



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón Reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56-2) 2433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Chilquinta Energía S.A.

Julio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Tendencia	Estable
Estados financieros	Marzo 2014

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos a 10 años	Nº 549 de 16.09.2008
Línea de Bonos a 30 años	Nº 550 de 16.09.2008
Serie B	Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS ¹							
MM\$ Marzo 2014	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2013	Ene-Mar 2014
Ingresos totales	330.169.773	339.796.539	347.667.004	287.223.480	289.564.496	73.519.299	77.891.241
Costo de venta	-259.721.761	-267.431.175	-275.316.927	-214.787.389	-219.256.081	-56.785.140	-60.096.103
Ganancia bruta	70.448.012	72.365.364	72.350.076	72.436.090	70.308.416	16.734.159	17.795.138
Gastos de administración	-20.170.377	-23.935.544	-26.456.145	-24.120.115	-23.494.742	-5.605.470	-6.224.397
Resultado operacional	50.277.635	48.429.820	45.893.931	48.315.976	46.813.674	11.128.689	11.570.741
Gastos financieros	-21.384.867	-6.307.961	-7.067.100	-6.826.708	-6.493.310	-1.623.934	-1.391.802
Ganancia	38.767.725	33.478.682	38.950.945	36.717.085	36.618.767	8.903.066	7.381.912
EBITDA²	60.828.101	56.876.439	53.951.410	56.567.213	55.996.582	13.388.878	14.019.938

Balance general consolidado IFRS						
MM\$ Marzo 2014	31-dic-2009	31-dic-2010	31-dic-2011	31-dic-2012	31-dic-2013	31-mar-2014
Activos corrientes	165.829.551	186.902.816	95.573.125	83.354.015	70.157.041	71.293.158
Activos no corrientes	334.802.392	341.247.343	344.845.726	351.099.306	354.785.869	351.757.427
Total activos	500.631.943	528.150.159	440.418.851	434.453.321	424.942.910	423.050.585
Pasivos corrientes	61.326.589	74.497.388	88.728.229	72.579.566	76.508.289	70.421.603
Pasivos no corrientes	163.654.201	164.058.637	163.222.831	165.590.632	124.077.218	125.215.489
Total pasivos	224.980.790	238.556.026	251.951.060	238.170.197	200.585.507	195.637.092
Patrimonio	275.651.152	289.594.133	188.467.790	196.283.124	224.357.403	227.413.493
Total pasivos y patrimonio	500.631.943	528.150.159	440.418.851	434.453.321	424.942.910	423.050.585
Deuda financiera	152.557.317	152.705.662	162.057.480	153.521.236	110.841.207	112.448.818

¹ Los EIFF presentados en estas tablas han sido corregidos por variación del IPC a marzo de 2014.

² EBITDA bajo IFRS = Ingresos de actividades ordinarias - costo de ventas - gastos de administración + depreciación y amortización.



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 Biobío- operación que realiza en forma directa e indirecta a través de siete filiales: Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Energía de Casablanca S.A., Casablanca Generación S.A., Luzlinares S.A., Luzparral S.A., Eletrans y Eletrans II.

Actualmente la compañía atiende a unos 540 mil clientes en su zona de concesión, lo que la convierte en el tercer actor a nivel nacional en ventas de energía y el cuarto en términos de número de usuarios.

Durante 2013 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 525 millones, un EBITDA de US\$ 102 millones, teniendo al 31 de marzo de 2014 una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 204 millones compuesta exclusivamente por bonos, con un nivel de activos de US\$ 768 millones y patrimonio por US\$ 413 millones.

La propiedad de la compañía corresponde a Sempra Energy International (Sempra), con un 100% de participación. Esta entidad ha sido clasificada en escala global en "*Categoría Baa1*".

