



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Chilquinta Energía S.A.

Julio 2018

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 Tendencia Estados financieros	AA Estable Marzo 2018

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 consolidados IFRS							
MM\$ de cada período	2013	2014	2015	2016	2017	ene-mar 2017	ene-mar 2018
Ingresos totales	283.351	319.828	345.427	368.729	371.645	96.304	97.890
Costo de venta	-214.532	-245.454	-269.158	-291.482	-292.870	-77.704	-77.829
Ganancia bruta	68.820	74.374	76.268	77.247	78.775	18.600	20.062
Gastos de adm. y otros por función ¹	-16.179	-21.817	-20.194	-23.026	-27.762	-6.758	-6.882
Resultado operacional	52.640	52.558	56.074	54.221	51.013	11.842	13.180
Gastos financieros	-6.351	-6.045	-6.332	-6.684	-6.620	-1.673	-1.710
Ganancia	35.818	32.364	33.172	37.134	35.645	8.993	9.008
EBITDA ²	54.802	58.926	60.268	59.608	56.984	13.400	14.964

Estados de situación financiera consolidado IFRS						
MM\$ de cada período	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Activos corrientes	69.545	121.026	166.919	188.301	124.565	121.482
Activos no corrientes	351.689	362.548	378.533	395.241	438.452	442.132
Total activos	421.233	483.574	545.453	583.542	563.018	563.614
Pasivos corrientes	75.840	67.119	83.500	96.056	102.312	95.721
Pasivos no corrientes	122.994	163.835	178.339	180.798	179.805	180.887
Total pasivos	198.834	230.954	261.839	276.854	282.117	276.608
Patrimonio	222.399	252.620	283.613	306.688	280.901	287.006
Total pasivos y patrimonio	421.233	483.574	545.453	583.542	563.018	563.614
Deuda financiera	109.874	116.112	120.866	124.286	126.440	128.577

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.

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, 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 negocios conjuntos con SAESA S.A. (Eletrans, Eletrans II y Eletrans III). Recientemente ha anunciado la adquisición por US\$220 millones de la Compañía Transmisora del Norte Grande, lo que requiere la aprobación de la Fiscalía Nacional Económica.

A marzo de 2018 la compañía atendía a más de 586 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 2017 la empresa generó ingresos por aproximadamente \$ 371,6 mil millones, con un EBITDA de \$ 56,9 mil millones. Al 31 de diciembre de 2017 registraba una deuda financiera que alcanzaba \$ 126,4 mil millones, compuesta exclusivamente por bonos³, con un nivel de activos de \$ 563 mil millones y patrimonio por \$ 280,9 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*" con perspectivas negativas.

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 a 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 y antes de inversiones y dividendos, del orden de los \$ 53.539 millones al año para responder a vencimientos en torno a

³ A diciembre de 2017 la empresa mantenía un pasivo de \$ 36.607 millones con empresas relacionadas (su matriz Inversiones Sempra Ltda. y Tecnoled S.A. relacionada a través de accionista), que incrementaría su deuda financiera en 29%.

⁴ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

los \$ 5.331 millones anuales, salvo el año 2030 cuando 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 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 ultimo 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 este 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 moderados 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 2017

Durante 2017 los ingresos de **Chilquinta** aumentaron en un 0,79% respecto del año anterior, alcanzando \$ 371.645 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 0,48% en el período, totalizando \$ 292.870 millones, debido a un efecto precio generado en la compra de energía, compensado parcialmente por un menor efecto precio de venta de energía, respecto del mismo periodo anterior. Producto de lo señalado, el margen de explotación subió un 2,0% a \$ 78.775 millones (\$ 77.247 millones en 2016), representando un 21,2% de los ingresos de la compañía (20,95% en 2016).

Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 33.294 millones, siendo un 16,5% mayor al año anterior. De este modo, el resultado operacional cayó un 5,92% durante el período 2017, lo que representa una disminución de \$ 3.208 millones respecto del ejercicio anterior. El resultado operacional, como porcentaje de los ingresos, bajó desde 14,7% a 13,7%.

