

## Chilquinta S.A.

Agosto 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos	<b>AA</b>	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	<b>Estable</b>	Analista	Andrés Silva P.
Otros Instrumentos	<b>No Hay</b>	Teléfono	56-2-433 5200
		Fax	56-2-433 5201
		Correo Electrónico	<a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a>
		Sitio Web	<a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
EEFF base	30 de junio de 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos a 10 años	Nº 549 16.09.2008
Serie A	09.10.2008
Línea de Bonos a 30 años	Nº 550 16.09.2008
Serie B	09.10.2008

Estado de Resultados Consolidado *					
Cifras en MM \$a junio 2009	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Ingreso Operacional	187.257	202.447	252.944	300.347	158.630
Costo Explotación	-131.703	-145.073	-195.929	-239.943	-124.883
Gasto Admin. y Venta	-18.770	-19.952	-20.939	-20.099	-9.445
Resultado Operacional	36.784	37.422	36.076	40.305	24.302
Resultado No Operacional	4.406	-22.526	3.587	-93.505	6.781
Utilidad Neta	33.039	8.883	29.898	-35.420	24.673

Balance General Consolidado *					
Cifras en MM \$a junio 2009	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Activo Circulante	57.342	77.102	105.198	115.399	133.015
Activo Fijo	231.941	236.481	240.275	162.102	158.129
Otros Activos	159.184	146.471	135.212	128.204	122.562
<b>Total Activos</b>	<b>448.467</b>	<b>460.054</b>	<b>480.685</b>	<b>405.704</b>	<b>413.707</b>
Pasivo Circulante	38.040	37.340	114.683	59.016	61.368
Pasivo Largo Plazo	203.733	206.601	119.469	135.094	116.238
Interés Minoritario	11.961	12.495	13.066	13.558	13.391
Patrimonio	194.733	203.617	233.468	198.037	222.710
<b>Total Pasivos</b>	<b>448.467</b>	<b>460.054</b>	<b>480.685</b>	<b>405.704</b>	<b>413.707</b>

## 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 del Bío-Bío - operación que realiza en forma directa y a través de cuatro filiales: Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Luzlinares S.A. y Luzparral S.A.

Actualmente la compañía atiende en torno a los 475 mil clientes. Lo anterior la convierte en la mayor distribuidora de la Quinta Región, el tercer actor a nivel nacional en ventas de energía y el cuarto en términos de número de clientes.

La propiedad de la compañía corresponde a *Sempra Energy International* (Sempra) y *Ashmore Energy International* (AEI), ambas con 50% de participación; entidades que en escala global han sido clasificadas en Categoría Baa1 y Categoría B1, respectivamente.

La clasificación de los títulos de deuda en “**Categoría AA**”, se fundamenta en la condición de monopolista natural de la sociedad para la entrega de un servicio de primera necesidad, dentro de un marco regulatorio estable y que opera bajo criterios técnicos; todo ello dentro de un plan de negocio que, según lo formulado hasta la fecha, no considera la necesidad de nuevo endeudamiento en el mediano plazo. Esta situación implica que los flujos del emisor sean altamente predecibles, de muy bajo riesgo y con baja probabilidad que se vean 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 por 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 \$ 32.270 millones al año, ello para responder a una deuda en torno a los \$ 121 mil

millones. Con todo, dada la estructura financiera esperada, la empresa sería capaz de abordar en el mediano plazo las futuras inversiones con recursos propios; sin embargo, para el año 2011 debe refinanciar sus obligaciones financieras, lo cual, a juicio de la clasificadora, se considera factible dadas las fortalezas intrínsecas del negocio, al margen de que se pueda ver afectado el costo financiero de la deuda.

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) se tiene la eventualidad de modificaciones a la legislación eléctrica (recientemente ya modificada) y complicaciones en la suscripción de contratos de suministro eléctrico.

La perspectiva de la clasificación se califica en "*Estable*<sup>1</sup>", por cuanto en el corto plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse mejorada sólo en la medida que se reduzca significativamente el endeudamiento relativo de la compañía y, a su vez, se estime que éste se mantendrá relativamente estable en el mediano plazo.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de los bonos, se hace necesario que el emisor no incremente sus niveles de deuda, ya que considerando el endeudamiento relativo actual de la sociedad y su elevada clasificación de riesgo, aumentos leves del pasivo financiero podrían conllevar a una reducción en la categoría de riesgo asignada. Con todo, dicha situación pudiere ser modificada si las mayores obligaciones contraídas van aparejadas con un incremento proporcional y seguro en el nivel de flujos.