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. Todo lo anterior se traduce en que sus flujos sean altamente predecibles y de muy bajo riesgo, con escasa probabilidad que cambios en el entorno repercutan significativamente en su generación de excedentes.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la elevada atomización de su base de clientes (baja incidencia de clientes no regulados), 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 \$ 39.500 millones al año para responder a una deuda en torno a los \$ 112.450 millones, constituida en su totalidad por una serie de bonos con vencimiento en 2030. Cabe mencionar, que durante abril de 2014, la compañía obtuvo un préstamo de largo plazo por US\$ 50 millones que, en relación con su patrimonio, incrementaría sus niveles de endeudamiento desde 0,86 a 0,98 veces, y su

relación entre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³ y deuda financiera desde 2,8 a 3,5 veces (bajo el supuesto conservador que el uso de los fondos no incrementan la generación de caja del emisor).

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) existe la eventualidad de modificaciones a la legislación eléctrica (lo que ha sucedido en años recientes), los riesgos presentes en la fijación de las tarifas eléctricas y las eventuales sanciones que pueda recibir la compañía en caso de mala calidad de servicio.

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.

Cabe señalar que **Chilquinta** participa en las sociedades Eletrans S.A. (a contar de octubre de 2012) y Eletrans II (a contar de junio de 2013), que son financiadas en partes iguales mediante préstamos de las empresas relacionadas Inversiones Grupo SAESA e Inversiones Sempra Limitada, para la participación de cuatro proyectos de transmisión:

- **Eletrans S.A.:** Nueva Línea 2x220 Kv Ciruelos – Pichirropulli, Nueva Línea 2x220 Kv Cardones - Diego de Almagro, ambas en construcción.
- **Eletrans II S.A.:** Nueva Línea 1x220 Kv A.Melipilla – Rapel y Nueva Línea 2x220 kv Lo Aguirre – A. Melipilla. ambas en construcción.

No obstante, más allá de los riesgos propios de todo proyecto, se reconoce que se trata inversiones que estarían asociadas a negocios con ingresos relativamente seguros. Con todo, cuando corresponda, la clasificadora monitorea el desarrollo de los mismos.

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.

³ El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros y el impuesto. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas para diferentes años.

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).

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma 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.

Hechos recientes

Resultados 2013⁴

Durante 2013, los ingresos de **Chilquinta** aumentaron un 0,8%, llegando a \$ 289.564 millones, explicado principalmente por un mayor nivel de ingresos asociados a venta de energía y servicios. Los costos de explotación aumentaron 2,1%, totalizando \$ 219.256 millones, debido al crecimiento en el volumen de compra de energía, producto del incremento en la venta de energía del período. Producto de lo anterior, el margen de explotación del año 2013 decreció 2,9%, totalizando \$ 70.308 millones

⁴ Valores expresados en pesos de marzo de 2014.

(\$ 72.436 millones en 2012), y representaron un 24,3% de los ingresos de la compañía (25,2% en 2012).

Los gastos de administración y ventas, por su parte, disminuyeron un 2,6% real, hasta \$ 23.495 millones. De este modo, el resultado operacional disminuyó en 3,1% millones durante 2013, lo que representa una caída de \$ 1.502 millones respecto a 2012. El resultado operacional como porcentaje de los ingresos baja desde 16,8% a 16,2% en el período.

Con todo, la ganancia del ejercicio totalizó \$ 36.619 millones, lo que significa una leve caída de 0,3% respecto al ejercicio anterior, cuando sumó \$ 36.717 millones. Finalmente, el EBITDA disminuyó en 1,0% hasta alcanzar \$ 55.997 millones.

Primer trimestre de 2014

Durante el primer trimestre de 2014 los ingresos de Chilquinta alcanzaron a \$ 77.891 millones, lo que representa un alza real de 5,9% respecto al mismo período del año anterior, lo que es explicado principalmente por un mayor nivel de ingresos asociados al crecimiento en las ventas de energía y servicios.

Los costos de ventas del período ascendieron a \$ 60.096 millones, siendo un 5,8% mayor que el primer trimestre de 2013 y se deben mayormente al efecto volumen generado en la compra de energía, producto del alza en el nivel de ventas. Las compras de energía y potencia ascendieron a \$ 53.207 millones, las cuales representaron el 88,5% del total de costos de la explotación.

