



Chilquinta Distribución S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Patricio Del Basto A.
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
patricio.delbasto@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Julio 2023

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  [@humphreyschile](https://twitter.com/humphreyschile)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	Marzo 2023 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 550 de 16.09.2008
Serie B (BCQTA-B)	Primera emisión

Estados de Resultados Individuales IFRS						
MM\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos de actividades ordinarias	355.160	388.394	379.968	285.974	291.134	97.092
Costos de Venta	-272.358	-283.229	-292.392	-226.308	-235.566	-83.546
Ganancia Bruta	82.802	105.165	87.576	59.666	55.568	13.546
Gastos de administración	-34.581	-37.833	-42.757	-37.078	-37.022	-10.077
Otros ingresos, gastos y ganancias	4.652	6.221	153.418	7.735	7.626	2.401
Resultado Operacional	52.874	73.553	198.238	30.324	26.171	5.870
Gastos Financieros	-6.824	-7.116	-12.695	-10.279	-8.627	-2.195
Ganancia	31.376	48.073	184.445	16.781	2.360	1.754
EBITDA	65.561	89.989	218.697	42.473	36.035	8.426

Estados de Situación Financiera Individuales IFRS						
MM\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos corrientes	119.622	135.905	183.157	93.221	104.841	99.705
Activos no corrientes	648.550	714.740	1.336.209	283.381	418.391	421.668
Total activos	768.173	850.645	1.519.366	376.601	523.232	521.373
Pasivos corrientes	102.008	114.064	231.083	70.100	70.033	64.399
Pasivos no corrientes	220.840	201.159	667.177	167.855	307.441	309.988
Total Pasivos	322.849	315.222	898.260	237.956	377.474	374.387
Patrimonio	445.324	535.422	621.106	138.646	145.758	146.986
Total patrimonio y pasivos	768.173	850.645	1.519.366	376.601	523.232	521.373
Deuda Financiera	130.094	135.611	297.901	146.592	165.977	169.826

¹ Desde agosto de 2021 a la fecha los estados financieros exhiben información relativa a **Chilquinta Distribución**, mientras que anterior a la fecha mencionada corresponde a información relativa al grupo Chilquinta consolidado.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Chilquinta Distribución S.A.² (Chilquinta) es una empresa cuyo objeto principal es la distribución de energía eléctrica en su área de concesión (distribuye energía eléctrica a las provincias de Valparaíso, Marga Marga, Quillota, San Felipe, Los Andes y San Antonio), tarea que posterior a su reorganización realiza en forma directa³. En la actualidad, la compañía atiende a más de 653 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 el segundo trimestre de 2021, la compañía llevó a cabo un proceso de reorganización, dada la normativa legal que exige giro único a las empresas distribuidoras eléctricas. A partir de este proceso, la entidad que antes era Chilquinta Energía S.A. se dividió en cinco empresas, de las cuales **Chilquinta Distribución S.A.** corresponde a la sucesora que mantiene las operaciones de distribución de energía. No obstante, para aprobar la división, durante la junta extraordinaria de accionistas se acordó que las sociedades sean solidariamente responsables por el cumplimiento íntegro y oportuno de las obligaciones de la entidad, respecto de los Bonos emitidos en virtud del contrato de emisión de línea de bonos suscrito entre Chilquinta Energía S.A., como emisor, y Banco BICE, como representante de los tenedores de bonos, así como de otras obligaciones de corto plazo aprobadas por el Directorio de la sociedad.

En el presente informe se considera la condición de solidaridad por parte de las sociedades frente al cumplimiento de pago de las respectivas obligaciones financieras.

Durante 2022, la empresa generó ingresos por aproximadamente \$ 291.134 millones, con un EBITDA de \$ 36.035 millones. Al 31 de diciembre de 2022 registró una deuda financiera que alcanzaba \$ 165.977 millones, con un nivel de activos de \$ 523.232 millones y patrimonio por \$ 145.758 millones. Asimismo, el primer trimestre de 2023, la empresa generó ingresos por aproximadamente \$ 97.092 millones, con un EBITDA de \$ 8.426 millones. En el mismo periodo registró una deuda financiera que alcanzaba \$ 169.826 millones, con un nivel de activos de \$ 521.373 millones y patrimonio por \$ 146.986 millones.

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 experiencia, solvencia y tamaño del grupo controlador, la elevada atomización de su base de clientes, y los bajos niveles de incobrabilidad,

² Anteriormente, Chilquinta Energía S.A.

³ Previo a la reorganización realizaba sus operaciones de forma directa e indirecta a través de las entidades que eran sus filiales (Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Luzlinares S.A. y Luzparral S.A.) y adicionalmente, participaba en el negocio de transmisión de energía, a través de la Compañía Transmisora del Norte Grande y de las compañías Eletrans, Eletrans II y Eletrans III, de las cuales adquirió la totalidad de la base accionaria durante 2020.

producto de una legislación que permite el corte de suministro a los clientes impagos (no obstante, en la pandemia por Covid 19 se promulgaron leyes que han permitido la postergación del pago de los servicios básicos, entre ellos, la electricidad, lo que si bien ha impactado en los niveles de incobrabilidad; que a la fecha se han ido regularizando, en opinión de la clasificadora, se tratarían de disposiciones motivadas exclusivamente por lo excepcional de la contingencia y no responderían a políticas públicas de largo plazo).

Adicionalmente, como se mencionó, la evaluación incorpora el hecho que para el pago de los bonos también se dispondría, si fuere necesario, de los flujos generados por las restantes empresas resultante de la división de Chilquinta Energía.

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 y, particularmente, en la fijación de tarifa (como por ejemplo el valor agregado de distribución), así como posibles sanciones que pueda recibir la compañía en caso de que existan deterioros en la calidad de servicio, situación que podría ocurrir en caso de que la autoridad establezca criterios más estrictos, o bien una mayor tasa de reclamos por parte de los usuarios.

Adicionalmente, dado el perfil de pago de la deuda (bono con estructuración *bullet*), la compañía está expuesta al riesgo de refinanciamiento en el año 2030. No obstante, el riesgo se morigerá en consideración de la generación de flujos de largo plazo hasta la fecha del pago, y la adecuada posición crediticia de la matriz directa y de la corporación china controladora del grupo, y por el tamaño e importancia internacional de esta última.

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 el endeudamiento relativo de la compañía y que, a su vez, se estime que este sea suficientemente estable en el mediano plazo. En contraposición, 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.

