



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebensperger@humphreys.cl

Chilquinta Energía S.A.

Agosto 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo y Contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AA Estable
Otros Instrumentos	No Hay
EEFF base	30 de marzo de 2010

Estado de Resultados Consolidado *					
Cifras en M\$ de marzo 2010	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	187.725.341	202.952.438	253.547.617	301.112.316	293.478.099
Costo Exploración	-132.032.618	-145.434.984	-196.396.656	-240.554.308	-229.136.419
Gasto Admin. y Venta	-18.816.764	-20.001.770	-20.989.333	-20.150.197	-19.844.696
Resultado Operacional	36.875.959	37.515.684	36.161.628	40.407.812	44.496.984
Resultado No Operacional	4.416.691	-22.582.079	3.595.792	-93.743.585	-14.920.974
Gastos Financieros	-16.066.170	-15.032.555	-13.841.355	-9.660.201	-19.069.118
Utilidad Neta	33.121.081	8.905.665	29.968.951	-35.510.619	21.792.796
EBITDA	44.761.868	46.240.668	45.497.893	50.855.846	53.906.415

Balance General Consolidado *					
Cifras en M\$ de marzo 2010	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	57.484.990	77.294.841	105.449.432	115.692.686	147.895.225
Activo Fijo	232.520.731	237.070.908	240.848.640	162.514.880	165.174.541
Otros Activos	159.581.586	146.836.765	135.534.370	128.530.240	113.219.496
Total Activos	449.587.307	461.202.514	481.832.442	406.737.806	426.289.262
Pasivo Circulante	38.134.627	37.433.623	114.956.497	59.165.814	45.414.755
Pasivo Largo Plazo	204.242.057	207.117.231	119.754.340	135.438.311	146.690.510
Interés Minoritario	11.991.006	12.526.378	13.096.917	13.592.495	13.920.060
Patrimonio	195.219.617	204.125.281	234.024.688	198.541.186	220.263.937
Total Pasivos	449.587.307	461.202.514	481.832.442	406.737.806	426.289.262
Deuda Financiera	195.448.810	198.858.110	172.751.333	137.311.180	137.290.760

Estado de Resultados Consolidado IFRS		
M\$ de Marzo 2010	Ene-Mar 2009	Ene-Mar-2010
Total Ingresos Ordinarios	84.951.803	62.885.801
Total Costo de Venta	-68.458.215	-49.128.360
Gastos de Administración	-4.552.406	-4.957.991
Resultado Operacional	13.009.415	9.640.740
Gastos Financieros	-2.591.002	-1.412.684
Ganancia atribuible a los accionistas	16.347.164	9.452.138
EBITDA	15.591.358	11.540.454
Balance General Consolidado IFRS		
M\$ de Marzo 2010	31 Dic 2009	31Mar 2010
Activos Corrientes	147.940.957	161.173.526
Activos No Corrientes	312.362.000	308.577.785
Total de Activos	460.302.957	469.751.311
Pasivos Corrientes	46.598.860	51.283.590
Pasivos No Corrientes	159.207.934	158.045.988
Total de Pasivo	205.806.795	209.329.578
Patrimonio Neto Total	254.496.162	260.421.733
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	460.302.957	469.751.311

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 Biobío- 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 a unos 493 mil clientes en la Región de Valparaíso y a 90 mil en las regiones del Maule y Biobío, lo que la convierte en la mayor distribuidora de la V Región y en el tercer actor a nivel nacional en ventas de energía y en el cuarto en términos de número de clientes.

Durante 2009 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 577 millones, un EBITDA de US\$ 106 millones, teniendo a marzo de 2010 una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 265 millones compuesta exclusivamente por bonos, con un nivel de activos de US\$ 896 millones.

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

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 negocio 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 los flujos del emisor 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 \$ 38 mil millones al año para responder a una deuda en torno a los \$ 137 mil millones, constituida en su totalidad por bonos con vencimientos en 2014 y 2030. Con ello, dada la estructura financiera esperada, la empresa 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) y las complicaciones en la suscripción de contratos de suministro eléctrico.

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.