En tanto, los gastos de administración se incrementaron en 11% real hasta \$ 6.224 millones. Considerando que en términos absolutos los ingresos aumentaron en mayor medida que los costos y gastos, el resultado operacional se incrementó en 4% real en relación al primer trimestre de 2013. El resultado operacional como porcentaje de los ingresos tuvo una ligera caída en el período, al pasar desde 15,1% en marzo de 2013 a 14,9% en el primer trimestre de este año.

Finalmente, los mayores gastos por unidades de reajuste, junto con el reconocimiento de una pérdida sobre los déficits patrimoniales de Eletrans I y II determinaron una baja de 17,1% en las ganancias de la compañía, las que alcanzaron \$ 7.382 millones en el período. El EBITDA del último período alcanzó \$ 14.020 millones, lo que significa un aumento real de 4,7% respecto a igual período del año anterior.

Eventos recientes

El 31 de mayo de 2013, la compañía canceló anticipadamente la totalidad de los Bonos Serie A por \$ 41.291 millones. Esta transacción se financió principalmente mediante un préstamo de corto plazo en dólares de Inversiones Sempra Ltda. por US\$ 42 millones, que terminaron de pagar en enero de 2014.

El 19 de junio de 2013 se constituyó la Sociedad Eletrans II, para la operación de dos proyectos de transmisión, Nueva Línea 1x220 Kv A.Melipilla – Rapel y Nueva Línea 2x220 Kv Lo Aguirre – A.Melipilla. Chilquinta participa de esta sociedad en un 50% en conjunto con SAESA S.A.

El 2 de abril de 2014 la sociedad matriz Inversiones Sempra Limitada otorgó a la compañía un préstamo de US\$ 50 millones con el fin de financiar una parte de la porción en dólares del Capex que se incurrirá en los próximos cinco años.

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 87% de los ingresos). Estas concesiones son de carácter indefinidas, 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 (2,4% promedio en número de clientes para el periodo 2008-2013), pero estable, con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad. Si bien en 2010 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, en el que el crecimiento de la demanda energética ha sido moderado y constante. Esta situación, sumada a los criterios técnicos en la fijación de tarifas y al carácter indefinido de las concesiones, disminuye significativamente el riesgo de reducciones en la generación de flujos.

Alta atomización de su cartera: Dentro del total de clientes a los cuales abastece la compañía, un 92% corresponde a residenciales (en torno a 496 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 distribuidoras a cesar el suministro eléctrico a aquellos clientes que presenten 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.

Riesgo de fijación de tarifa: La fijación del VAD (Valor Agregado de Distribución), que representa los costos de capital y funcionamiento de las distribuidoras, es realizada por la Comisión Nacional de Energía (CNE) a través de un proceso tarifario cada cuatro años, por lo que su decisión puede afectar los ingresos recibidos por la empresa por concepto de pago a su capacidad instalada de distribución.

Exposición a sanciones por organismos supervisores: **Chilquinta**, al igual que el resto de las empresas de la industria, está expuesta a diferentes sanciones por mala calidad de servicio por parte de la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), lo que podría afectar la imagen y los resultados de la empresa.

Antecedentes generales

Descripción del negocio

Chilquinta es una compañía de distribución eléctrica cuyo principal ingreso proviene de la concesión para distribuir electricidad en la Región de Valparaíso. Por ser la energía eléctrica un bien de primera necesidad y corresponder al único oferente en el sector residencial (monopolio natural), la industria se encuentra altamente regulada en términos de obligaciones y fijación de tarifas, las que apuntan a asegurar el correcto suministro eléctrico, asociado a un precio acorde con las inversiones realizadas por las compañías del rubro. Dado lo anterior, el negocio de la distribución 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 (negocio central).
- Generación Hidroeléctrica.
- Transporte de energía eléctrica.
- Entrega de servicios ligados al funcionamiento eléctrico.