### 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

---

<sup>1</sup> Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

## Oportunidades y Fortalezas

**Condición de Monopolio Natural:** El negocio energético de Chilquinta se basa principalmente en la distribución de energía dentro de un sector concesionado y no sujeto a competencia económicamente factible en lo relativo a los clientes regulados. Estas concesiones son de carácter indefinidas.

**Flujos Futuros Relativamente Predecible:** El consumo de energía residencial y comercial, principal generador de flujos para Chilquinta, presenta un crecimiento moderado (2,2% en número de clientes para el periodo 2007-2008), pero estable, con baja exposición a la baja en períodos recesivos (dado su carácter de primera necesidad). Si bien el año 2008 se registró una caída en la demanda, esta situación es puntual, y difiere de lo observado durante los últimos 20 años, donde el crecimiento de la demanda energética es moderada y constante. Esta situación, sumado a los criterios técnicos en la fijación de tarifas, reduce significativamente el riesgo de generación de flujos.

**Alta atomización de la base de clientes:** Dentro del total de clientes a los cuales abastece la compañía, en torno al 92% corresponde a residenciales, los que alcanzan en torno a los 475 mil clientes. Como consecuencia de lo anterior, 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 distribuidora cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenta impaga sus cuentas 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, 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 el sector eléctrico chileno. Sin embargo, posibles cambios en la normativa, podrían afectar la capacidad de generación de flujo de la

compañía y/o requerir mayores inversiones futuras. No obstante lo anterior, **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.

**Complicaciones en Procesos de Licitación de Suministro Eléctrico:** Dentro de la normativa se contemplan procesos de licitación para el suministro de energía por parte de las generadoras a las distribuidoras. No obstante lo anterior, existe un escenario en que ninguna generadora se presente a la licitación, situación que si bien no compromete el suministro de energía, si podría generar inestabilidad y menor certeza en los costos proyectados de la compañía.

## Antecedentes Generales

### Descripción del Negocio

Chilquinta es una compañía de distribución eléctrica cuyo principal ingreso proviene de la concesión que posee para distribuir electricidad en la Región de Valparaíso. Por tratarse de un bien de primera necesidad, en Chile el sector se encuentra altamente regulado en términos de obligaciones y tarifas, las que apuntan a asegurar el correcto suministro eléctrico asociado a un precio acorde a las inversiones realizadas por las compañías del sector. Dado lo anterior, el negocio de la distribución en particular posee flujos estables y altamente predecibles, puesto que están asociados al crecimiento vegetativo de la población en gran medida.

La empresa participa en las siguientes actividades:

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

Con todo, los ingresos de la compañía están determinados fundamentalmente por la distribución de energía a clientes residenciales dentro de la Región de Valparaíso. Hasta el año 2008 la compañía también participaba en el negocio de venta de gas natural a través de su filial Energas S.A., la cual fue cedida en 81%, por lo que actualmente los resultados de aquella compañía no se reflejan en el resultado operacional de **Chilquinta**.

### Propiedad

Al 30 de junio de 2008, la propiedad de Chilquinta, así como su estructura de sociedades filiales, se distribuye de la siguiente manera:

Accionista	Nº de acciones	% Propiedad
Sempra Energy International Holdings B.V.	957.746	49,99%
AEI Americas Bermuda Ltda.	957.746	49,99%
Tecnored S.A.	226	0,01%
Sempra Energy International (España) S.L.	1	0,00%
AEI Chilean Equity Ltd.	1	0,00%

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

En la práctica, el control de la compañía es llevado a cabo a través de un pacto de actuación conjunta entre los dos accionistas mayoritarios.

AEI es un grupo especializado en el sector eléctrico dentro de países emergentes. Actualmente posee operaciones en 19 países, con una capacidad instalada del orden de 2.000 MW y atiende en torno a 6,4 millones de clientes. Dentro del negocio específico de distribución eléctrica, AEI posee operaciones en seis países de Latinoamérica, donde su operación más grande se localiza en Brasil, la cual representa cerca de la mitad de los clientes atendidos en la región. La clasificación de solvencia del grupo es B1 en escala global.

Por su parte *Sempra* es un grupo empresarial también con enfoque en el sector eléctrico, con ingresos en torno a los US\$ 11.000 millones, y cerca de 30 millones de clientes a nivel mundial. La compañía posee una alta solidez financiera reflejada en su clasificación de riesgo internacional (Baa1). Asimismo, el grupo pertenece al *Fortune 500*<sup>2</sup> en los Estados Unidos.