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 Categorías 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 económica factible en lo relativo a los clientes regulados, que componen la mayor parte de la base de clientes del emisor. Estas concesiones son de carácter indefinidas, lo que otorga una alta seguridad a la continuidad de operaciones de las distribuidoras eléctricas.

Flujos futuros relativamente predecible: 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 el periodo 2004-2009), pero estable, con baja exposición a los períodos recesivos (dado su carácter de primera necesidad). Si bien en 2009 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 la base de clientes: Dentro del total de clientes a los cuales abastece la compañía en la V Región, un 92,1% corresponde a residenciales (en torno a 454 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 distribuidora cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presentan cuentas impagadas 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.

Complicaciones en procesos de licitación de suministro: La normativa que regula a las distribuidoras eléctricas contempla que a partir del 1 de enero de 2010 todas ellas deben contar con suministros eléctricos licitados a las generadoras de energía, con el objetivo de asegurar la provisión. Con todo, un escenario en que ninguna generadora se presenta a la licitación, si bien no comprometería el suministro de energía, sí podría generar inestabilidad y menor certeza en los costos proyectados de la compañía.

Hechos Recientes

Durante 2009 los ingresos de **Chilquinta** cayeron un 2,5%, hasta \$ 292.836 millones, lo que es consecuencia de la baja de 1% en las ventas físicas de energía y sus menores precios, y de la ausencia de venta de gas. Las ventas sólo de potencia y energía crecieron un 0,9%, representando un 94,8% del total de ingresos, subiendo desde el 91,6% de 2008, principalmente por la no existencia de ventas de gas por la enajenación ese año de la filial Energas. Los costos de explotación, en tanto, se redujeron en un 4,7%, aunque si se considera únicamente el costo de energía, disminuyeron en sólo un 1,1%.

Como consecuencia de los cambios anteriores, el margen de explotación creció en un 6,2%, hasta \$ 64.201 millones, pasando desde 20,1% a 21,9% de los ingresos. Los gastos de administración y ventas, por su parte, disminuyeron 1,5%, ubicándose en \$ 19.801 millones. De este modo, el resultado operacional de 2009 fue de \$ 44.400 millones, lo que implica un alza de 10,1%, representando el 15,2% de los ingresos (13,4% en 2008).

En términos no operacionales, el resultado se ve muy favorecido por la no existencia de la pérdida contable experimentada en 2008 por la venta de la filial de distribución de gas natural, Energas, pasándose así desde un resultado negativo de casi \$ 94 mil millones a una pérdida de \$ 15 mil millones. Como consecuencia del prepago de la deuda bancaria, que significó el pago de una comisión por este concepto, los gastos financieros se elevaron en un 97% hasta \$ 19.027 millones. Los cargos por corrección monetaria y diferencias de cambio pasaron desde una pérdida conjunta de más de \$ 21 millones a una ganancia de casi \$ 7 mil millones.

La utilidad del ejercicio de 2009 fue de \$ 21.745, un contraste con la pérdida de \$ 35.433 de 2008. El EBITDA creció un 6% hasta \$ 53.788, lo que se explica por la mejora en los márgenes operacionales y de explotación.

En el primer trimestre de 2010, ya bajo el esquema IFRS, los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron los \$ 62.886 millones, una disminución de 26%, explicada principalmente por la aplicación de las nuevas tarifas de energía y de subtransmisión y por el menor consumo a consecuencia de los efectos del terremoto del 27 de febrero. Las ventas de energía representaron un 95,3% de los ingresos (baja de 24,7% interanual), los servicios un 4%, y las ventas de *retail* (electrodomésticos) un 0,7%. Al llegar a \$ 49.128 millones, los costos de venta cayeron un 28,2%, implicando que el margen de explotación cayera a \$ 13.757 millones, pero pasando desde el 19,4% al 21,9% de los ingresos. Si se toma solamente la compra y venta de energía, el margen de explotación cayó un 11,7% en términos absolutos (llegando a \$ 16.875 millones), pero mejorando su relación con los ingresos desde un 24% hasta un 28,2%.

