



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior**

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

Chilquinta Energía S.A.

Julio 2019

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia Estados financieros	AA Estable Marzo 2019

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

Estado de resultados consolidados IFRS							
MM\$ de cada período	2014	2015	2016	2017	2018	ene-mar 2018	ene-mar 2019
Ingresos totales	319.828	345.427	368.729	371.645	358.583	97.895	98.092
Costo de venta	-245.454	-269.158	-291.482	-292.870	-275.801	-77.825	-71.707
Ganancia bruta	74.374	76.268	77.247	78.775	82.782	20.071	26.384
Gastos de adm. y otros por función ¹	-21.817	-20.194	-23.026	-27.762	-30.086	-6.940	-8.652
Resultado operacional	52.558	56.074	54.221	51.013	52.696	13.131	17.733
Gastos financieros	-6.045	-6.332	-6.684	-6.620	-6.615	-1.710	-1.860
Ganancia	32.364	33.172	37.134	35.645	31.376	9.008	12.781
EBITDA ²	58.926	60.268	59.608	56.984	60.895	14.972	20.478

Estados de situación financiera consolidado IFRS						
MM\$ de cada período	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Activos corrientes	121.026	166.919	188.301	124.565	119.622	119.109
Activos no corrientes	362.548	378.533	395.241	438.452	648.550	655.867
Total activos	483.574	545.453	583.542	563.018	768.173	774.976
Pasivos corrientes	67.119	83.500	96.056	102.312	102.008	101.678
Pasivos no corrientes	163.835	178.339	180.798	179.805	220.840	222.856
Total pasivos	230.954	261.839	276.854	282.117	322.849	324.534
Patrimonio	252.620	283.613	306.688	280.901	445.324	450.443
Total pasivos y patrimonio	483.574	545.453	583.542	563.018	768.173	774.976
Deuda financiera	116.112	120.866	124.286	126.440	130.094	133.238

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

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

Opinión

Fundamento de la clasificación

Chilquinta Energía S.A. (Chilquinta) es una empresa cuyo objeto principal es la distribución y suministro de energía eléctrica en su área de concesión -regiones de Valparaíso y Maule-, tareas que realiza en forma directa e indirecta a través de cinco filiales (Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Casablanca Generación S.A. (en liquidación), Luzlinares S.A. y Luzparral S.A.) y negocios conjuntos con SAESA S.A. (Eletrans, Eletrans II y Eletrans III). Durante 2018 se materializó la compra de la Compañía Transmisora del Norte Grande.

A marzo de 2019 la compañía atendía a más de 599 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 2018 la empresa generó ingresos por aproximadamente \$ 358,6 mil millones, con un EBITDA de \$ 60,9 mil millones. Al 31 de diciembre de 2018 registraba una deuda financiera que alcanzaba \$ 130,1 mil millones, compuesta exclusivamente por bonos; con un nivel de activos de \$ 768 mil millones y patrimonio por \$ 445,3 mil millones.

La propiedad de la compañía corresponde a Semptra Energy con un 100% de participación, la cual, ha anunciado que ha tomado la decisión de iniciar un proceso de venta de sus activos en Sudamérica, lo cual incluye la totalidad de su participación accionaria en **Chilquinta**, estimándose que la venta se materialice hacia fines de 2019.

La clasificación de los títulos de deuda en "*Categoría AA*" se basa, principalmente, en que el emisor posee la condición de monopolista natural para la entrega de un servicio de primera necesidad (suministro eléctrico) en su zona de operación, dentro de un marco regulatorio estable y elaborado de acuerdo a criterios técnicos. Todo lo anterior se traduce en que sus flujos son altamente predecibles y de muy bajo riesgo, con escasa probabilidad de cambios en el entorno, que repercutan en su generación de excedentes.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la elevada atomización de su base de clientes (baja incidencia, aunque creciente, de clientes no regulados), la experiencia en el manejo operativo de la compañía (niveles de servicios dentro de los estándares exigidos) y los bajos niveles de incobrabilidad, producto de una legislación que permite el corte de suministro a los clientes impagos.