<sup>2</sup> Ranking publicado por la revista *Fortune*, que representa a las 500 compañías más grandes de Estados Unidos en términos de ventas.

A juicio de **Humphreys**, la propiedad de Chilquinta posee amplia experiencia en el sector energético, junto con una adecuada solidez financiera, que permiten suponer un adecuado respaldo a las operaciones en Chile tanto a nivel financiero como técnico.

## Antecedentes del Mercado

### El sector eléctrico chileno

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres sub-sectores:

#### Generación

Se organiza en torno a cuatro grandes redes:

*Sistema Interconectado del Norte Grande (SING):* Abarca la Primera y la Segunda Región. Consta de 6 empresas. La generación es en casi 100% termoeléctrica.

*Sistema Interconectado Central (SIC):* Desde Taltal hasta la Décima Región; operan 20 empresas. La generación es aproximadamente 60% hidroeléctrica y 40% termoeléctrica.

*Sistema de Aysén:* Una sola empresa (Edelaysen S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 64% termoeléctrica, 28% hidroeléctrica y 8% eólica.

*Sistema de Magallanes:* Una sola empresa (Edelmag S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 100% termoeléctrica.

#### Transmisión

Este sector, donde destaca Transelec (que opera en el *SIC* y en el *SING*), está conformado por las empresas que transportan la energía desde las compañías generadoras hasta las empresas distribuidoras, ello a través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva. Por medio de las líneas de transmisión se puede transportar la energía de cualquier generadora que lo solicite, pagando el “peaje” correspondiente.

#### Distribución

Las compañías distribuidoras compran electricidad a las generadoras al denominado “precio de nudo”, el cual es determinado por la autoridad, con el fin de venderla a los consumidores de su área de concesión. Los precios regulados corresponden a la suma del precio nudo más el valor

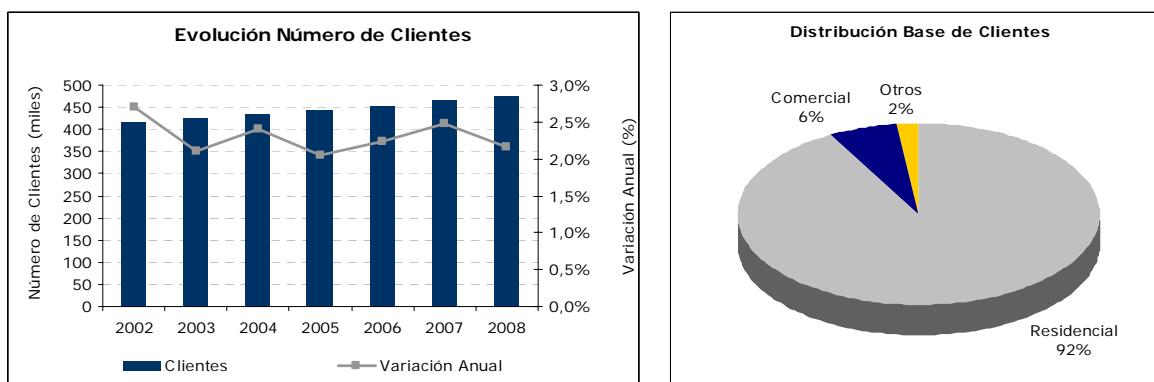
agregado de distribución (VAD). Es en este sector donde se desarrolla principalmente el negocio de Chilquinta.

## Distribución de Ingresos

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

Los ingresos de la compañía están focalizados en término de clientes principalmente en el sector residencial, el cual responde por el 92% de las ventas de la compañía, seguidas por el sector Industrial (22%) y Comercial (18%), cifras en términos de valor, a junio de 2009.