Los gastos de administración se incrementaron en 8,9% alcanzando los \$ 4.958 millones, mientras que los costos financieros bajaron en 45,5%. El resultado del ejercicio, en tanto, se contrajo en 43%, llegando a \$ 9.054 millones, explicado por el menor resultado operacional y por mayores diferencias de cambio. Finalmente, el EBITDA del primer trimestre de 2010 fue de \$ 9.641 millones, disminuyendo en 25,9% con respecto a igual trimestre de 2009.

Cabe destacar que el 5 de noviembre de 2009 la empresa colocó bonos por un total de UF 6,5 millones, divididos en 1,7 millones en la serie A con vencimiento en 2014 y 4,8 millones en la serie B con vencimiento en 2030, ambos bajo la modalidad *bullet*. Con los recursos obtenidos en esta colocación, **Chilquinta** prepago completamente la deuda bancaria que tenía con JP Morgan Chase Bank y el Banco de Chile.

El 21 de junio de 2010, la empresa informó que Sempra Energy Internacional Holdings B.V. (co-controlador) transfirió su participación en **Chilquinta** a la sociedad relacionada Inversiones Sempra Chile Holdco Limitada, para efectos de una reorganización de su vehículo de inversión en Chile.

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 la energía eléctrica de un bien de primera necesidad, 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 con 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 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 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%

Propiedad

Al 30 de marzo de 2010 la propiedad de Chilquinta, así como su estructura de sociedades filiales, se distribuía 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%

AEI es un grupo especializado en el sector energía de países emergentes. Participa en los negocios de generación y transmisión eléctrica; servicios, transporte y distribución de gas natural, y distribución de combustibles a consumidores. Actualmente posee operaciones en 19 países, con una capacidad instalada de 2.276 MW, 195 mil kms de líneas de transmisión eléctrica y atiende en torno a 7,4 millones de clientes. Dentro del negocio específico de distribución eléctrica, AEI tiene operaciones en seis países de Latinoamérica, siendo Brasil la más grande ya que representa sobre la mitad de los clientes atendidos en la región. La clasificación de solvencia del grupo es B1 en escala global.

Por su parte Sempra Energy es un grupo empresarial también 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 Argentina, y de distribución eléctrica en Perú. La compañía posee 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 Primera y la Segunda regiones. Consta de seis empresas. La generación es en casi 100% termoeléctrica, la capacidad instalada alcanzaba a 3.572 MW en 2009.
- Sistema Interconectado Central (SIC): Desde Taltal hasta la Décima Región. Operan 20 empresas. La generación es 59% hidroeléctrica y 41% termoeléctrica. 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 51,5 MW de potencia instalada y la generación es 25% termoeléctrica, 70% hidroeléctrica y 5% 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

A través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva, 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 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 el promedio ponderado de los precios de los suministros contratados, pudiendo contemplar precios nudo de corto plazo (fijado 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 los de largo plazo (resultantes de las licitaciones de las distribuidoras con las generadoras).

Los precios a clientes cuentan con indexaciones según distintos parámetros 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 Comisión Nacional de Energía (CNE). Además, los clientes regulados deben pagar los cargos por transmisión y subtransmisión eléctrica y el VAD (valor agregado de distribución), que representa los costos de capital y funcionamiento de las distribuidoras.

En la actualidad, Chilquinta cuenta con contratos de suministro eléctrico por un total de 2.568 GWh al año (la demanda de 2009 fue de 2.280,9 GWh), de los cuales 1.719 están contratados con Endesa y el resto con Gener, teniendo asegurado a través de ellos la provisión de energía por los próximos quince años.

Cientes

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

Clientes regulados: Conformados por las compañías distribuidoras. Para los clientes regulados, 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 Comisión Nacional de Energía (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, Aes Gener, etc.). 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.

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 Centros de Despacho Económico de Carga (CDEC).