De acuerdo con estimaciones de **Humphreys**, la actual capacidad productiva de la empresa le permite generar flujos de caja de largo plazo (FCLP³), después de gastos financieros e impuestos y antes de inversiones y dividendos, del orden de los \$ 63.784 millones al año para responder a vencimientos en torno a los \$ 5.450 millones anuales, salvo el año 2030 cuando se amortiza totalmente el bono por la suma de UF 4,7 millones (estimándose que no debiese haber dificultad para el refinanciamiento).

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

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 respecto, por ejemplo, a cambios en la tasa de rentabilidad máxima incorporada a los procesos de fijación de las tarifas eléctricas, así como posibles sanciones que pueda recibir la compañía en caso de que exista una mala 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.

La perspectiva de la clasificación es “*Estable*”, por cuanto en el corto plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo, en opinión de **Humphreys**.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría mejorar, siempre y cuando se reduzca significativamente el endeudamiento relativo de la compañía y que, a su vez, se estime que este sea suficientemente estable en el mediano plazo.

Asimismo, para la mantención de la categoría, el emisor no debiese incrementar sus niveles de deuda, considerando el endeudamiento relativo actual de la sociedad y su elevada clasificación de riesgo. De hecho, aumentos moderados del pasivo financiero podrían implicar una reducción en la categoría de riesgo asignada (ello producto que el emisor también mantiene pasivos relacionados por \$ \$74,9 mil millones). Con todo, lo anterior podría ser modificado si eventuales nuevas obligaciones financieras fueran aparejadas de un incremento proporcional y seguro en el nivel de flujo de caja generado.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Apoyo casa matriz.
- Adecuada capacidad técnica.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados 2018

Durante 2018 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 358.583 millones, lo que representa una caída de 3,5% respecto al registro de 2017, explicado, principalmente, por un menor nivel de ingresos asociados a ventas de energía. Los costos de explotación cayeron 5,8% en el período, totalizando \$ 275.801 millones.

Producto de lo señalado, el margen de explotación subió un 5,1% a \$ 82.782 millones (\$ 78.775 millones en 2017), representando un 23,1% de los ingresos de la compañía (21,2% en 2017).

Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 34.574 millones, siendo un 3,8% mayor al año anterior. El resultado operacional aumentó 3,3% durante el período 2018, lo que representa un incremento de \$ 1.682 millones respecto del ejercicio anterior. El resultado operacional, como porcentaje de los ingresos, se incrementó desde 13,7% a 14,7%.

Con todo, la ganancia del ejercicio totalizó \$ 31.376 millones, equivalente a una caída de 12,0% respecto de 2017. Finalmente, la compañía alcanzó un EBITDA de \$ 60.895 millones, lo que representa un aumento de 6,9% respecto al año anterior.

Primer trimestre de 2019

Durante el primer trimestre de 2019 los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron \$ 98.092 millones, lo que representa un aumento de 0,2% en comparación al mismo período del año anterior. Por su parte, los costos de ventas ascendieron a \$ 71.707 millones, con una disminución de 7,9% respecto de igual trimestre de 2018.

En tanto, los gastos de administración se incrementaron en 21,7% hasta alcanzar los \$ 9.824 millones. Considerando lo anterior, el resultado operacional exhibió un incremento de 35% respecto de los primeros tres meses de 2018. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía aumentó desde 13,4% en marzo de 2018 a 18,1% en marzo de 2019.

Finalmente, durante los primeros tres meses de 2018 la compañía tuvo una ganancia de \$ 12.781 millones, lo que es un 41,9% superior a igual período de 2018. El EBITDA del último trimestre totalizó \$ 20.478 millones, lo que representa un incremento de 36,8% versus el primer trimestre del año anterior (\$ 14.972 millones).