Al 30 de junio de 2009, **Chilquinta** atiende a 480 mil clientes de los cuales el 92% corresponde a clientes residenciales, 6% a comerciales y el 2% a otros. En términos de crecimiento, la base de clientes ha mostrado un crecimiento anual compuesto del orden de 2,4% para los últimos ocho años. Además se muestra la distribución por tipo de clientes a diciembre de 2007:



## 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 Servicio 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.

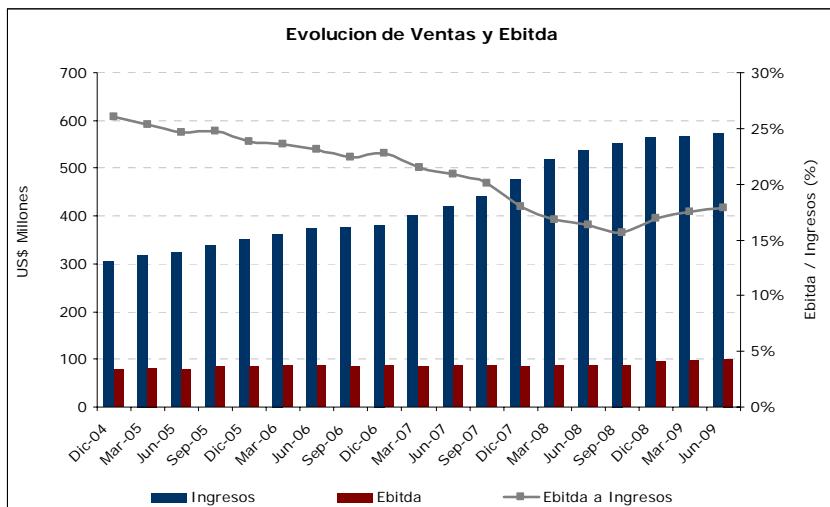
La coordinación de la operación de las centrales generadoras y las líneas de transmisión, es efectuada en cada sistema eléctrico por los Centros de Despacho Económico de Carga (CDEC).

**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.

## Evolución Financiera

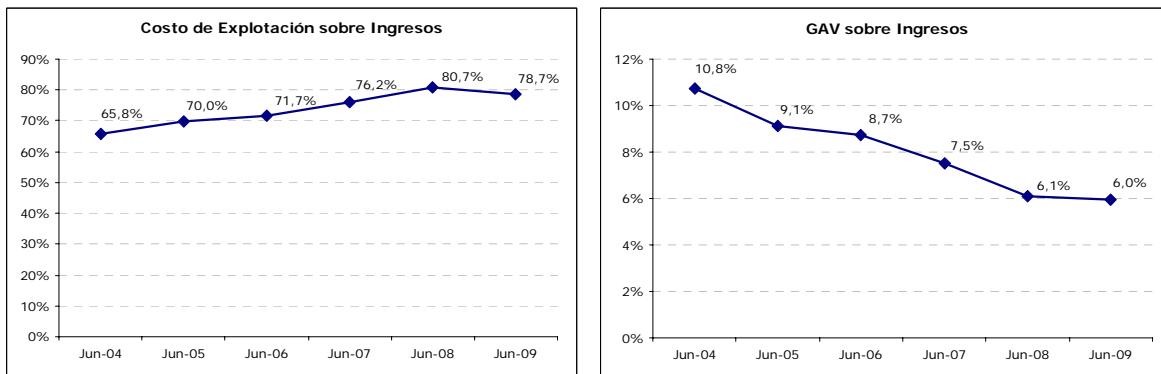
El resultado de explotación del 2008 fue 12% superior al del año 2007 (resultados a diciembre), llegando a \$ 40.305 millones. A junio de 2009, el resultado de explotación fue de \$ 24.302 millones, 18% superior al registrado en junio de 2008.

Las ventas del año 2008 aumentaron 18,7% con relación a las de 2007, llegando a \$ 300.347 millones. A junio de 2009 las ventas alcanzaron un valor de \$ 158.630 millones, 2,3% superior a lo registrado en junio de 2008. Por su parte, el Ebitda de la empresa a diciembre de 2008 fue de \$ 50.727 millones, 11,8% superior a lo registrado a diciembre de 2007. A junio de 2009, el Ebitda fue de \$ 29.378 millones, lo que corresponde a un aumento de 13,8% en relación a lo registrado a junio de 2008. El siguiente gráfico contrata las ventas y Ebitda de la empresa a (años móviles):



En el gráfico se muestra la evolución de la relación Ebitda sobre Ingresos de la compañía. Como se aprecia, en los tres últimos trimestres la empresa ha logrado revertir la tendencia a la baja de la relación, lo que acompañado al aumento consistente en los ingresos, permite observar una generación de Ebitda altamente estable durante los últimos cinco años, reflejo del mercado regulado donde opera la compañía.

Los Gastos de Administración y Ventas (GAV) sobre Ingresos, han disminuido levemente, principalmente a la mayor escala que ha alcanzado la compañía y pasaron a ser el 6,0%, en comparación al 6,1% que representaban en el año móvil terminado a junio de 2008.