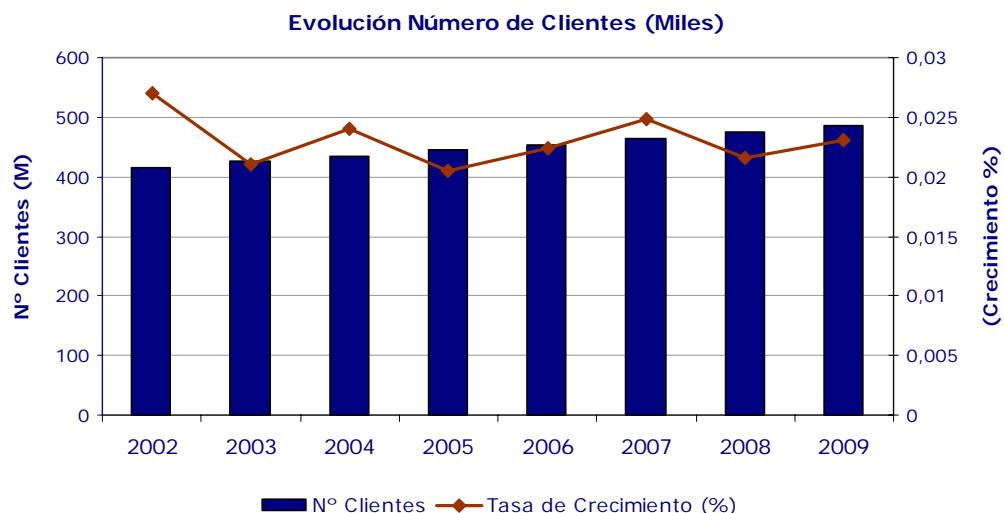
Distribución: Los sistemas de distribución están constituidos por las líneas, subestaciones y equipos que permiten prestar el servicio de abastecimiento de electricidad hacia los consumidores finales, localizados en cierta zona geográfica explícitamente limitada. Estas empresas operan bajo un régimen de concesión de servicio público de distribución, con obligación de servicio y con tarifas reguladas para el suministro a clientes regulados.

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.

En término de clientes, los ingresos de la compañía están focalizados básicamente en el sector regulado, y principalmente del sector residencial, que abarca cerca del 30% de las ventas físicas de energía de la compañía, y cerca del 35% de las ventas valoradas. El sector industrial aporta alrededor de un 25%, tanto de las ventas físicas como valoradas, mientras que al comercial se vende poco menos del 20%, medido de ambas maneras. Finalmente, el sector agrícola significa aproximadamente un 8% de las ventas.

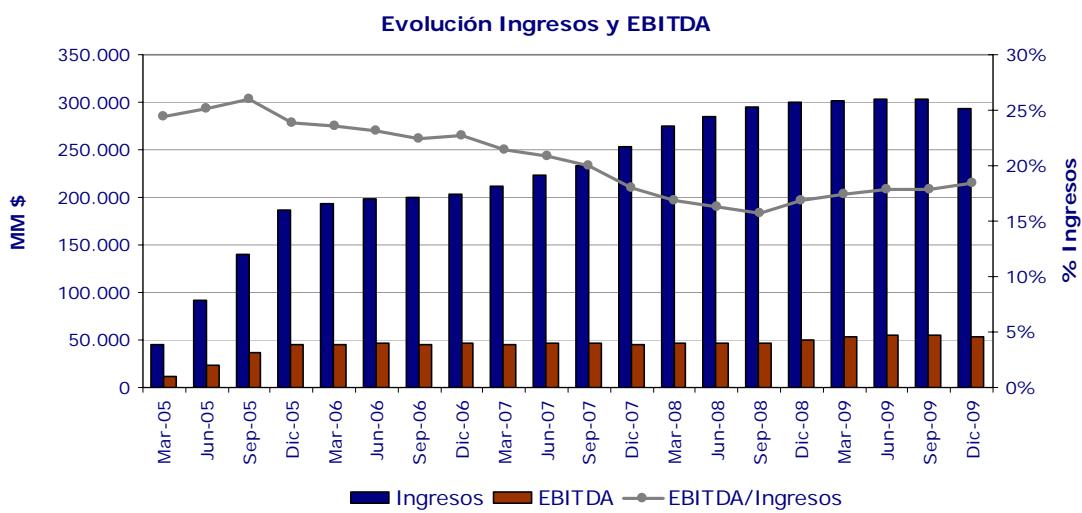
Al 30 de junio de 2010, **Chilquinta** atiende a 493 mil clientes de los cuales el 92% corresponde a clientes residenciales y el porcentaje restante a clientes libres. La base de clientes ha mostrado un crecimiento anual compuesto del orden de 2,3% para los últimos cinco años.



