilustración 5
Razón Circulante
 2009 - 2016



Evolución de la rentabilidad¹⁰

Considerando la estabilidad del negocio, la rentabilidad operacional de **Chilquinta** ha sido relativamente constante, aunque ha tendido a disminuir en los últimos años producto del incremento de escala de la empresa (mayor nivel de activos en etapa de ejecución). Dicha disminución y como se observa en **Ilustración 6**, se frenó en el último trimestre. En el año móvil terminado en marzo de 2017, la rentabilidad operacional de la compañía alcanzó un 11,63% y se ha mantenido en torno al 11,65% en el último año.

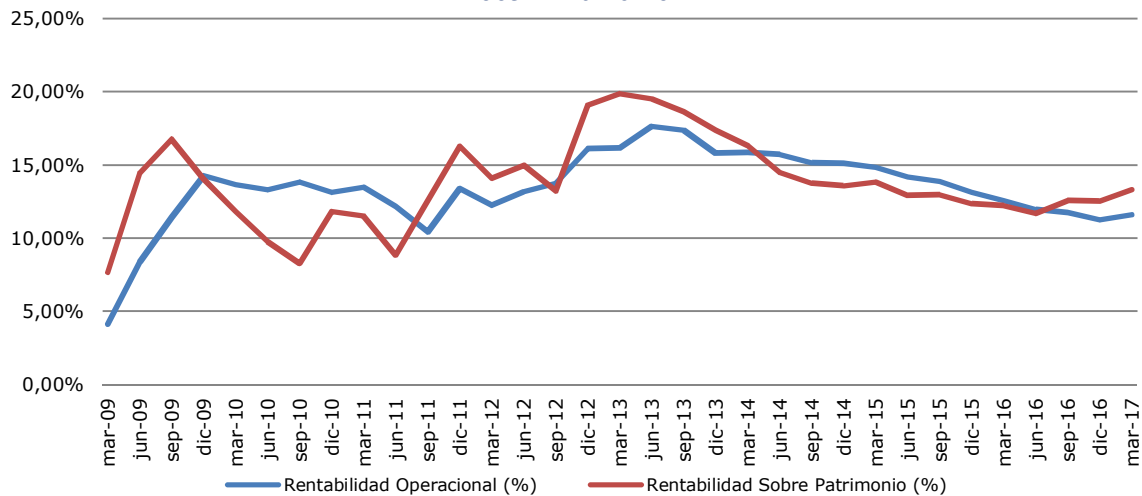
La rentabilidad del patrimonio, en tanto, ha sido un poco menos estable, producto de la fluctuación en la utilidad del ejercicio generada por cambios en los costos financieros, diferencias de cambio y correcciones monetarias. Durante el ciclo comprendido entre marzo de 2016 y 2017, alcanzó un 13,3%, siendo inferior a igual período del año anterior (12,2%), debido principalmente a un menor nivel patrimonial entre ambos periodos (13,5% menor).

¹⁰ Rentabilidades calculadas con flujos móviles.

Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del ejercicio / (Patrimonio promedio);

Rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos promedio netos de activos en ejecución).

Ilustración 6
Evolución Rentabilidad
2009 – marzo 2017



Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Chilquinta** a marzo de 2017 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	Nº 549 de 16/09/2008	Nº 550 de 16/09/2008
Monto máximo	UF 8.500.000	UF 8.500.000
Plazo vencimiento	10 años	30 años

Covenants financieros		
	Línea de bonos	Marzo 2017
Razón de endeudamiento financiero ¹¹	No superior a 1,75 veces	0,34 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."

¹¹ Razón de Endeudamiento Financiero= (Obligaciones financieras - Caja) / (Patrimonio Total + Interés Minoritario)