En términos de ESG⁴, si bien la sociedad no cuenta con un área de sostenibilidad, ha llevado a cabo diversas iniciativas por medio de instancias internas y de colaboración con otras instituciones de modo que en 2023 obtuvo distinción de parte de la Cámara Chilena de la Construcción "Sello Pro" que reconoce la excelencia, cuidado del medio ambiente, bienestar de los trabajadores, trato justo hacia los proveedores y la calidad de vida de las comunidades. Asimismo, destaca en términos sociales el premio "Mujer Empresa", entregado por la Asociación de Empresas de la V Región (ASIVA) por impulsar la equidad de género al interior de la Organización y los talleres de integración digital las capacitaciones de Instalaciones eléctricas domiciliarias. En lo que respecta a gobernanza, la firma cuenta con un modelo de prevención de delitos.

⁴ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad.

Resumen Fundamentos Clasificación**Fortalezas centrales**

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Apoyo de la matriz.

Riesgos considerados

- Cambios en la legislación eléctrica (riesgo con bajo impacto, salvo presiones transitorias en la caja, dada institucionalidad chilena).
- Cambios en criterio de fijación de tarifas (riesgo con bajo impacto dada institucionalidad chilena).
- Exposición a sanciones por parte de los organismos supervisores (riesgo de baja incidencia).
- Riesgo de refinanciamiento.

Hechos recientes

Resultados diciembre 2022

En términos nominales, durante 2022 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 291.134 millones, lo que representó un alza de 1,8% respecto al registro de 2021, explicado, básicamente, por un aumento de los ingresos por venta de energía y servicios asociados a la distribución eléctrica. Asimismo, los costos de explotación se incrementaron en 4,1% con respecto a 2021, totalizando \$ 235.566 millones. Producto de lo señalado, el margen de explotación se redujo 6,9% a \$ 55.568 millones (\$ 59.666 millones en 2021), representando un 19,1% de los ingresos de la compañía (20,9% en 2021).

Los gastos de administración se mantuvieron estables, totalizando \$ 37.022 millones, en comparación a los \$ 37.078 millones obtenidos en 2021. Por su parte, el resultado de otros ingresos, gastos y ganancias disminuyó en 1,4% respecto al ejercicio anterior.

De esta manera, el resultado operacional totalizó \$ 26.171 millones, disminuyendo 13,7% respecto a 2021, representando como proporción del ingreso un 9,0% (en comparación a 2021 donde representó 10,6%).

La ganancia del ejercicio totalizó \$ 2.360 millones, equivalente a una disminución de 85,9% respecto de 2021. Finalmente, la compañía alcanzó un EBITDA de \$ 36.035 millones, lo que representa una caída de 15,2% respecto del registro del año anterior. Cabe mencionar, que las disminuciones y cambios abruptos porcentuales en los flujos mencionados (resultados y EBITDA) se explican principalmente por la reestructuración societaria llevada a cabo en agosto de 2021.

Primer trimestre de 2023

En términos nominales, durante el primer trimestre de 2023 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 97.092 millones, lo que representa un alza de 38,0% en comparación al mismo período del año anterior, que se explica, principalmente, por mayores ventas de energía. Asimismo, los costos de ventas totalizaron \$ 83.546 millones, con un alza de 52,9% respecto de igual trimestre de 2022.

En tanto, los gastos de administración aumentaron un 6,4%, respecto a igual periodo del año anterior, mientras que los otros ingresos, gastos y ganancias aumentaron en un 24,6%.

Considerando lo anterior, el resultado operacional exhibió un decrecimiento de 28,4% respecto de los primeros tres meses de 2022. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía cayó desde 11,6% en marzo de 2022 a 6,0% en marzo de 2023.

Finalmente, durante los primeros tres meses de 2023 la compañía tuvo una ganancia de \$ 1.754 millones, lo que es un 47,8% inferior a igual período de 2022. El EBITDA totalizó \$ 8.426 millones, lo que representa una disminución de 19,5% en comparación con igual período de 2022.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponden a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de 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.

Oportunidades y fortalezas

Condición de monopolio natural: El negocio eléctrico de **Chilquinta** se basa, 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 su base de clientes (aproximadamente 95,70% de sus ventas según los estados financieros a diciembre de 2022). Estas concesiones son de carácter indefinido, lo que otorga una alta seguridad a la continuidad de operaciones de las distribuidoras eléctricas.

Servicio de primera necesidad: El servicio que provee la compañía es una prestación que satisface necesidades básicas de la población, elemento que ha sido públicamente reconocido por las autoridades; de acuerdo con información emitida por el Ministerio de Economía Fomento y Turismo, existen ciertos

servicios como la generación, distribución y transmisión de energía que deben asegurar la continuidad de funcionamiento debido a su importancia para el abastecimiento básico de la población y su contribución a la salud, la seguridad nacional o a la economía del país.

Apoyo matriz: Actualmente la compañía es filial de State Grid International Development Limited, que corresponde a la subsidiaria que opera internacionalmente, y que es parte de State Grid (State Grid Corporation of China, SGCC), ambas empresas poseen "*Clasificación A+*" a nivel internacional.

Por su parte, State Grid Corporation es una empresa china de distribución eléctrica, controlada en más del 90% por la Comisión de Administración y Supervisión de Activos Estatales central de China, y el porcentaje restante por el Consejo Nacional del Fondo de Seguridad Social⁵. Esta entidad, es la red eléctrica más grande de China y se dedica a la construcción y operación de una red eléctrica que cubre 26 provincias, alcanzando cerca del 90% del país y una población de más de 1.100 millones. Asimismo, destaca el hecho de que la sociedad ocupó el tercer lugar en Fortune Global 500 en 2022 (según nivel de ingresos).

Cabe mencionar, que con los últimos datos disponibles de SGCC⁶ el patrimonio de **Chilquinta** representa menos del 0,1% del patrimonio de SGCC.

Flujos futuros relativamente estables y predecibles: el consumo de energía residencial y comercial, principal generador de flujos para **Chilquinta**, se ha mantenido relativamente estable en el tiempo (representando un 76,0% de las ventas en valor en 2022 y 74,0% en 2021), y con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad (a modo ilustrativo, entre 2018 y 2022 la demanda total de energía en monto y cantidad presenta un menor coeficiente de variación que el PIB per cápita). En consecuencia, 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.

Alta atomización de su cartera: dentro del volumen total de energía distribuida por la compañía, más del 90% del suministro (en términos de GWh) corresponde a clientes regulados, residenciales o comerciales. Como consecuencia de ello, se observa que la compañía no enfrenta riesgos significativos asociados al cese de pagos por parte de los consumidores. Adicionalmente, los 10 mayores clientes representan un 3,5% de los ingresos de actividades ordinarias y el mayor de ellos representa un aproximadamente un 0,8% de las ventas.

Bajos niveles de incobrabilidad: la ley faculta a las empresas distribuidoras a cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenten cuentas impagadas 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, más allá de la postergación de sus pagos como se exhibió en períodos de pandemia, que se estima excepcional.