Eventos recientes

Durante enero de 2019 Sempra Energy, matriz de **Chilquinta**, anunció su decisión de enajenar sus activos en Sudamérica, la cual incluye la totalidad de su participación accionaria en la emisora. De acuerdo a lo informado por ésta, se estima que la venta se materializará hacia fines de 2019.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad de que no presente variaciones a futuro.

Fortalezas y oportunidades

Condición de monopolio natural: el negocio eléctrico de **Chilquinta** se basa, principalmente, en la distribución de energía dentro de un área geográfica concesionada y no sujeta a competencia económicamente factible en lo relativo a los clientes regulados, que componen la mayor parte de su base de clientes (aproximadamente 89% de sus ventas). Estas concesiones son de carácter indefinido, lo que otorga una alta seguridad a la continuidad de operaciones de las distribuidoras eléctricas.

Flujos futuros relativamente predecibles: el consumo de energía residencial y comercial, principal generador de flujos para **Chilquinta**, presenta un crecimiento moderado (2,2% promedio en número de clientes para los últimos siete años⁴), pero estable y con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad.

Durante el último período se registró un incremento de 0,27% en la demanda total de la empresa, en términos de GWh. Estos niveles de crecimiento, cercanos al crecimiento vegetativo de la población, se deben principalmente al cambio de tecnología por parte de los clientes. Con todo, en el mediano plazo se prevé que el crecimiento de la demanda energética sea moderado y constante. Esta situación, sumada a los criterios técnicos en la fijación de tarifas y al carácter indefinido de las concesiones, reduce el riesgo de caídas en la generación de flujos.

Alta atomización de su cartera: dentro del volumen total de energía distribuida por la compañía, el 83,2% del suministro (en términos de GWh) corresponde a clientes regulados (596,3 mil clientes). Como consecuencia de ello, se observa que la compañía no enfrenta riesgos significativos asociados al cese de pagos por parte de los consumidores.

Bajos niveles de incobrabilidad: la ley faculta a las empresas distribuidoras a cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenten cuentas impagas por consumo. Este elemento, además de la importancia que

⁴ Debido a las diferencias en tarifas, algunos clientes regulados han optado por negociar directamente con las generadoras las condiciones tarifarias. Aun cuando estos consumidores dejan de ser considerados como clientes regulados, los ingresos para la compañía no se ven mermados, toda vez que el consumidor debe pagar el peaje de distribución (Valor Agregado de Distribución).

las personas asignan al abastecimiento eléctrico y la relevancia de este en la producción de los clientes libres, genera que las pérdidas por incobrabilidad sean mínimas.

Factores de riesgo

Eventuales cambios normativos: el modelo de negocio de la compañía se basa, fundamentalmente, en el marco regulatorio que respalda al sector eléctrico chileno. Sin embargo, posibles cambios en esta normativa podrían afectar la capacidad de generación de flujo de la compañía y/o requerir mayores inversiones futuras. No obstante, **Humphreys** reconoce la estabilidad y criterio técnico reinante en el sector eléctrico nacional, por lo que se le asigna una baja probabilidad a la ocurrencia de cambios, que puedan afectar de manera significativa el negocio de la compañía y su generación de flujos.

Riesgo de fijación de tarifa: la fijación del VAD (Valor Agregado de Distribución), que representa los costos de capital y funcionamiento de las distribuidoras, es realizada por la Comisión Nacional de Energía (CNE) a través de un proceso tarifario cada cuatro años, por lo que su decisión puede afectar los ingresos recibidos por la empresa por concepto de pago a su capacidad instalada de distribución. En lo más reciente, existiría una iniciativa legal para reducir la tasa de costo de capital incorporada en el proceso tarifario, lo que podría afectar la rentabilidad de las empresas de la industria.

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 generación.⁵

Antecedentes generales

Descripción de la emisora

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 ventas. La compañía atiende a un importante porcentaje de los clientes residenciales, comercial y agrícolas de la región.