Con todo, sus ingresos están determinados fundamentalmente por la distribución de energía a clientes residenciales dentro de la Región de Valparaíso.

Las filiales de la compañía son:

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

Propiedad

Al 31 de marzo de 2014 la propiedad de **Chilquinta**, se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Nº de acciones	% propiedad
Inversiones Sempra Limitada	1.915.719	99,99995%
Sempra Chilean Equity Ltd.	1	0,00005%
Total	1.915.720	100%

Sempra Energy es un grupo empresarial creado en 1998, con enfoque en el sector eléctrico, a través de generación y distribución eléctrica, y servicios de transporte, almacenamiento y distribución de gas natural, con más de 31 millones de clientes a nivel mundial. En América Latina, además de Chile, cuenta con operaciones de distribución de gas natural en México, y de distribución eléctrica en Perú. La compañía muestra 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 redes⁵:

- **Sistema Interconectado del Norte Grande (SING):** Abarca la I y la II regiones. Consta de cinco empresas principales. La generación es casi 100% termoeléctrica, la capacidad instalada alcanzó a 3.759 MW en 2013.
- **Sistema Interconectado Central (SIC):** Desde Taltal (Región de Atacama) hasta la Región de los Lagos, con una capacidad instalada de 13.826 MW, dividida en aproximadamente en 55% térmico, un 43% hídrico, un 2% eólico y un 0,06% solar, aunque, en un año pluviométrico normal,

⁵ Existe una quinta red (Sistema de Los Lagos), que abastece las zonas de Hornopirén y Cochamó, con una capacidad de 6,2 MW de potencia instalada, dividida en un 88% térmico y un 12% hídrico.

es la generación hidroeléctrica la que realiza el mayor aporte en términos de GWh. Operan alrededor de 20 empresas. 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 50,2 MW de potencia instalada y la generación es 51% termoeléctrica, 45% hidroeléctrica y 4% 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 99,5 MW de potencia instalada.

2. Transmisión

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, dentro de un mismo sistema interconectado, 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 la media ponderada de los precios de los suministros contratados, pudiendo contemplar precios nudos de corto plazo (fijados cada seis meses por la autoridad sobre la base de los costos marginales esperados por los próximos 48 meses, en el caso del SIC. Los últimos contratos bajo esta modalidad se extinguen el 2015) y de largo plazo (precios resultantes de las licitaciones de las distribuidoras con las generadoras).

Los precios a clientes cuentan con indexaciones según distintos parámetros fijados por la Comisión Nacional de Energía (CNE) con anterioridad a la licitación y no pueden diferir en más de un porcentaje de los precios observados para clientes libres en el mercado. El precio nudo, además, contempla el precio de potencia, cargo que representa el pago a las centrales por su disponibilidad en horas punta y que es fijado por la CNE. Además, los clientes regulados deben pagar los cargos por transmisión y subtransmisión eléctrica y el VAD, que representa los costos de capital y funcionamiento de las distribuidoras.

En la actualidad, **Chilquinta** dispone de contratos con generadoras por los próximos once años, así como con contratos para suministro eléctrico de clientes regulados por un total de 2.792 GWh al año, de los cuales un 42,4% está asociado con contratos de provisión suscritos con Endesa, un 33,6% asociado a Gener, un 15,6% asociado a Empresa Eléctrica Puyehue, un 7,9% asociado a Empresa Eléctrica Panguipulli y un 0,5% asociado a otras empresas.

Ciencia

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

Clientes regulados: Conformados por las compañías distribuidoras, como **Chilquinta**. En este caso, 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 CNE (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. **Chilquinta** puede actuar como proveedor de este tipo de cliente.

Clientes del mercado spot: El mercado *spot* es el vehículo de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbún y AES Gener, principalmente). 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.