Sin perjuicio de lo anterior, se reconoce el efecto negativo que generaron las medidas de postergación de pagos producto de la pandemia sobre el indicador estimación de incobrables sobre cuentas por cobrar, considerando que se mantuvo en torno al 5-6% entre 2016-2019, mientras que durante la contingencia sanitaria el *ratio* aumentó hasta 21,89% en 2021, respectivamente. No obstante, en marzo de 2023 se

⁵ Según información publicada por clasificadoras internacionales en 2023.

⁶ Según los últimos datos publicados por Fortune (datos de patrimonio disponible en 2021 y ganancias disponibles en 2021 y 2022).

exhibe cierta recuperación en la medición al alcanzar un 16,53%. En consecuencia, según la opinión de **Humphreys**, se espera que se mantenga esta tendencia a la baja hasta recuperar los valores de incobrabilidad de largo plazo en la medida que se regularizan las postergaciones.

Finalmente, también se reconoce que con la pandemia se incrementó la cantidad de asentamientos irregulares que, en algunos casos, permanecen conectados de manera irregular a las redes de distribución eléctrica.

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.

En relación a lo anterior, el 21 de diciembre de 2019 fue publicada la Ley 21.194, que, entre otros, mantiene constantes los precios asociados al valor agregado por concepto de costos de distribución que estaban siendo aplicadas a la fecha de publicación de la Ley. Con esto, las tarifas que se aplicarán hasta la publicación del nuevo decreto VAD, son las tarifas de diciembre 2019. Los saldos que resulten de la estabilización de la tarifa serán actualizados únicamente por el Índice de Precios al Consumidor e incorporados a las tarifas resultantes de los siguientes procesos de tarificación de los suministros a clientes regulados, realizados por las empresas concesionarias de servicio público de distribución.

En lo más reciente, en agosto de 2022 fue emitida la resolución exenta n°678 de la Comisión Nacional de Energía, que comunicó las bases técnicas preliminares para el "cálculo de las componentes del valor agregado de distribución, cuatrienio noviembre 2024-2028" y del "estudio de costos de los servicios asociados al suministro de electricidad de distribución". al respecto, según información de la memoria 2022, fueron emitidas observaciones a la comisión y se esperan las bases definitivas en 2023, al igual que la instancia de panel de expertos.

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 generación⁷.

⁷ En estos casos, la distribuidora deberá compensar al cliente final, y, posteriormente, exigir una compensación a la generadora.

Riesgo de Refinanciamiento: Dado el perfil de pago de la deuda con estructuración *bullet*, la compañía está expuesta al riesgo de refinanciamiento en 2030. No obstante, de acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, la actual capacidad productiva de la empresa le permite generar un EBITDA de \$ 33.996 millones (2023 anualizado), flujos que en términos acumulados no debiesen generar dificultades para el pago de intereses anuales por \$ 7.032 millones y del bono por \$ 167.205 millones en 2030. Adicionalmente, el riesgo se morigera en consideración de la adecuada posición crediticia tanto de la matriz directa como de la corporación china controladora del grupo.

Antecedentes generales

La compañía

Chilquinta es una compañía de distribución eléctrica que opera principalmente en la V región, siendo, a nivel país, la cuarta empresa de distribución en términos de ventas⁸. La compañía atiende a un importante porcentaje de los clientes residenciales, comercial y agrícolas de la región.

Actualmente la compañía es filial de State Grid International Development Limited, que corresponde a la subsidiaria que opera internacionalmente, y que es parte de State Grid, red eléctrica más grande de China que se dedica a la construcción y operación de una red que cubre 26 provincias, alcanzando cerca del 90% del país y una población de más de 1.100 millones

De conformidad a las modificaciones incorporadas por la Ley Corta a la Ley General de Servicios Eléctricos, las empresas concesionarias de servicio público de distribución deben tener giro exclusivo de distribución de energía eléctrica. Por consiguiente, en sesión de Directorio de fecha 30 de junio de 2021, el emisor aprobó el proceso de separación de los activos netos diferentes a los asociados a los de distribución eléctrica, que se encontraban operando dentro de la Sociedad. Dicha separación se realizó mediante una división corporativa, en virtud de la cual los activos y proyectos de distintos giros fueron asignados según su naturaleza a cuatro nuevas sociedades, más la continuadora legal Chilquinta Distribución S.A. (ex Chilquinta Energía S.A.), las cuales se detallan a continuación:

- Chilquinta Transmisión S.A., cuyo objeto será el desarrollo de actividades de transmisión o transporte de energía eléctrica.
- Chilquinta Energía S.A., la cual tendrá por objeto invertir y administrar su inversión en sociedades filiales y coligadas, que sean generadoras, transmisoras, distribuidoras o comercializadoras de energía eléctrica.
- Chilquinta Servicios S.A., la cual tendrá por objeto prestar toda clase de servicios y asesorías profesionales o técnicas en toda clase de materias.
- Enerquinta S.A., la cual tendrá por objeto comercialización y la prestación de servicios energéticos de todo tipo y la realización de inversiones en relación con ellos.

Adicionalmente, la nueva Chilquinta Energía corresponde a la entidad que consolida las empresas filiales que antes estaban ligadas a la actual **Chilquinta Distribución** (como por ejemplo las entidades Eletrans):

⁸ Memoria Anual 2022, Asociación Gremial de Empresas Eléctricas.

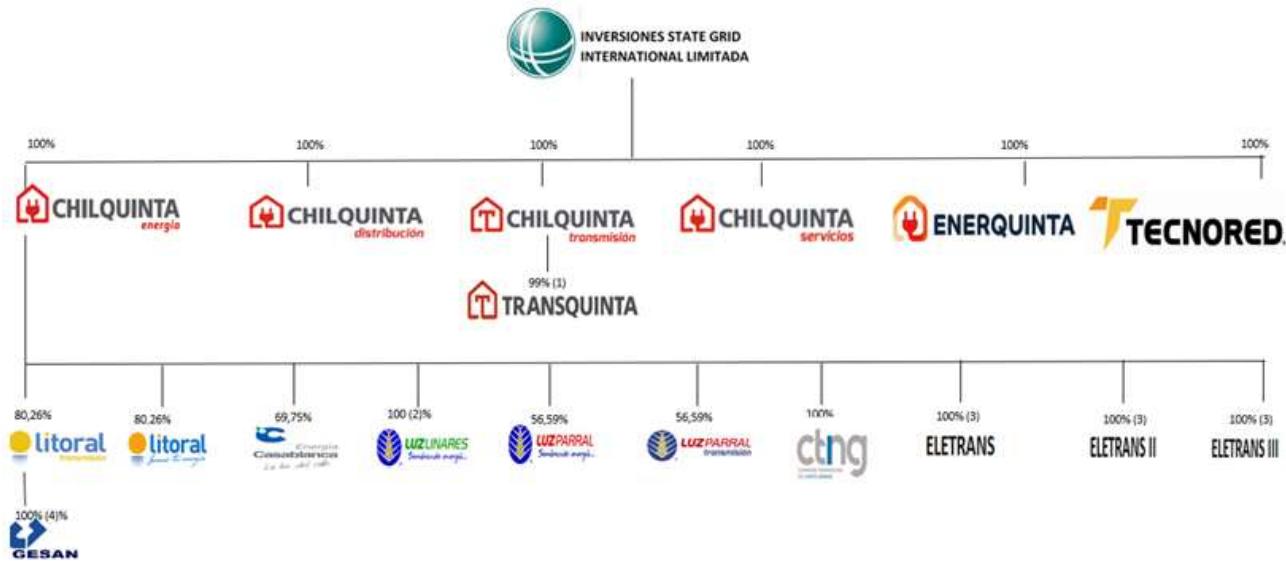


Ilustración 1: Estructura societaria

A diciembre de 2022 **Chilquinta** atendía una base de 653.364 clientes, lo cual representa un crecimiento anual promedio de 2,3% para el período 2018-2022.