La totalidad de la base accionaria es propiedad de Sempra Energy, grupo empresarial creado en 1998 con enfoque en el sector energético, a través de generación y distribución eléctrica, y servicios de transporte, almacenamiento y distribución de gas natural, con más de 32 millones de clientes a nivel mundial. En América Latina, además de Chile, cuenta con operaciones de distribución de gas natural en México y de electricidad en Perú. La compañía muestra una adecuada solidez financiera reflejada en su clasificación de riesgo

⁵ En estos casos, la distribuidora deberá compensar al cliente final, y, posteriormente, exigir una compensación a la generadora.

internacional (*Baa1* con tendencia negativa). Sin embargo, como se señaló anteriormente, la matriz ha comenzado un proceso de desinversión de sus activos en Sudamérica.

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 de la actividad, producto del 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.

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.

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 en base a un modelo de empresa modelo optimizada.

La tarifa es fijada para cada una de las empresas modelo de la respectiva área típica de manera que su rentabilidad económica antes de impuestos no difiera en más de cuatro puntos de la tasa de actualización del 10% real anual considerado en la Ley General de Servicios Eléctricos.

Cientes 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 permanecer en el segmento por un mínimo de 4 años. La tarifa cobrada a este tipo de clientes por la energía es pactada entre la empresa que suministra la electricidad y el cliente.

Adicionalmente, estos clientes, deben pagar por el uso de las redes de distribución cuando estén conectados al suministrador a través de éstas, un peaje de distribución que corresponde al VAD de cada empresa junto con los peajes de transmisión que correspondan.

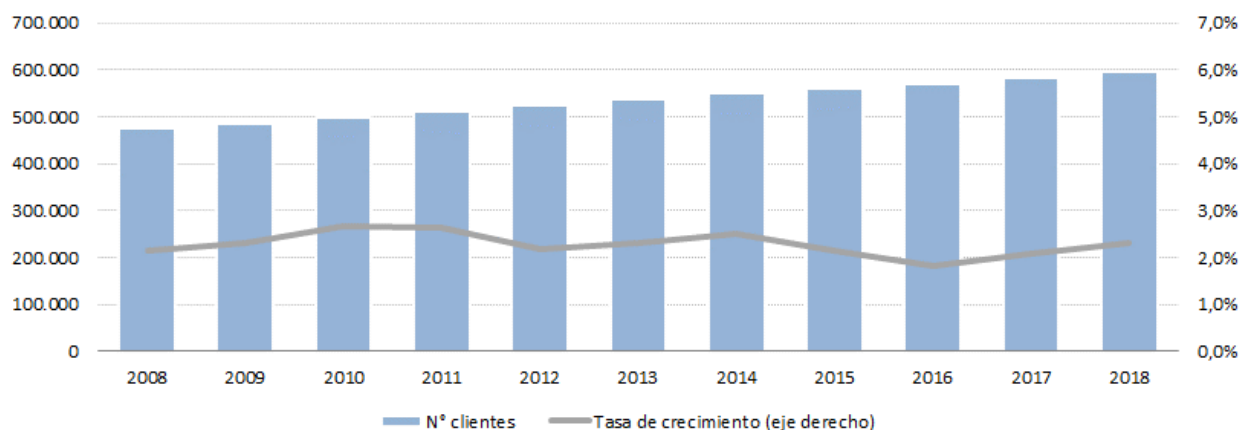
Evolución financiera

Evolución de los ingresos⁶

Los ingresos de la compañía están focalizados básicamente en el sector regulado, que en 2018 representó el 83,2% de las ventas físicas de energía de la empresa y el 89,4% de su valor.