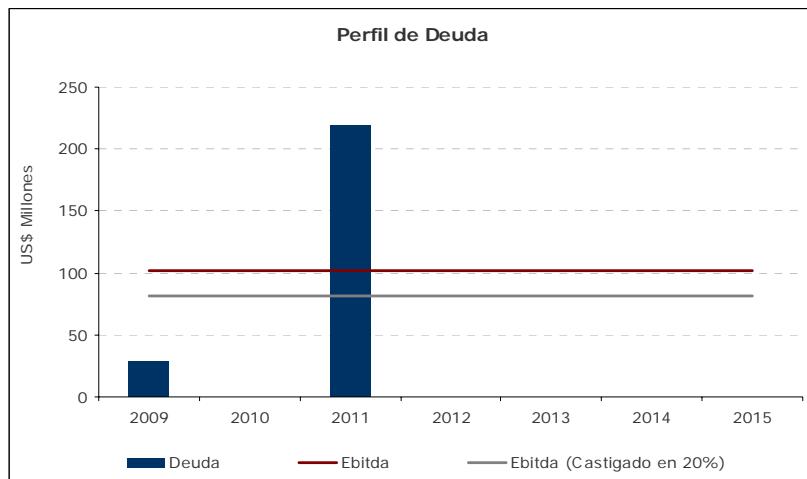


### Evolución del Endeudamiento Financiero

La compañía posee deuda financiera a la fecha exclusivamente con Bancos en el extranjero y nominada en dólares. Además posee dos líneas d bonos por un monto máximo a color en su

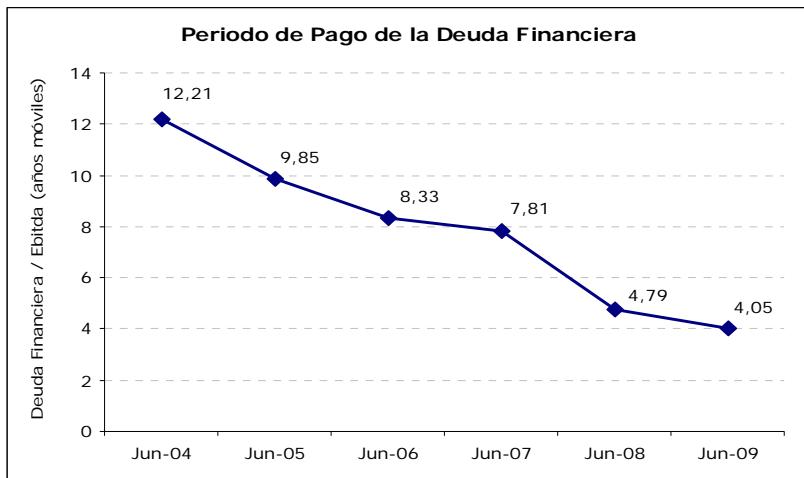
primera emisión por en torno a US\$ 250 millones, las cuales serían utilizadas para prepagar la deuda bancaria. Por lo anterior, el actual análisis se realiza sobre la deuda actual de la compañía, pese a que la compañía posee margen para ampliar de manera significativa el tamaño de su deuda, en cuyo caso la clasificación de riesgo tendría que ser revisada.

En términos de perfil de pago de la actual deuda, la amortización de préstamo está contemplada para el año 2012, lo que si bien es ajustado en comparación al actual Ebitda de la compañía, posee en opinión de **Humphreys** una alta probabilidad de ser refinanciado ya sea a través de las actuales líneas de bonos como por otro crédito bancario. A continuación se muestra la relación entre el perfil de pago de la compañía y su actual Ebitda:



Por otra parte, el endeudamiento relativo de Chilquinta – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – ha disminuido durante los últimos cuatro años de manera consistente, a pesar del menor crecimiento exhibido por el Ebitda de la compañía.

A junio de 2009 la empresa disminuyó 3,8% la deuda financiera con respecto a junio de 2008, llegando a \$ 119 mil millones, cifra inferior a los \$ 124 mil millones que registró a igual mes de 2008. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).



Parte de la disminución registrada en el pasivo financiero de largo plazo, se debe a que el mismo se encuentra tomado en dólares, por lo que la apreciación del Peso frente a la moneda norteamericana ha repercutido en un menor nivel de deuda consolidado para la compañía.

*"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"*