Por su parte, los clientes de las distribuidoras eléctricas están conformados en primer lugar por aquellos cuya potencia instalada es menor a 0,5 MW y a quienes se denomina "clientes regulados", y que corresponden en su mayoría a clientes residenciales, y también a pequeños comercios e industrias. La empresa distribuidora tiene la obligación de licitar el suministro eléctrico para abastecer a estos consumidores, y se encarga de vender la energía adquirida a los precios acordados en el contrato con la generadora eléctrica, reajustado de acuerdo a las cláusulas estipuladas por la CNE, con lo que la distribuidora actúa como un intermediario entre generador y cliente, obteniendo una retribución por este servicio. La tarifa a clientes finales incluye, además del precio de la energía eléctrica, un cargo por el VAD, que corresponde al cobro por el uso de la red de distribución de propiedad de la empresa.

En segundo lugar, otro grupo de clientes de las distribuidoras corresponden a aquellos cuya capacidad instalada se encuentre entre los 0,5 MW y 2 MW, y que opten por un régimen tarifario regulado. La

empresa distribuidora tiene la obligación de licitar de manera separada el suministro para este tipo de clientes, respecto de aquel destinado a sus clientes regulados.

Además de los anteriores, se encuentran entre los clientes de las distribuidoras todos aquellos que utilicen la red de éstas, lo que ocurre con las generadoras cuando entregan suministro eléctrico a sus clientes libres, debiendo por tanto pagar a las distribuidoras el cargo por VAD por usar su red.

Regulaciones del sector

La empresa se desenvuelve en un mercado regulado. A continuación se muestran algunos aspectos de la normativa asociada a los segmentos del sistema eléctrico en que opera **Chilquinta**:

Transmisión: 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 la obligación de dar dicho 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 CDEC.

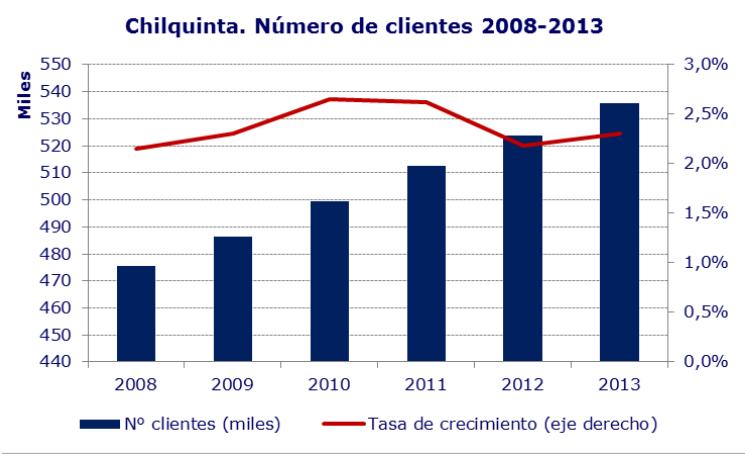
Distribución: Los sistemas de distribución están constituidos por las líneas, subestaciones y equipos que permiten prestar el servicio de abastecimiento de electricidad hacia los consumidores finales, localizados en cierta zona geográfica explícitamente limitada. Estas empresas operan bajo un régimen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

Con todo, se ha anunciado recientemente el envío a trámite legislativo de cambios a los cuerpos normativos que regulan la transmisión eléctrica, lo cual permitiría hacer más expedito el proceso de construcción de infraestructura destinada a este segmento del mercado eléctrico ("Carretera Eléctrica"). Además, se ha anunciado la licitación de la interconexión entre el SIC y el SING. Estos cambios tendrían efectos en la organización del mercado eléctrico, pero se estima que los efectos en el segmento de distribución serían menores y no afectarían en forma significativa los resultados de estas compañías.

Distribución de ingresos

Los ingresos de la compañía están focalizados básicamente en el sector regulado, y principalmente del sector residencial, que en 2013 representó el 35,5% de las ventas físicas de energía de la compañía, y el 39,3% de las valoradas. El sector comercial abarca un 22,8% de las ventas físicas y el 20,8% de las valoradas, mientras que en el industrial estos porcentajes ascienden a 18,4% y 16,5%, respectivamente. Finalmente, el sector agrícola significa un 10,6% de las ventas físicas y un 8,0% de las valoradas.