Con todo, la ganancia del ejercicio totalizó \$ 35.645 millones, equivalente a una caída de 4,0% respecto de 2016 (\$ 37.134 millones). Finalmente, la compañía alcanzó un EBITDA de \$ 56.983 millones, lo que representa una disminución de 4,4% respecto al año anterior.

Primer trimestre de 2018

Durante el primer trimestre de 2018 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 97.890 millones, lo que representa un aumento de 1,65% en comparación al mismo período del año anterior, explicado principalmente por un mayor nivel de ingresos asociados a ventas de energía y compensados por menores prestaciones de servicios.

Los costos de ventas ascendieron a \$ 77.829 millones, aumentando 0,16% respecto de igual trimestre de 2017, debido a un efecto precio generado en la compra de energía compensado parcialmente por un menor efecto precio de venta de energía que se presenta a la fecha, respecto de igual periodo del año anterior.

Las compras de energía y potencia ascendieron a \$ 68.874 millones, las cuales representaron el 88,5% del total de costos de venta.

En tanto, los gastos de administración se incrementaron un 0,76% hasta alcanzar los \$ 8.069 millones. Considerando lo anterior, el resultado operacional exhibió un incremento de 11,3% respecto de los primeros tres meses de 2017. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía aumentó desde 12,3% en marzo de 2017 a 13,5% en marzo de 2018.

Finalmente, durante los primeros tres meses de 2018 la compañía tuvo una ganancia de \$ 9.008 millones, lo que es un 0,16% superior a igual período de 2017. El EBITDA del último trimestre totalizó \$ 14.964 millones, lo que representa un incremento de 11,7% versus el primer trimestre del año anterior (\$ 13.400 millones).

Eventos recientes

Durante junio de 2018 **Chilquinta** informó de un acuerdo con AES Gener y su filial Sociedad Eléctrica Angamos, para la adquisición de la Compañía Transmisora del Norte Grande S.A. El acuerdo consiste en un pago por US\$219,9 millones por el 100% de las acciones de la compañía, cuyo perfeccionamiento está sujeto, entre otras condiciones, a la aprobación por parte de la Fiscalía Nacional Económica.

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 de 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 91% 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 (2,2% promedio en número de clientes para los últimos siete años⁵), pero estable y con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad.

Durante el último período se registró un incremento de 1,77% en la demanda total de la empresa, en términos de GWh. Estos niveles de crecimiento, cercanos al crecimiento vegetativo de la población, se deben principalmente al cambio de tecnología por parte de los clientes. Con todo, 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.

⁵ Debido a las diferencias en tarifas, algunos clientes regulados han optado por negociar directamente con las generadoras las condiciones tarifarias. Aun cuando estos consumidores dejan de ser considerados como clientes regulados, los ingresos para la compañía no se ven mermados, toda vez que el consumidor debe pagar el peaje de distribución (Valor Agregado de Distribución).

Alta atomización de su cartera: dentro del total de clientes a los cuales abastece la compañía, el 94% del suministro (volumen) corresponde a regulados (570 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 este en la producción de los clientes libres, genera 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. 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 generación⁶.

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

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

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.	77,14%	0,00%	77,14%
Generadora Eléctrica Sauce Los Andes S.A.	0,50%	99,50%	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 2018 la propiedad de **Chilquinta** correspondía en un 100% a Inversiones Sempra Chile Holdco Limitada, 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 de electricidad en Perú. La compañía muestra una adecuada solidez financiera reflejada en su clasificación de riesgo internacional (*Baa1* con tendencia negativa).

Antecedentes del mercado

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres subsectores:

1. Generación

Se organiza en torno a tres grandes redes. La primera de ellas corresponde al Sistema Interconectado Nacional, que corresponde a la unificación de los anteriores Sistema Interconectado del Norte Grande y Sistema Interconectado Central⁷, con una capacidad instalada de alrededor de 22.364 MW. De esta, un 21,45% corresponde a centrales a carbón; un 19,57% a gas natural; un 15,17% a hidráulica de embalse; un 13,08% a centrales de petróleo; un 12,37 a hidráulicas de pasada; un 8,28% a instalaciones solares; un 5,81% a eólicas un 2,09% a centrales que utilizan biomasa; un 2,07% a mini hidráulicas de pasada, y 0,1% de la capacidad instalada corresponde a energía proveniente de centrales geotérmicas⁸.