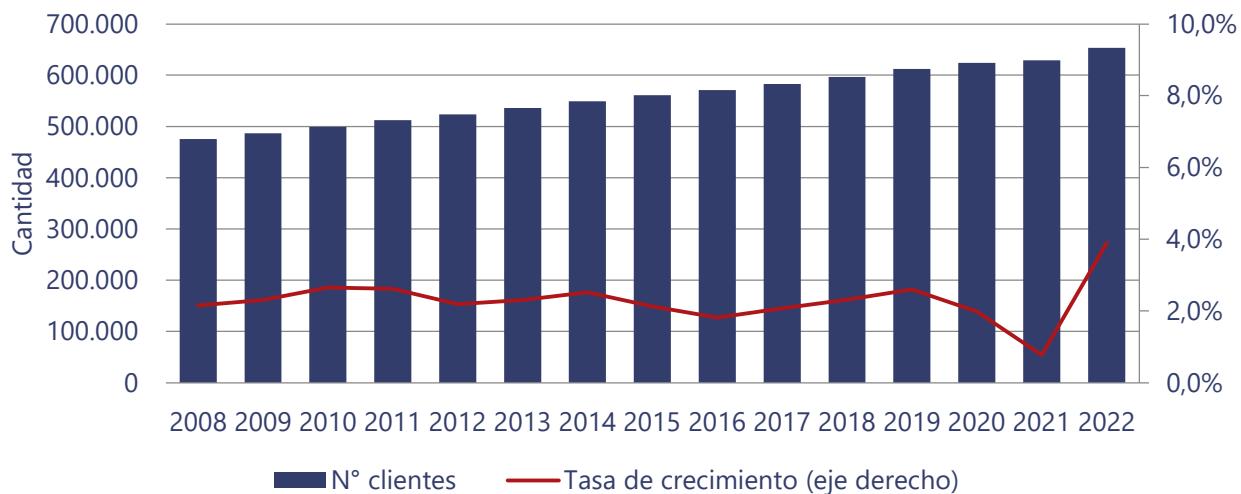


Ilustración 2: Evolución número de clientes

Descripción del mercado de distribución

Las compañías dedicadas a la distribución eléctrica operan bajo el sistema de concesiones que definen los territorios en los cuales cada compañía se obliga a servir a los clientes regulados bajo un régimen de *"price cap"* o tarifa máxima, conjugado con un modelo de empresa eficiente, fijado por la autoridad regulatoria. Dada las barreras de entrada del rubro, principalmente por el elevado requerimiento de capital para desarrollar la infraestructura de distribución eléctrica, las empresas distribuidoras operan con

características de monopolio natural en el mercado de los clientes regulados. Si bien la autoridad puede otorgar concesiones superpuestas, en la práctica no se incentiva que coexistan en un mismo territorio instalaciones pertenecientes a distintas distribuidoras, ya que las señales tarifarias impuestas por la autoridad regulatoria apuntan a un óptimo técnico-económico, es decir, no financian instalaciones de distribución que considere redundantes o innecesarias para cumplir con las exigencias impuestas a este servicio.

De esta manera, se establece que todo cliente conectado a las redes de la distribuidora, debe pagar el Valor Agregado de Distribución (VAD) por el uso de dichas redes, con independencia de la empresa que lo suministre.

De acuerdo a la ley N°21.194 de diciembre de 2019, la rentabilidad de las empresas de distribución se fija con un piso de 6% y un máximo de un 8%, y establece que para el proceso tarifario de distribución eléctrica se utilizará un estudio contratado por la Comisión Nacional de Energía, supervisado por un Comité, compuesto por integrantes del Ministerio de Energía, Comisión Nacional de Energía y empresas y cooperativas de distribución eléctrica. Además, establece que las empresas concesionarias de servicio público de distribución deben contar con giro exclusivo de distribución de energía eléctrica.

Los clientes que atiende **Chilquinta** pueden corresponder a regulados o libres:

Clientes regulados

Las tarifas que las empresas distribuidoras aplican a los clientes regulados se componen de la siguiente forma:

- Precio nudo: el precio a transferir a los clientes corresponde al precio definido en las licitaciones de suministros para la energía (precio de nudo promedio), manteniéndose el precio de la potencia a través de la definición del decreto de precios de nudo existente al momento de la licitación.
- Cargo por Transmisión: A los clientes regulados se les aplican cargos únicos por uso del sistema de transmisión nacional, zonal, para polos de desarrollo y dedicada, en proporción a sus consumos de energía.
- Valor Agregado de Distribución ("VAD"): Componente del precio que incluye el costo de capital de los activos de distribución adaptados a la demanda y valorizados al valor nuevo de reemplazo, costos de mantenimiento y operación de los sistemas, los costos por facturación y atención de clientes y las pérdidas eficientes en distribución. Todo lo anterior teniendo como referencia a una empresa modelo optimizada.

Clientes libres

Pertenecen actualmente a este grupo todos aquellos clientes con potencia instalada igual o superior a 5MW. Pueden optar a este segmento aquellos clientes que posean entre 0,5 MW y 5,0 MW, que ejerzan su opción de pertenecer a él, debiendo mantenerse en el segmento por un mínimo de cuatro años. La tarifa por energía cobrada a este tipo de demanda es pactada entre la empresa que suministra la electricidad y el cliente.

Adicionalmente, si estos clientes están conectados a las redes de distribución, deben pagar un peaje de distribución que corresponde al VAD de cada empresa junto con los peajes de transmisión que correspondan.