A fines de 2013 **Chilquinta** atendía una base de 536 mil clientes, que han mostrado un crecimiento anual promedio de 2,4% para el período 2008-2013.



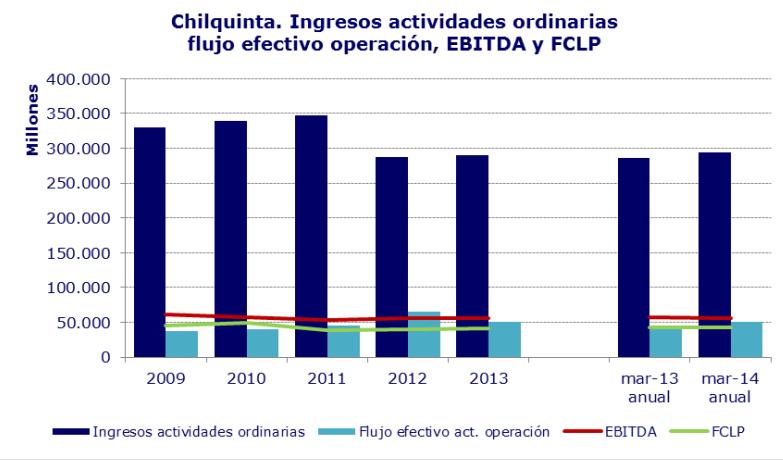
Evolución financiera

La información presentada en el siguiente análisis se encuentra con valores actualizados a marzo de 2014, con datos anualizados.

Evolución de los ingresos

Como se observa en el gráfico presentado más abajo, los ingresos de la compañía han ido decreciendo desde el año 2011 hasta llegar a los \$ 293.936 millones registrados en el año móvil terminado en marzo de 2014 (\$ 347.667 millones acumulados en 2011), y se deben a las variaciones observadas en los contratos de suministro suscritos por la Sociedad. Mientras tanto, el EBITDA y el FCLP se han situado en valores cercanos a \$ 56.600 y \$ 42.800 millones, respectivamente, para el año móvil terminado en marzo de 2014.

El flujo de efectivo de la operación se incrementó en un 25%, alcanzando \$ 51.139 millones en el año móvil finalizado en marzo de 2014, explicado fundamentalmente por menores pagos a proveedores por suministros de bienes y servicios.

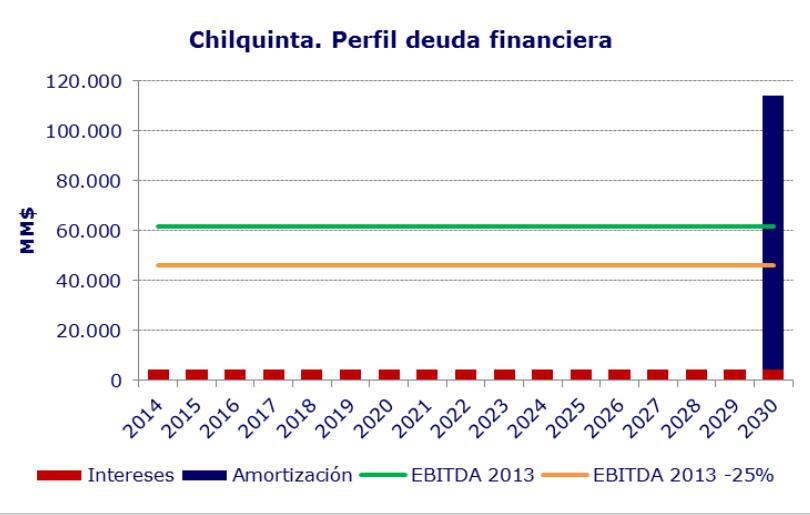


Por otra parte, el EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó el 19,3% en el año móvil terminado en marzo de 2014 (20,2% en el período anterior). Cabe recordar que la empresa es un intermediario en el mercado de venta de energía, por lo que traspasa las variaciones de costos a clientes de acuerdo a los reajustes contemplados en las bases de licitación de suministro (por ello se observa que en períodos con elevados precios de la energía, el margen EBITDA tienda a bajar; por el contrario, si cae el precio se evidencia un aumento del margen).