Evolución Financiera

Evolución ingresos

Los ingresos de la compañía han tenido una tendencia al alza a lo largo del tiempo, lo cual es resultado tanto de la creciente base de clientes como de las mayores tarifas eléctricas. Por otra parte, el EBITDA como proporción de los ingresos tuvo una sostenida baja hasta finales de 2007, lo que se ha revertido desde entonces, alcanzándose una estabilización en torno al 17%-18% desde entonces. En términos absolutos, sin embargo, el EBITDA ha tenido una evolución bastante estable, como consecuencia de operar en un mercado regulado. El siguiente gráfico muestra la evolución de estas variables desde 2005¹:

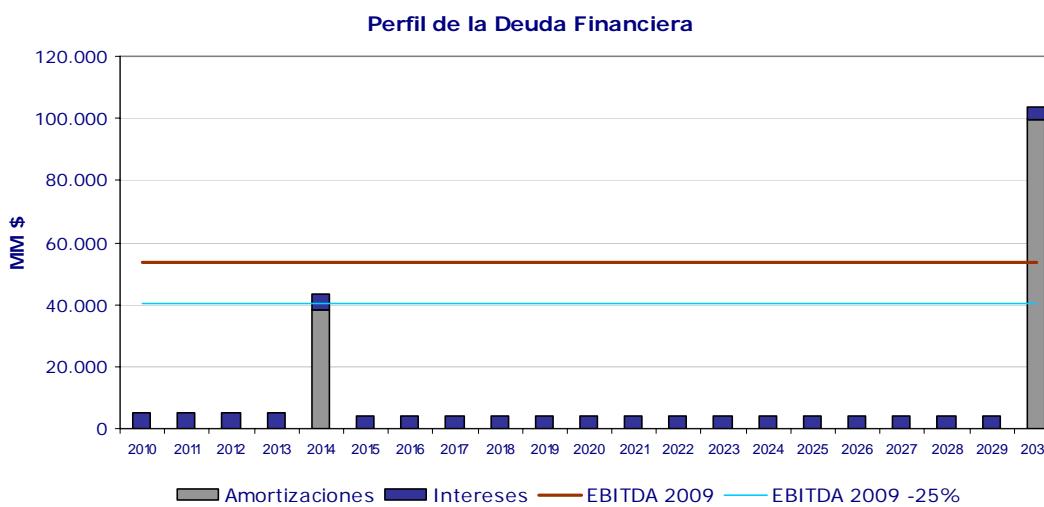


¹ Los valores mostrados para los ingresos y el EBITDA corresponden a años móviles de los últimos cuatro trimestres. En los hechos importa el valor absoluto del EBITDA y no su relación con los ingresos, por cuanto ésta se altera según el precio de la energía, pero no necesariamente afecta el flujo de caja de la compañía.