Composición de los flujos

La Ilustración 3 muestra la composición de los ingresos de actividades ordinarias trimestrales, entre marzo de 2018 y marzo de 2023. Se aprecia que las ventas de energía, que representaron un 92,4% de los ingresos durante el primer trimestre de 2020, caen a 86,8% en el mismo período de 2021, en tanto que los peajes y transmisión aumentan desde un 2,7% a 7,7%, debido a la consolidación de las firmas de transmisión Eletrans, Eletrans II y Eletrans III. No obstante, en 2022 la firma dejó de percibir ingresos no relacionados a la distribución (peajes y transmisión y otras ventas), en conformidad con la división societaria que afectó a la sociedad, por lo que las ventas de energía adquieren una importancia relativa de 94,8% en 2022 y 2023, siendo el monto restante explicado principalmente por servicios de peajes y construcción de obras y empalmes. Cabe mencionar, que en el último periodo, los ingresos por ventas de energía exhibieron un alza de 38,0% que se explica principalmente por un efecto precio en relación al volumen de físicos facturados, aplicación de decretos por VAD y por provisiones por el diferencial de pérdidas asociadas a la compra de energía efectuadas en el período.

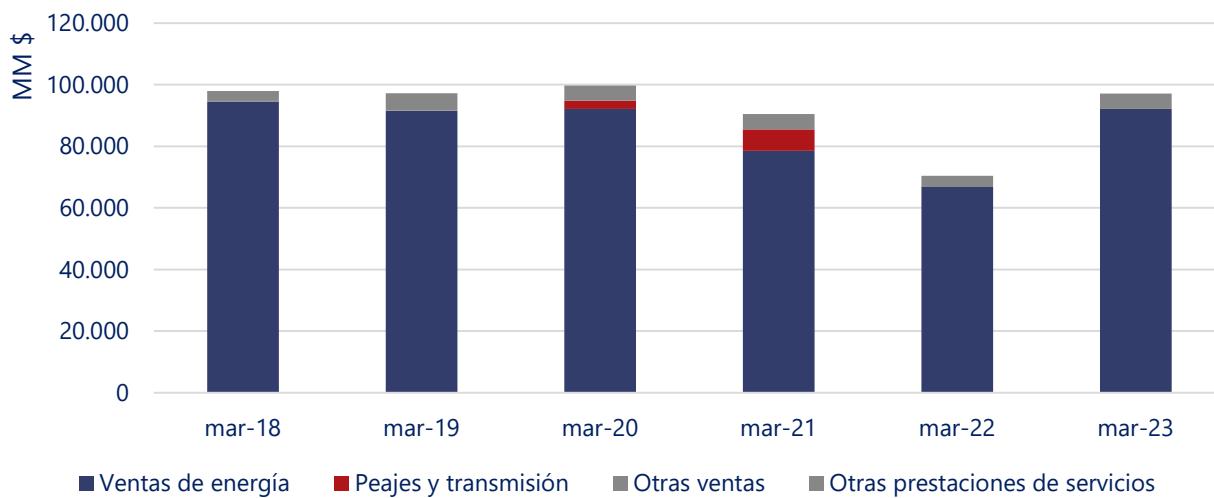


Ilustración 3: Ingresos de Actividades ordinarias

Por su parte, la Ilustración 4 muestra la descomposición de las ventas de energía para el período 2012-2022. Se aprecia que las provenientes de los clientes regulados han fluctuado en torno a los \$ 248 mil

millones en los últimos cinco años, en tanto que las provenientes de clientes libres se han mantenido en torno a los \$ 23 mil millones en el mismo periodo.

Cabe señalar que durante 2022 las ventas al sector regulado significaron el 91,4% de las ventas físicas (GWh), y alrededor del 94,3% de los ingresos.

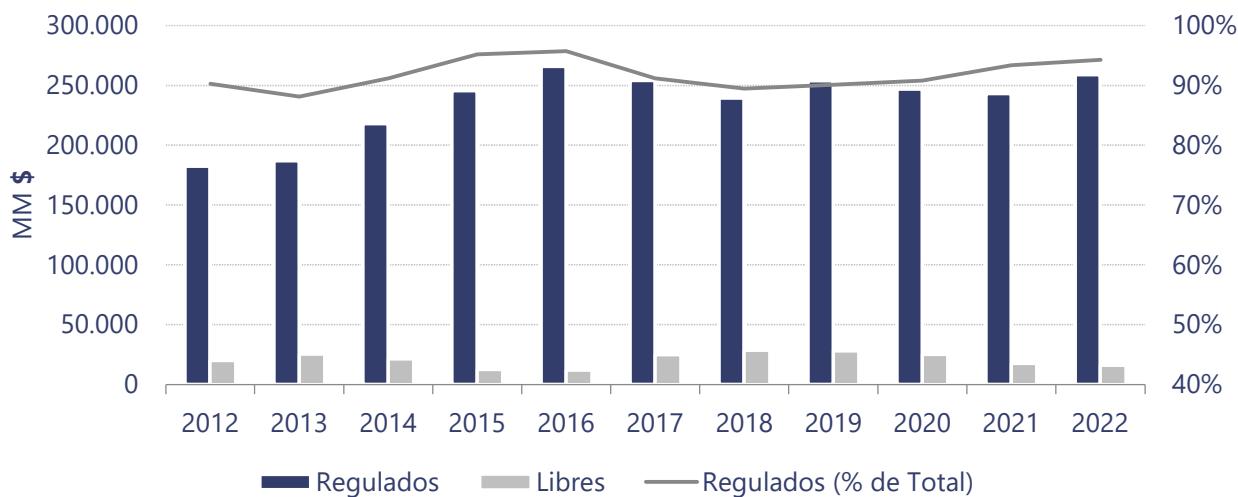


Ilustración 4: Ventas de Energía

Análisis financiero⁹

Evolución de ingresos y EBITDA

Como se observa en la Ilustración 5, en términos reales, los ingresos fluctuaron en torno a los \$ 475.000 millones entre 2018 y 2020, evidenciando un decremento en 2020 producto del menor consumo asociado a la pandemia. Posteriormente en 2021, los ingresos alcanzaron los \$ 340.190 millones (\$ 469.048 millones en 2020) lo que representó una baja de 27,5% en relación con el periodo anterior, que se explica principalmente por el efecto de la división societaria que afectó a la compañía y a la presentación de una posición individual desde agosto de 2021 (a partir de la legislación que estableció que sus operaciones se centraran exclusivamente en la distribución de energía). De esta manera, desde 2021 a la fecha (marzo 23 UDM), los ingresos se mantuvieron en promedio en torno a los \$ 324.000 millones.

Por su parte, el EBITDA exhibe una tendencia alcista entre 2018 y 2020, presentando un valor elevado en 2020 producto del reconocimiento de la ganancia atribuible a la combinación de negocios sobre la participación previa al momento de la toma de control de las filiales indirectas (Eletrans S.A., Eletrans II y Eletrans III S.A.). Lo anterior se revirtió en 2021 por la presentación de una posición individual de los estados financieros desde agosto de 2021 (explicado anteriormente), lo cual también repercutió en la baja de 2022, dada la base comparativa del año anterior que alcanzó a consolidar al grupo casi tres trimestres.