- **Sistema de Aysén:** la capacidad instalada a diciembre de 2017 totalizaba 62,68 MW, de los cuales un 57,9% corresponde a petróleo diésel; un 36,12% a centrales hidráulicas de pasada, y un 6,03% a centrales eólicas.
- **Sistema de Magallanes:** Consta de cuatro subsistemas (Punta Arenas, Puerto Natales, Puerto Williams y Puerto Porvenir). La capacidad corresponde en un 82,11% a gas natural; un 15,44% a petróleo diésel, y 2,45% proviene de fuentes eólicas. A diciembre de 2017 contaba con 104,25 MW 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 cualquiera generadora que lo solicite, traspasando el costo de peajes al usuario final.

3. Transmisión zonal

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).

⁷ Existen 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% termoeléctrica.

⁸ Fuente: <http://energiaabierta.cl/visualizaciones/capacidad-instalada/>

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. (64,57%); AES Gener S.A. (33,55%); Tecnoed (1,62%), y ERNC (0,26%).

Cientes

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

Cientes regulados: los clientes regulados son aquellos cuya potencia conectada es inferior a 0,5 MW y son servidos por las compañías distribuidoras, como **Chilquinta**. Estos clientes están sujetos a una tarifa determinada por la autoridad, en un proceso tarifario que se realiza cada cuatro 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.

Cientes 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 clientes.

Cientes 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 el 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. Se les denomina "clientes regulados" y 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, por 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 estas, 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 nacional: 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.

Transmisión zonal: 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.

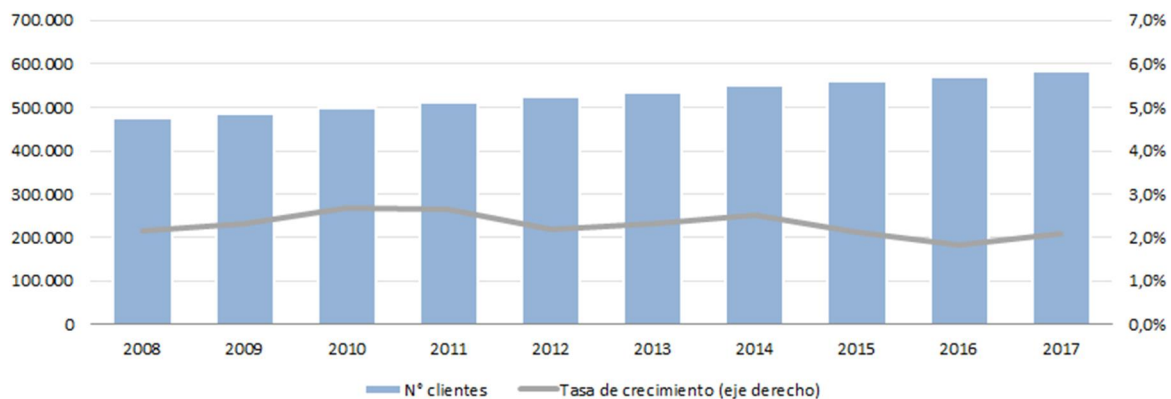
Con todo, se han anunciado cambios a los cuerpos normativos que regulan el negocio de la distribución zonal, en que se incrementará la competencia con otras distribuidoras, lo cual debiese permitir cambios en el funcionamiento de la red y la aparición de nuevos actores, con el fin de seguir promoviendo la eficiencia económica, la confiabilidad y la sustentabilidad del sistema. 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, que en 2017 representó el 87% de las ventas físicas de energía de la empresa y el 91% de su valor.