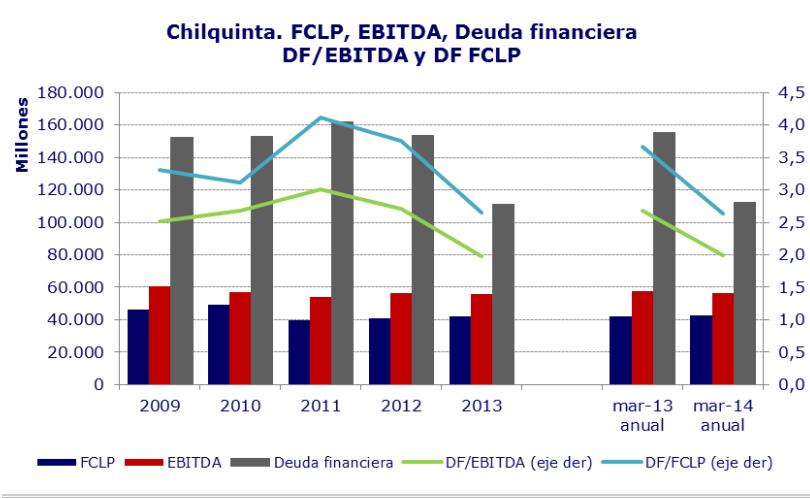
Evolución del endeudamiento financiero

Durante el primer trimestre de 2014, la única deuda financiera activa de **Chilquinta** corresponde a la deuda asociada a la línea de bonos Series B, por un valor nominal de UF 4,7 millones en 2009.

A fines de mayo de 2013, la empresa prepagó una de las dos series inscritas por la empresa (Serie A, por UF 1,8 millones con vencimiento en 2014). Este pre pago fue financiado mediante un préstamo de corto plazo en dólares de Inversiones Sempra Ltda. y recursos propios. Posteriormente, este último préstamo fue pagado en enero de 2014 con parte de las Ganancias Acumuladas por la compañía, que a diciembre de 2013 ascendían a \$ 98.834 millones, equivalentes al 50% del patrimonio a esa fecha. A continuación se muestra la relación entre el perfil de pago de la deuda de la compañía y los flujos que genera **Chilquinta** a la fecha de hoy:



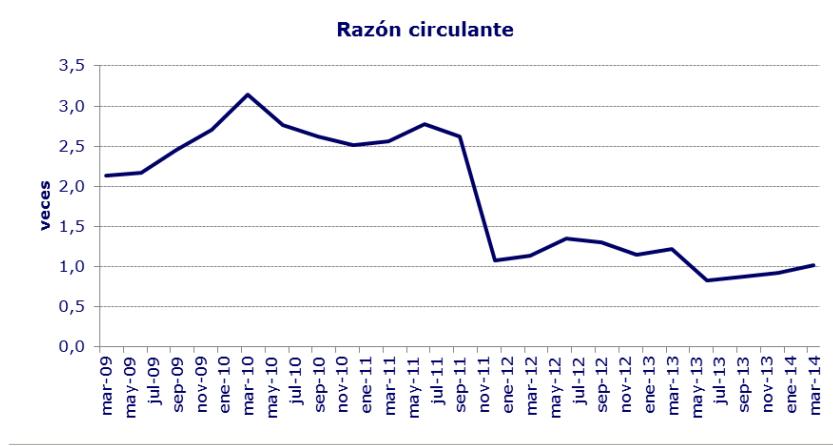
El mayor nivel de ingresos registrado entre marzo de 2013 y 2014, fue el factor que más influyó en el EBITDA, que se incrementó en 3,2% durante ese período. En tanto, el FCLP aumentó en 1,3%, y es explicado en parte por la disminución que se observó en la deuda financiera y, por ende, en los gastos financieros. Como se mencionó anteriormente, durante el primer semestre de 2013, la compañía prepagó una serie de bonos que disminuyó su deuda financiera en un 27,8% real entre 2012 y 2013. Esta disminución afectó los indicadores Deuda Financiera sobre EBITDA y Deuda Financiera sobre FCLP, que muestran una disminución importante en los períodos móviles de diciembre de 2013 (desde 2,7 a 2,0 veces y de 3,8 a 2,7 veces respectivamente) y marzo de 2014 (desde 2,7 a 2,0 veces y de 3,7 a 2,6 veces respectivamente).