En consecuencia, el EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó el 12,5% en 2022 y 10,8% en marzo

⁹ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último periodo.

de 2023 (UDM).

El flujo operacional exhibió una trayectoria similar al EBITDA, excepto en 2020 donde se contrajo por menores cobros por actividades de operación y alzas en Impuestos a las ganancias pagados.

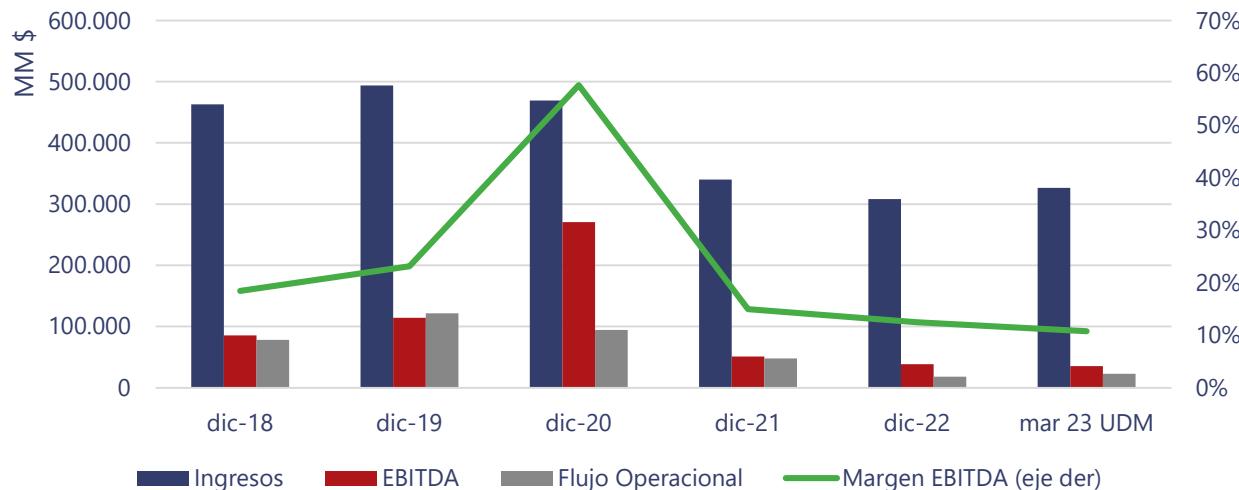


Ilustración 5: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

Evolución de endeudamiento

El pasivo exigible sobre patrimonio exhibió un comportamiento al alza que se profundizó en 2022, periodo donde alcanzó su *peak* con 2,59 veces reduciéndose levemente en 2023 hasta las 2,55 veces. Lo anterior se explica por la incorporación de las sociedades Eletrans en 2020 y la posterior división societaria.

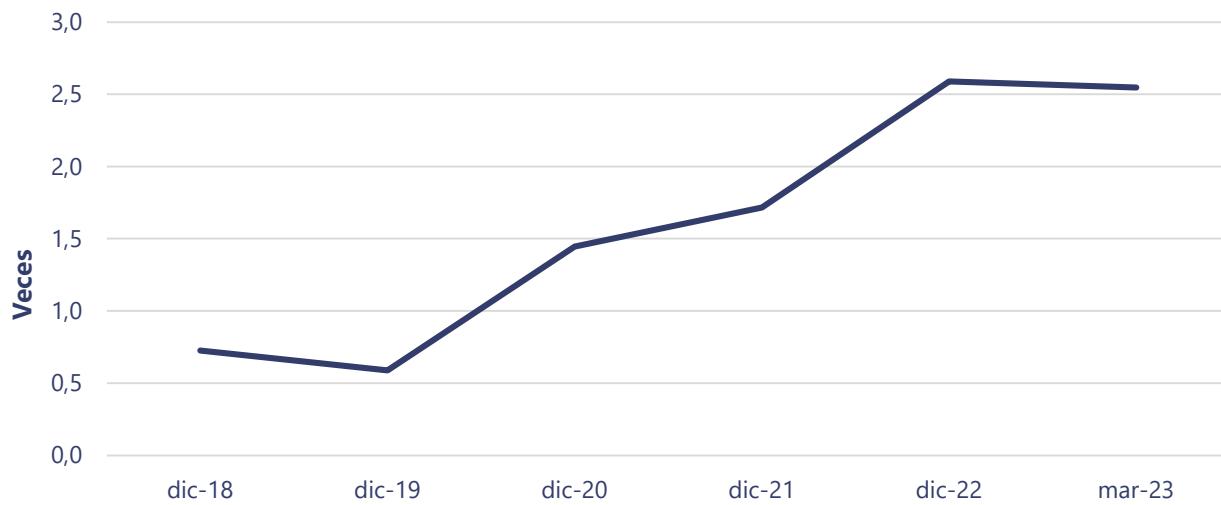


Ilustración 6: Pasivo exigible sobre patrimonio

En la Ilustración 7 se muestran los indicadores de endeudamiento relativo de **Chilquinta**. Hasta diciembre

de 2020 el indicador deuda financiera/FCLP¹⁰ mostraba un comportamiento estable, ubicándose en un valor de 1,7 veces en promedio. Posteriormente, dado el proceso de reestructuración se alcanzaron valores de 4,1 y 3,5 en 2021 y 2022, respectivamente. Lo anterior, se produce dado que, producto de la división societaria, parte importante de los flujos son transferidos a las otras sociedades resultantes de la división, pero manteniéndose un nivel de deuda similar al existente previo a la desagregación de los negocios. Posteriormente, en 2023, el *ratio* tuvo una leve alza en relación a 2022, obteniendo un valor de 3,7 veces.

No obstante, considerando que las empresas resultantes de la división se mantienen como codeudoras solidarias del pago del bono emitido por **Chilquinta** (según lo estipulado en el contrato de emisión), se realiza un ajuste al indicador¹¹ deuda financiera/FCLP, situándose en torno a las 6,0 veces. Adicionalmente, si se considera que parte de la deuda del grupo (específicamente los compromisos financieros de Chilquinta Energía) está garantizada por la matriz (State Grid), el indicador ajustado se reduciría hasta las 3,0 veces.