A diciembre de 2017 **Chilquinta** atendía una base de 582.914 mil clientes regulados, lo cual representa un crecimiento anual promedio de 2,3% para el período 2008-2017. (Ver Ilustración 1)

Ilustración 1
Evolución número de clientes regulados
2008 -2017



Evolución financiera

Evolución de los ingresos⁹

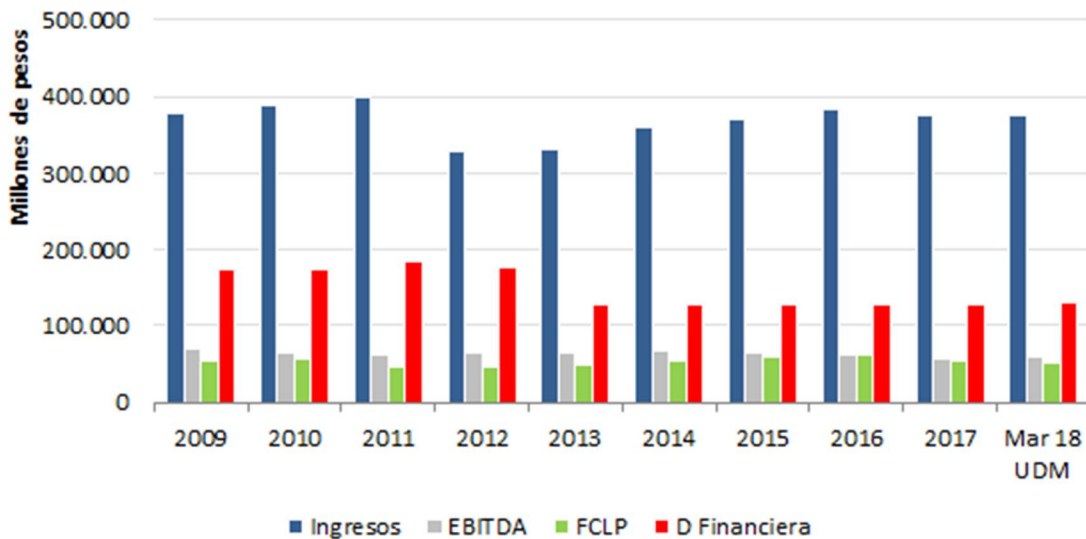
Como se observa en la Ilustración 2, a partir de 2012 los ingresos de la compañía aumentaron constantemente hasta diciembre de 2016. Posteriormente los ingresos se han estabilizado en torno a los \$ 378.150 millones (en pesos de marzo de 2018).

Cabe destacar que, como se ha señalado, los ingresos se han visto mermados debido principalmente al traslado de clientes regulados a clientes libres, lo que fue 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

⁹ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2018.

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 \$ 57.706 millones y \$ 53.593 millones, respectivamente, a diciembre de 2017 (en pesos de marzo de 2018).

Ilustración 2
Ingresos, Deuda Financiera, EBITDA y FCLP
 2009 – Marzo 2018
 (en pesos de marzo de 2018)