Evolución del endeudamiento financiero

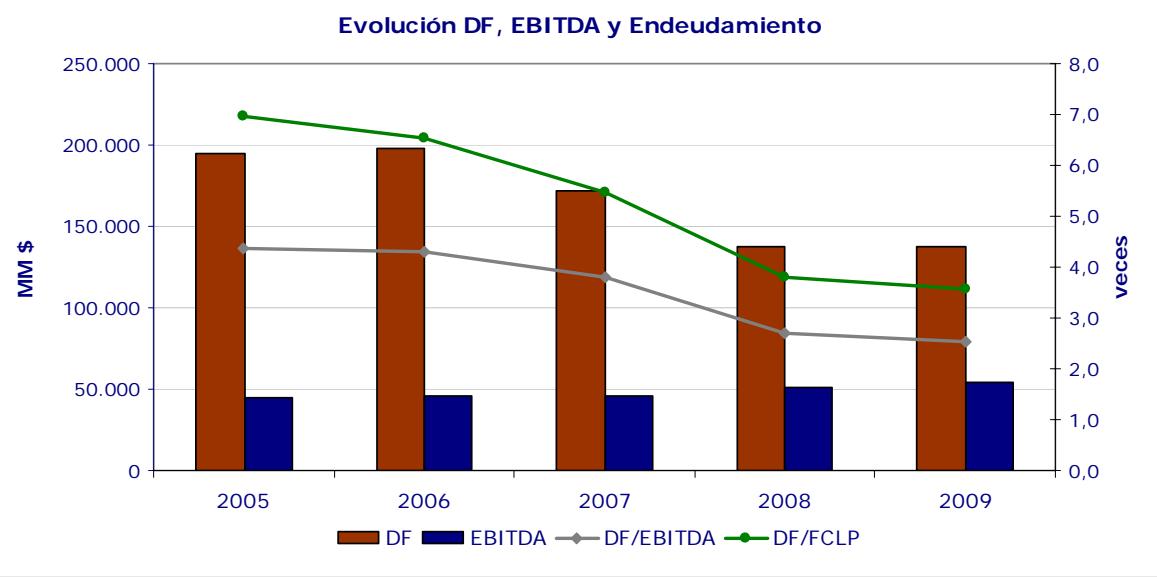
A la fecha, la única deuda financiera que posee **Chilquinta** corresponde a los bonos emitidos en octubre de 2009, los que a marzo de 2010 poseían un valor par de poco más de \$ 139 mil millones (alrededor de US\$ 265 millones).. Los recursos captados con la colocación de estos instrumentos sirvió para 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 bastante ajustado en relación al EBITDA generado en 2009 y probablemente al que generaría en ese año, aunque, en opinión de **Humphreys**, 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 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 desde 2005 de manera consistente, a pesar del menor crecimiento exhibido por el EBITDA de la compañía, lo que se debe a la disminución de la deuda ocurrida entre 2006 y 2008 (ocurrida en parte por la baja del tipo de cambio que disminuyó el valor en pesos de la deuda) y al incremento del EBITDA en los dos últimos años.

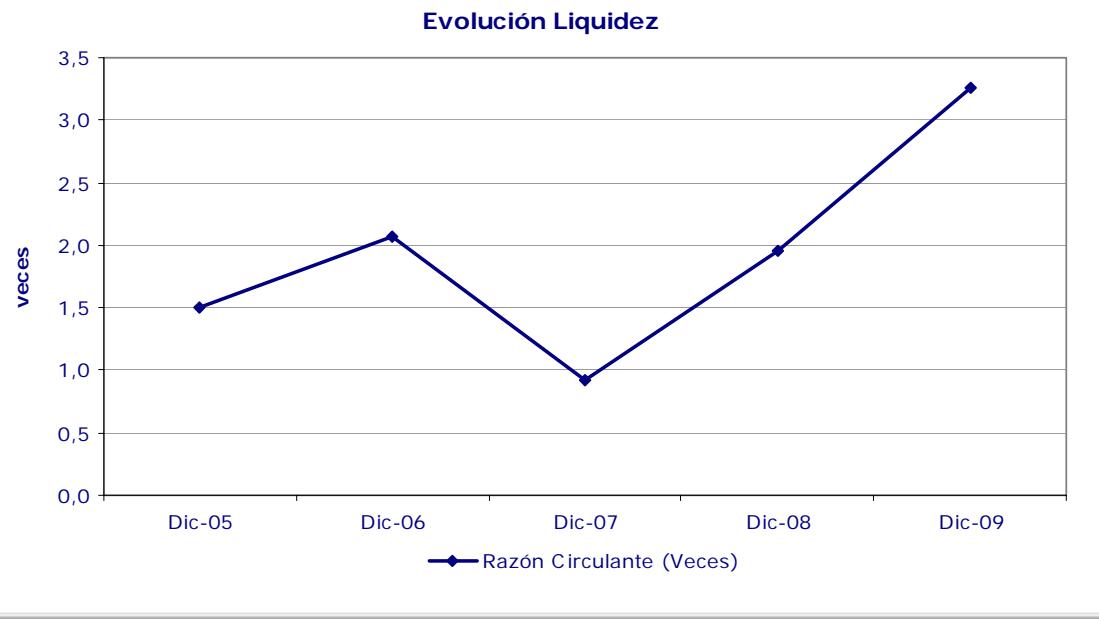
En el siguiente gráfico, se observa la evolución de la deuda financiera, el EBITDA y el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa, medido como deuda financiera sobre Ebitda y como deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo²:



² Medida del flujo de caja de la empresa que indica el flujo disponible para inversión, amortizaciones e intereses, luego del pago de impuestos.