A diciembre de 2018 **Chilquinta** atendía una base de 596.301 mil clientes regulados, lo cual representa un crecimiento anual promedio de 2,2% para el período 2011-2018. (Ver Ilustración 1)

Ilustración 1
Evolución número de clientes
2008 -2018



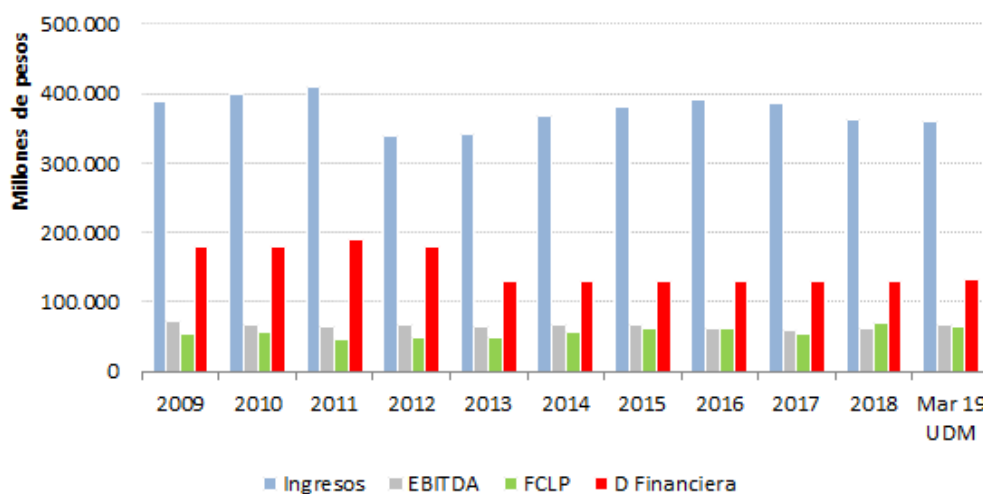
Como se observa en la Ilustración 2, en términos reales, a partir de 2012 los ingresos de la compañía aumentaron constantemente hasta diciembre de 2016. Posteriormente los ingresos han exhibido una leve tendencia decreciente, registrando un valor de \$ 360.601 millones en el año móvil finalizado en marzo de 2019 (en pesos de marzo de 2019).

⁶ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2018.

Cabe destacar que los ingresos se han visto mermados debido, principalmente, al traslado de clientes regulados a clientes libres, lo que fue gatillado por los niveles de precios de generación que se obtuvieron en la última licitación de suministro para clientes regulados, además de las medidas de eficiencia energética promovidas por el gobierno durante los últimos años. Este cambio, si bien afecta los ingresos de la compañía, tiene como contraparte el hecho que la energía vendida a clientes libres debe pagar por el uso de la red, lo cual mantiene el margen de distribución.

En esta misma línea, el EBITDA y el FCLP anualizados se situaron en valores de \$ 66.700 millones y \$ 63.784 millones, respectivamente, a marzo de 2019 (en pesos de marzo de 2019).

Ilustración 2
Ingresos, Deuda Financiera, EBITDA y FCLP
2009 – Marzo 2019
(en pesos de marzo de 2019)

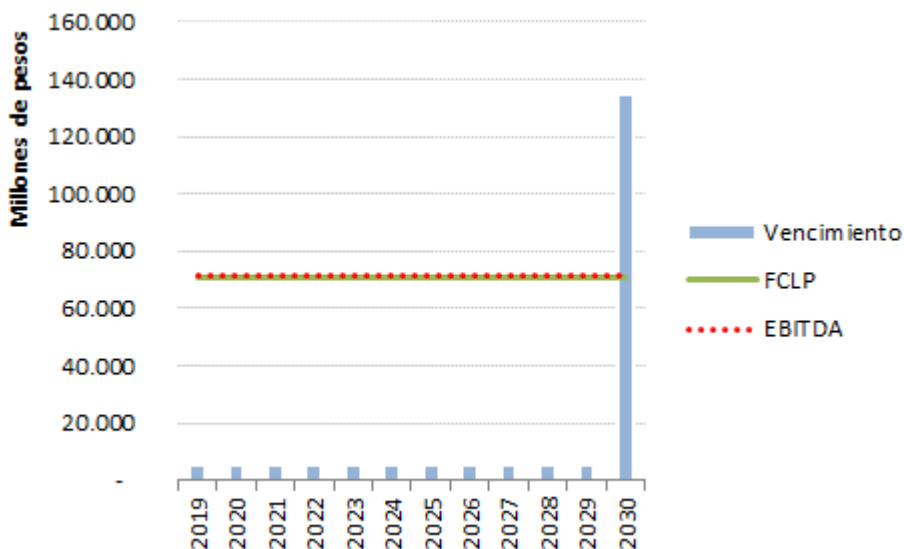


El EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó el 17,0% a diciembre 2018 (15,3% en el período 2017), incrementándose a 18,5% en el año móvil finalizado en marzo de 2019.