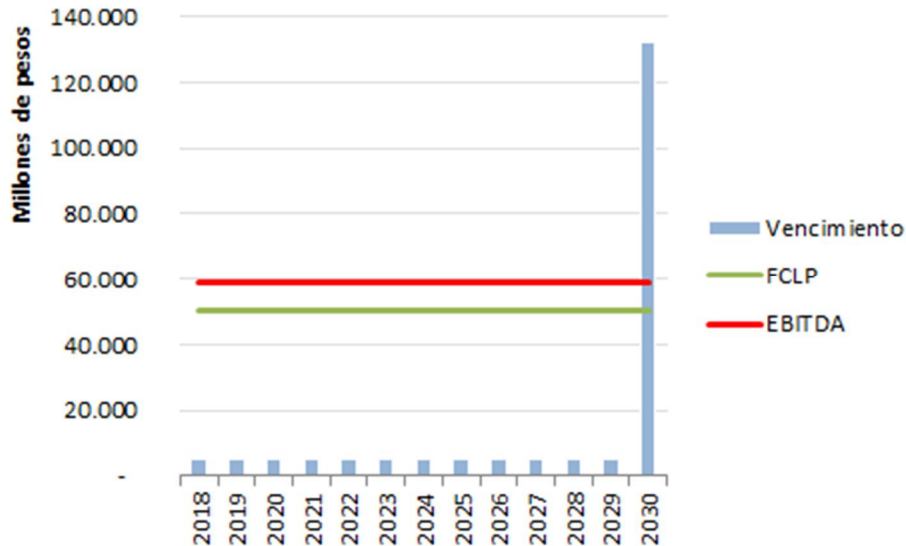


El EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó el 15,3% a diciembre 2017 (16,2% en el período 2016). Cabe recordar que la empresa es un intermediario en el mercado de venta de energía, por lo que traspasa las variaciones de costos a los clientes, de acuerdo con los reajustes contemplados en las bases 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

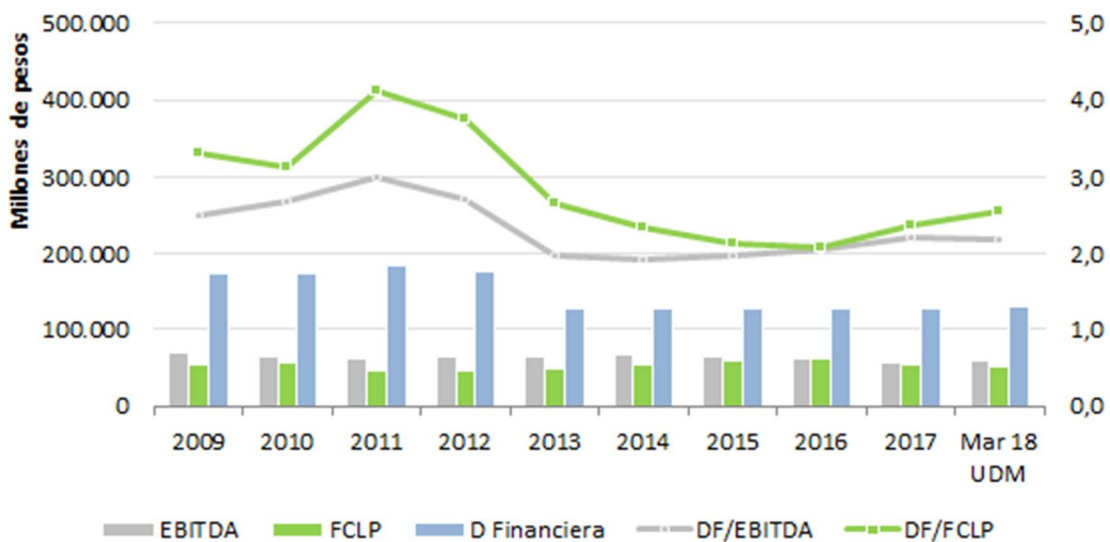
La única deuda financiera activa de **Chilquinta**, a marzo de 2018, corresponde a la deuda asociada a la línea de bonos Serie B. Como se observa en la [Ilustración 3](#), al considerar el último EBITDA y FCLP de la compañía y proyectarlo a futuro en los mismos niveles, la empresa puede hacer frente a los pagos hasta el año 2029.

Ilustración 3
Perfil Deuda Financiera
 2018 - 2030



En la Ilustración 4 se muestran los indicadores de endeudamiento relativo de **Chilquinta**. Como se mencionó, 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. La reducción del FCLP ha significado un incremento del indicador Deuda Financiera/FCLP, situándose en 2,6 veces a marzo de 2018, en tanto que el indicador DF/EBITDA mantiene un comportamiento más bien estable, en niveles cercanos a 2,2 veces.