Evolución de la liquidez

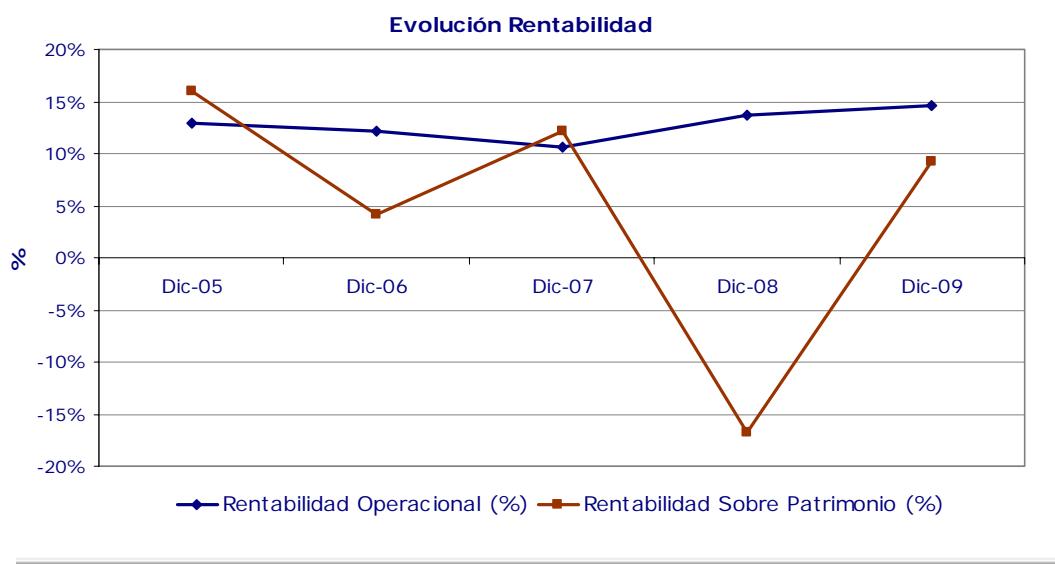
La compañía en general ha mantenido una liquidez adecuada, en general de valores sobre uno, aumentando fuertemente a diciembre de 2009 producto de los recursos obtenidos de la colocación de los bonos. Durante 2010 los pagos por deuda financiera corresponden sólo a intereses, por un total de \$ 5.200 millones aproximadamente, perfectamente abordables con la generación operativa de la compañía.



Evolución de la rentabilidad³

Considerando la estabilidad del negocio, la rentabilidad operacional de **Chilquinta** ha sido relativamente constante en los últimos cinco años, aunque ha tendido a aumentar en los últimos tres producto de que, pese al aumento de escala de la empresa, los gastos de administración y ventas han permanecido muy estables en torno a los \$ 20 mil millones, incluso bajando levemente.

La rentabilidad del patrimonio, por el contrario, ha mostrado fuertes oscilaciones que han tenido su origen en los cambios en la utilidad del ejercicio cuyo origen están en las variaciones en los costos financieros, en las diferencias de cambio, en la corrección monetaria, y en 2008 principalmente por la pérdida obtenida en la venta de la filial Energas.



"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"

³ La rentabilidad operacional corresponde al resultado operacional sobre activos circulantes y activo fijo promedios, mientras que la rentabilidad del patrimonio es el resultado del ejercicio sobre patrimonio más interés minoritario promedios.

Anexo:
Antecedentes de los instrumentos

Antecedentes Bonos	
Línea de Bonos a 10 años	Nº 549 16.09.2008
Serie A	09.10.2008
Monto colocado	UF 1.800.000
Plazo	5 años
Tasa de Carátula	2,75% anual
Línea de Bonos a 30 años	Nº 550 16.09.2008
Serie B	09.10.2008
Monto colocado	UF 4.700.000
Plazo	21 años
Tasa de Carátula	4,25% anual

Covenants

Para la emisión de las series A y B de la línea N° 549, 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 2010, el covenant se cumplía con un valor de 0,12 veces.