Evolución del endeudamiento financiero

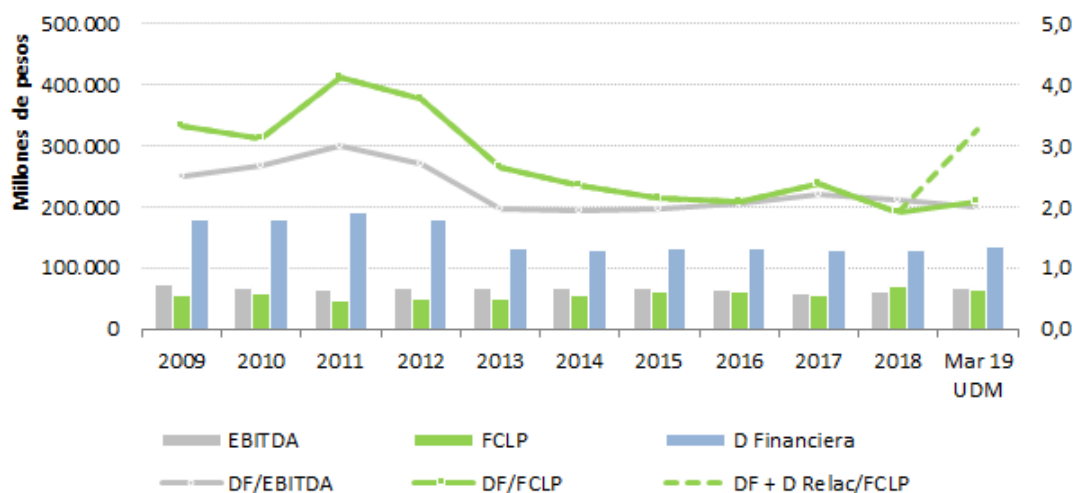
La única deuda financiera activa de **Chilquinta**, a marzo de 2019, corresponde a la deuda asociada a la línea de bonos Serie B. Como se observa en la Ilustración 3, al considerar el último EBITDA y FCLP de la compañía y proyectarlo a futuro en los mismos niveles, la empresa puede hacer frente a los pagos hasta el año 2029.

Ilustración 3
Perfil Deuda Financiera
2019 - 2030



En la Ilustración 4 se muestran los indicadores de endeudamiento relativo de **Chilquinta**. Como se mencionó, la única deuda financiera que registra la compañía corresponde a la deuda asociada a una única línea de bonos, por lo que no tuvo variación en el último período. El indicador Deuda Financiera/FCLP se ha estabilizado en valores cercanos a 2 veces desde 2014. No obstante, si se incorporan aquellos pasivos corrientes y no corrientes que la emisora mantiene con empresas relacionadas a marzo de 2019, la deuda se incrementa en 56,9%, situándose el indicador (Deuda Financiera + Deuda Empresas Relacionadas) / FCLP en valores de 3,3 veces en la última observación disponible.