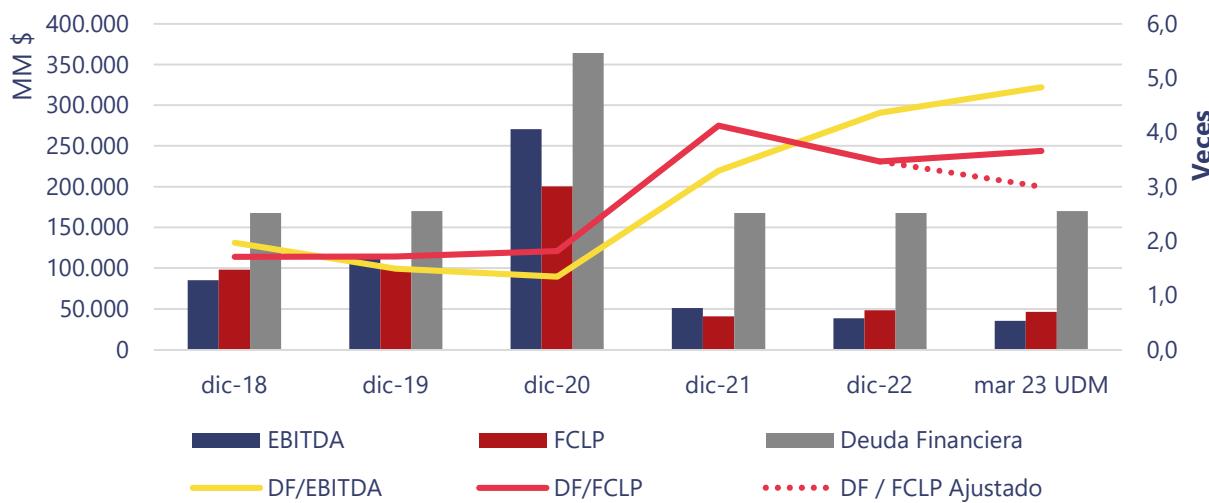


Ilustración 7: Deuda Financiera, EBITDA, FCLP

En relación con las obligaciones financieras, a marzo de 2023, su deuda está casi completamente asociada a obligaciones con el público (línea de bonos Serie B). Como se observa en la Ilustración 8, al considerar el último EBITDA (y el EBITDA del grupo, sin considerar Eletrans) 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, posteriormente en 2030 se presenta una amortización por \$ 167.205 millones que se presume debiese ser refinaciada.

¹⁰ Por su parte, el indicador DF / EBITDA mantiene un comportamiento similar.

¹¹ Considera los flujos y deuda del grupo (sin Eletrans) e incluye ajuste al alza en la base de impuestos, de forma de mantener un monto proporcional a los flujos. Cabe mencionar que, con los ajustes anteriores, se logra una rentabilidad similar a la obtenida años anteriores, previa reorganización del grupo.

Adicionalmente, mantiene pasivos por arrendamientos por cerca de \$ 79,9 millones de los que cerca del 70,5% son de corto plazo.

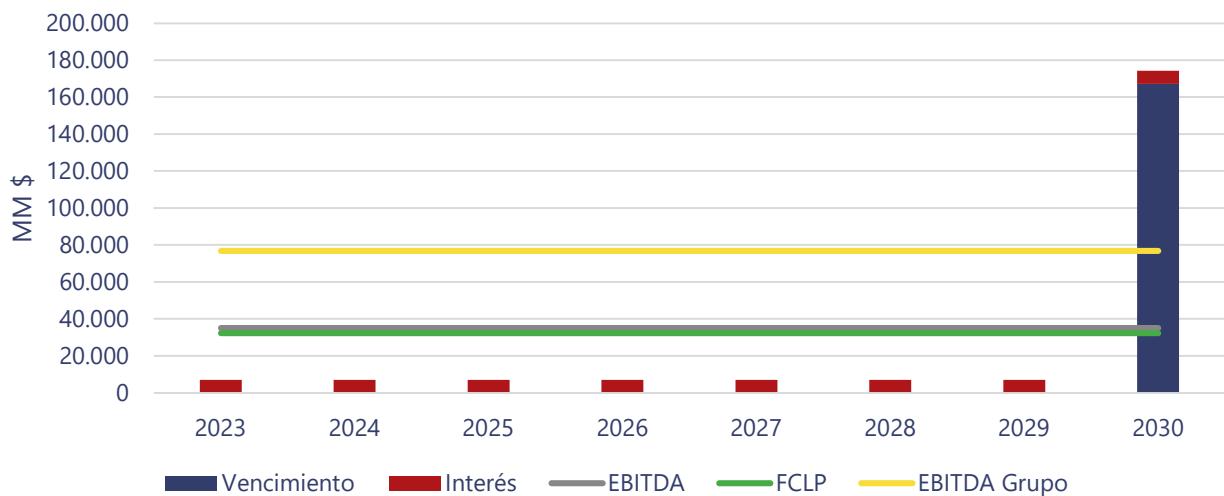


Ilustración 8: Perfil Deuda Financiera

Evolución de la liquidez

Como se puede apreciar en la Ilustración 9, la compañía, en lo relativo al índice de liquidez, exhibe valores sobre la unidad en el periodo de evaluación, a excepción de 2020 debido a la pandemia y la consolidación de las empresas Eletrans.

En 2021 la liquidez evidencia una variación al alza que se acentúa en los siguientes periodos. En diciembre de ese año el aumento se explica por el proceso de división societaria que afectó a la compañía en la cual transfirió las obligaciones con bancos a una de las nuevas sociedades que emergen tras la división y por la presentación de una posición individual a partir de agosto 2021 versus la posición consolidada que presentaba a diciembre 2020 en donde se incorporaban las obligaciones financieras de la ex filial Eletrans.

Por su parte, en 2022 se alcanzó un valor de 1,5 veces, lo que representó un alza, a partir del aumento de deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corriente, complementado por una disminución de cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar corrientes. Finalmente, en marzo de 2023, la liquidez alcanzó las 1,6 veces (incremento en el efectivo y equivalentes al efectivo, complementado por una disminución de las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar corrientes).