Evolución de la liquidez

Como se puede ver en el gráfico siguiente, entre septiembre y diciembre de 2011, la compañía experimentó una importante disminución en su razón circulante, que pasó desde 2,6 a 1,1 veces, que se produjo por la liquidación de depósitos a plazo en dólares para el pago de un dividendo eventual,

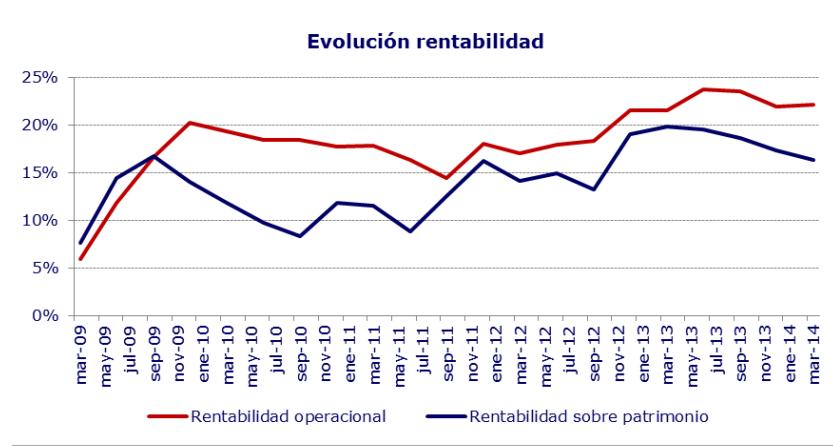
que disminuyó los niveles de activos corrientes en ese período. No obstante lo anterior, la compañía ha mantenido una liquidez adecuada, con valores cercanos a uno, siendo de 1,0 veces en marzo de 2014.



Evolución de la rentabilidad⁶

Considerando la estabilidad del negocio, la rentabilidad operacional de **Chilquinta** ha sido relativamente constante, aunque ha tendido a aumentar en los últimos años producto del incremento de escala de la empresa (mayor número de clientes). En el año móvil terminado en marzo de 2014, la rentabilidad operacional de la compañía alcanzó un 22,1%, y se ha mantenido en torno al 22,9% en el último año.

La rentabilidad del patrimonio en tanto, ha sido un poco menos estable, producto de los cambios en la utilidad del ejercicio, cuyas variaciones se deben a la fluctuación de los costos financieros y a las diferencias de cambio, además de la corrección monetaria. Durante el período comprendido entre marzo de 2013 y 2014, alcanzó un 16,3%, siendo inferior a igual período del año anterior (19,9%) debido principalmente a un mayor nivel patrimonial del último período.



⁶ Rentabilidades calculadas con flujos móviles.

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

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

Características de las líneas de bonos



Las características de las líneas de bonos inscritas por **Chilquinta** a marzo de 2014 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	Nº 549 de 16/09/2008	Nº 550 de 16/09/2008
Monto máximo ⁷	UF 8.500.000	UF 8.500.000
Plazo vencimiento	10 años	30 años

Covenants financieros		
	Línea de bonos	Marzo 2014
Razón de endeudamiento	No superior a 1,75 veces	0,45 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 éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

⁷ En ningún momento el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas podrá exceder el monto máximo de UF 8.500.000.