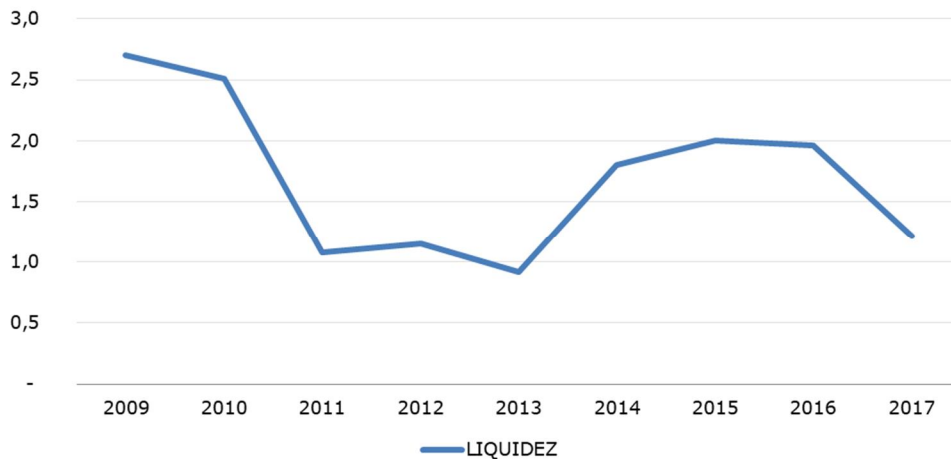
Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA, FCLP
 2009 - Marzo 2018



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 partir de diciembre de 2016 se revierte, cayendo desde 2 veces a 1,96 para posteriormente caer a 1,22 en diciembre 2017, debido principalmente al pago de un dividendo eventual.

Ilustración 5
Razón Circulante
2009 – 2017



Evolución de la rentabilidad¹⁰

Luego de los niveles máximos registrados por las distintas medidas de rentabilidad en 2012, estos indicadores presentaron una tendencia decreciente hasta fines de 2017, pero estas variaciones son relativamente menores dada la estabilidad del negocio.

Luego del mínimo de 10,59% registrado a fines de 2017, la rentabilidad operacional de la compañía alcanzó un 11,91% en el año móvil terminado en marzo de 2018.

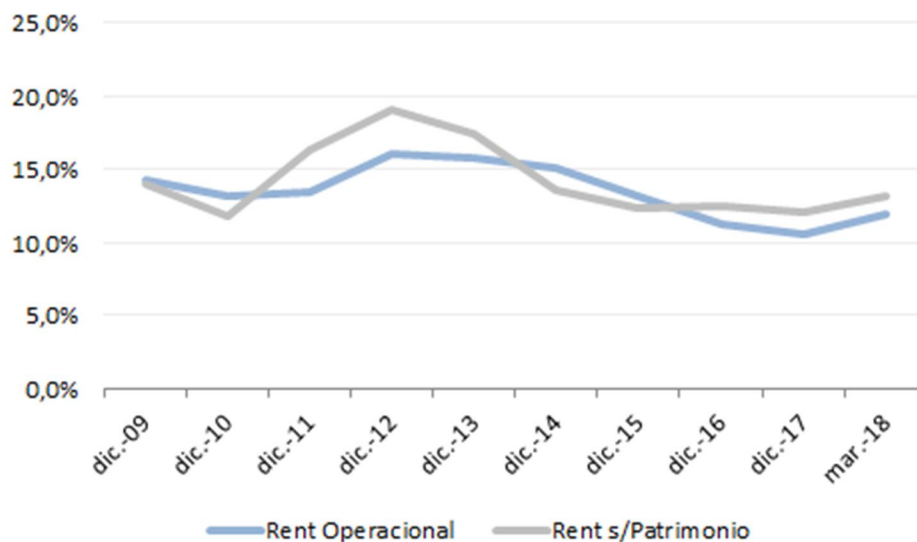
La rentabilidad del patrimonio, en tanto, ha presentado mayores fluctuaciones en el período bajo análisis. Luego de registrar un valor de 12,09% en diciembre de 2017, en marzo del presente año este indicador de rentabilidad se incrementó a 13,2%.

¹⁰Rentabilidades 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 2018 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 2018
Razón de endeudamiento financiero ¹¹	No superior a 1,75 veces	0,32 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 este ha hecho pública o ha remitido a la Comisión del 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."

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