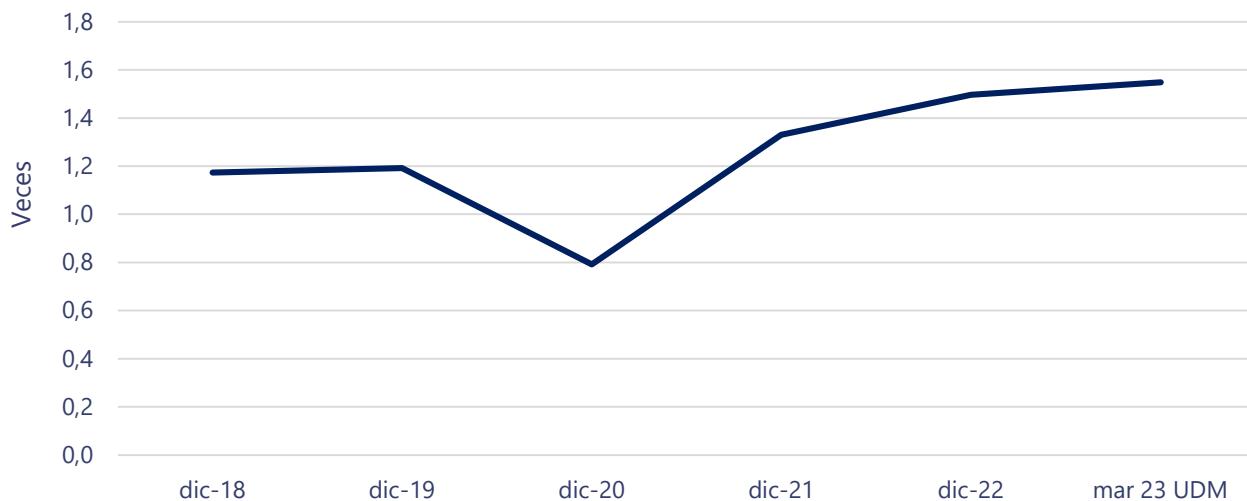


Ilustración 9: Razón Circulante

Evolución de la rentabilidad¹²

La Ilustración 10 muestra que la rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional exhibieron un fuerte incremento a fines de 2020, lo cual se atribuye con las "otras ganancias" registradas con motivo de la consolidación de las transmisoras Eletrans. Posteriormente, en 2021 las rentabilidades exhibieron fuertes bajas (las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional pasaron desde 15,6%, 31,9% y 25,9% a 1,8%, 4,4% y 5,0%, respectivamente) por concepto de los efectos del proceso de la división societaria y su presentación de una posición individual a partir de agosto 2021. Lo anterior, también afectó la comparación con 2022, dado que, en 2021, se alcanzaron a consolidar varios meses de los resultados del grupo.

En lo más reciente (2023 UDM) las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional exhibieron valores de 0,2% (0,6% en 2022), 0,5% (1,8% en 2022) y 7,4% (8,3% en 2022), lo que representó una baja por una contracción en los márgenes por concepto de menor ganancia bruta por mayores costos de venta.

¹² Rentabilidad operacional: Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio: Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.

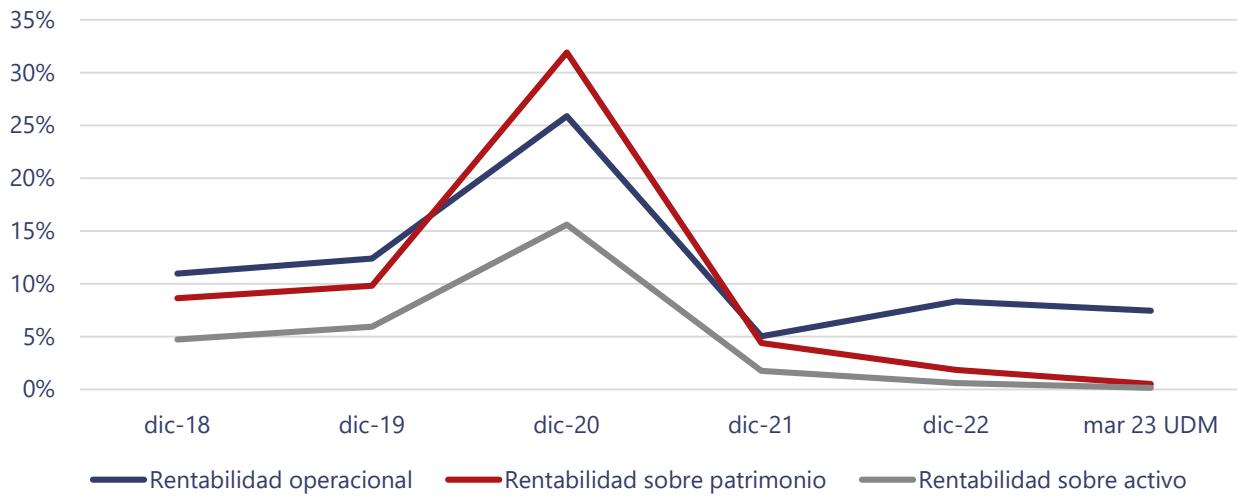


Ilustración 10: Evolución Rentabilidad

Covenants financieros

Razón de endeudamiento	Límite	Valor a mar 2023
	Inferior a 1,75 veces	1,02

Ratios financieros¹³

Ratios de liquidez	Ratios Financieros					
	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Razón Circulante (Veces)	1,17	1,19	0,79	1,33	1,50	1,55
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,17	1,19	0,79	1,32	1,49	1,55
Razón Ácida (veces)	1,17	1,19	0,79	1,33	1,50	1,55
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,09	4,28	3,70	4,24	3,55	4,22
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	89,31	85,36	98,64	86,15	102,89	86,45
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,39	3,97	2,80	5,94	6,81	8,35
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	67,68	91,97	130,18	61,49	53,60	43,69
Diferencia de Días (días)	-21,63	6,61	31,54	-24,66	-49,30	-42,77
Ciclo Económico (días)	-21,87	6,41	31,43	-24,69	--	--

¹³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Endeudamiento (veces)	0,42	0,37	0,59	0,63	0,72	0,72
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,72	0,59	1,45	1,72	2,59	2,55
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,46	0,57	0,35	0,42	0,23	0,21
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,97	1,49	1,35	3,29	4,36	4,83
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,51	0,67	0,74	0,30	0,23	0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	40,30%	43,02%	33,16%	61,60%	43,97%	45,38%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	23,20%	9,30%	34,10%	10,85%	6,92%	6,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,11	9,03	15,53	2,03	0,07	-0,07

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Margen Bruto (%)	23,30%	27,08%	23,05%	20,99%	19,21%	16,88%
Margen Neto (%)	8,83%	12,38%	48,68%	5,90%	0,92%	0,25%
Rotación del Activo (%)	46,73%	46,23%	25,27%	78,89%	58,27%	62,59%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,71%	5,94%	15,62%	1,75%	0,59%	0,17%
Inversión de Capital (%)	97,35%	92,78%	115,69%	151,73%	149,27%	149,15%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	20,38	18,00	-8,01	12,85	8,76	9,24
Rentabilidad Operacional (%)	10,95%	12,40%	25,88%	5,04%	8,33%	7,45%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,63%	9,80%	31,91%	4,37%	1,84%	0,53%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	73,13%	68,69%	71,57%	74,75%	77,41%	79,92%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	76,70%	72,92%	76,95%	79,01%	80,79%	83,12%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,73%	9,74%	11,25%	12,94%	12,72%	11,85%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	14,54%	14,99%	34,29%	7,95%	18,34%	16,24%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	18,44%	23,16%	57,68%	14,99%	12,49%	10,78%

Otros indicadores	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,49%	0,37%	0,48%	0,21%	0,12%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,49%	3,62%	1,29%	1,40%	0,88%	0,89%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	1,77%	0,78%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	54,00%	71,55%	61,68%	64,18%	61,05%	60,54%

"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 Comisión para el 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."