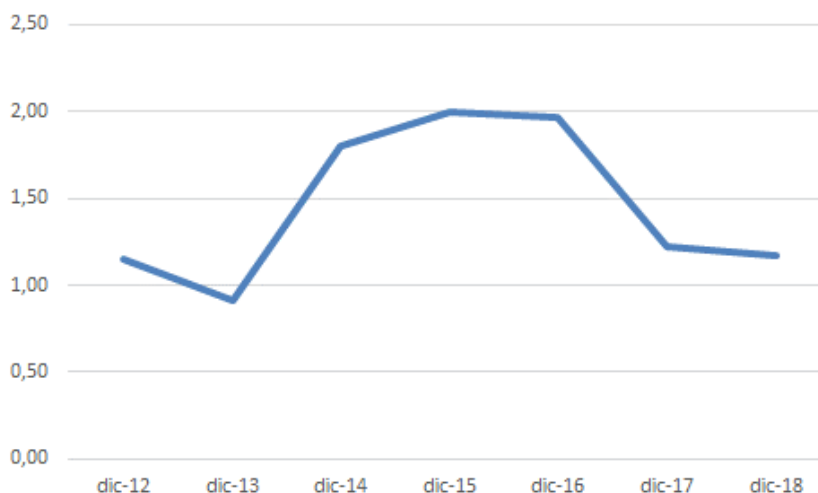
Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA, FCLP
2009 - Marzo 2019



Evolución de la liquidez

Como se puede ver en la Ilustración 5, desde el año 2013 la compañía venía experimentando un alza sostenida en la liquidez, situación que a partir de diciembre de 2016 se revierte, cayendo desde 2 veces a 1,96 en ese año, para posteriormente caer a 1,22 en diciembre 2017 y 1,17 veces en diciembre de 2018.

Ilustración 5
Razón Circulante
2012 - 2018



Evolución de la rentabilidad⁷

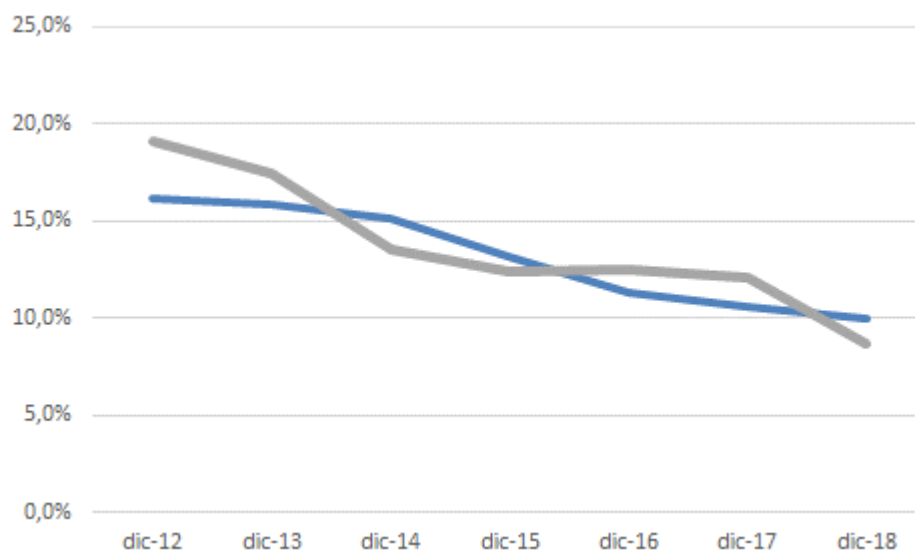
En el período 2012-2018 los indicadores de rentabilidad presentados en la Ilustración 6 muestran una trayectoria decreciente, presentando, en la más reciente observación, valores de 10% para la rentabilidad operacional y 8,6% para la rentabilidad sobre el patrimonio.

⁷ Rentabilidades calculadas con flujos móviles.

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

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

Ilustración 6
Evolución Rentabilidad
2012 – 2018



Características de la línea de bonos

Las características de la línea de bonos inscrita por **Chilquinta** a marzo de 2019 son:

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

Covenants financieros		
	Línea de bonos	Marzo 2019
Razón de endeudamiento financiero ⁸	No superior a 1,75 veces	0,24 veces

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que este ha hecho pública o ha remitido a la Comisión del Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

⁸ Razón de Endeudamiento Financiero= (Obligaciones financieras – Caja) / (Patrimonio Total + Interés Minoritario).