



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56) 22433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Chilquinta Energía S.A.

Julio 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo | |
|---------------------|------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Líneas de bonos | AA |
| Tendencia | Estable |
| Estados financieros | Marzo 2015 |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda | |
|---|---|
| Línea de bonos Línea de bonos Serie B | Nº 549 de 16.09.2008 Nº 550 de 16.09.2008 Primera emisión |

| MM\$ nominales | Estado de resultados consolidado IFRS | | | | | |
|---|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Ene-Mar 2014 | Ene-Mar 2015 |
| Ingresos totales | 324.761 | 276.331 | 283.351 | 319.828 | 77.891 | 88.817 |
| Costo de venta | -257.170 | -206.614 | -214.532 | -245.454 | -60.096 | -70.043 |
| Ganancia bruta | 67.591 | 69.717 | 68.820 | 74.374 | 17.795 | 18.774 |
| Gastos de adm. y otros por función ¹ | -21.288 | -17.778 | -16.179 | -21.817 | -5.033 | -5.308 |
| Resultado operacional | 46.303 | 51.939 | 52.640 | 52.558 | 12.762 | 13.467 |
| Gastos financieros | -6.603 | -6.559 | -6.351 | -6.045 | -1.392 | 1.558 |
| Ganancia | 36.349 | 35.353 | 35.818 | 32.364 | 7.382 | 8.971 |
| EBITDA ² | 50.579 | 56.455 | 58.972 | 60.308 | 14.611 | 15.312 |

| Estados de situación financiera consolidado IFRS | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| MM\$ nominales | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 | mar-15 |
| Activos corrientes | 90.619 | 80.704 | 69.545 | 121.026 | 136.938 |
| Activos no corrientes | 326.929 | 339.340 | 351.689 | 362.548 | 361.767 |
| Total activos | 417.548 | 420.044 | 421.233 | 483.574 | 498.705 |
| Pasivos corrientes | 84.121 | 70.280 | 75.840 | 67.119 | 74.870 |
| Pasivos no corrientes | 154.747 | 157.114 | 122.994 | 163.835 | 165.428 |
| Total pasivos | 238.867 | 227.394 | 198.834 | 230.954 | 240.298 |
| Patrimonio | 178.681 | 192.649 | 222.399 | 252.620 | 258.407 |
| Total pasivos y patrimonio | 417.548 | 420.044 | 421.233 | 483.574 | 498.705 |
| Deuda financiera | 153.642 | 148.658 | 109.874 | 116.112 | 117.316 |

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

² EBITDA bajo IFRS utilizado por la compañía = Ganancia bruta - gastos de administración + depreciación + otros ingresos (sin intereses) - otros gastos +/- otras ganancias (sin intereses).

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, Maule y Biobío- operación 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., Luzlinares S.A. y Luzparral S.A.) y dos negocios conjuntos con SAESA S.A. (Eletrans y Eletrans II).

A mayo de 2015, la compañía atiendía a más de 554 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 2014 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 527 millones, un EBITDA de US\$ 99 millones, teniendo al 31 de marzo de 2015 una deuda financiera que alcanzaba US\$ 187 millones, compuesta exclusivamente por bonos³, con un nivel de activos de US\$ 796 millones y patrimonio por US\$ 412 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 estimaciones de **Humphreys**, la actual capacidad productiva de la empresa le permite generar flujos de caja de largo plazo (FCLP⁴), después de gastos financieros e impuestos, del orden de los \$ 52.000 millones al año para responder a una deuda en torno a los \$ 117.300 millones, constituida en su totalidad por una serie de bonos con vencimiento en 2030.

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

³ A esa fecha mantenía un pasivo de US\$ 50 millones con su matriz, Inversiones Sempra Ltda., que incrementaría su deuda financiera en 37%.

⁴ 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.

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.

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 2014⁵

Durante 2014, los ingresos de **Chilquinta** aumentaron en 8,0% respecto al año anterior, alcanzando \$ 326.912 millones, explicado principalmente por un mayor nivel de ingresos asociados a venta de energía y servicios. Los costos de explotación aumentaron en 9,5% en el período, totalizando \$ 250.895 millones, debido al mayor volumen de compra de energía ese tiempo. Producto de lo anterior, el margen de explotación se incrementó 3,4%, sumando \$ 76.017 millones (\$ 73.504 millones en 2013), representando un 23,3% de los ingresos de la compañía (24,3% en 2013).

Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 26.264 millones, un incremento real de 6,9% respecto del año anterior. De este modo, el resultado operacional se incrementó en 1,7% durante 2014, lo que representa un alza de \$ 811 millones respecto a 2013. El resultado operacional como porcentaje de los ingresos baja desde 16,2% a 15,2% en el período.

Con todo, la ganancia del ejercicio totalizó \$ 33.071 millones, equivalente a una disminución de 13,6% respecto al período 2013 (\$ 38.283 millones). Finalmente, la compañía alcanzó un EBITDA de \$ 59.912 millones, lo que representa un aumento real de 2,7% en ese año.

⁵ Valores expresados en pesos de marzo de 2015.

Primer trimestre de 2015

Durante el primer trimestre de 2015, los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron a \$ 88.817 millones, lo que representa un alza real de 9,1% 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 \$ 70.043 millones, expandiéndose un 11,5% respecto a igual trimestre de 2014, lo que se debe principalmente a un mayor costo de compra de energía (un incremento real de 13,7%). Las compras de energía y potencia ascendieron a \$ 63.141 millones, las cuales representaron el 90,1% del total de costos de la explotación.

En tanto, los gastos de administración disminuyeron un 2,2% real hasta alcanzar \$ 6.364 millones. Considerando lo anterior, el resultado operacional se incrementó en 2,6% real respecto a los primeros tres meses de 2014. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía disminuyó desde 14,9% en marzo de 2014, a 14,0% en marzo de 2015.

Finalmente, durante los primeros tres meses de 2015, la compañía tuvo una ganancia de \$ 8.971 millones, un 16,2% superior a igual período 2014, cuento tuvo una ganancia de \$ 7.717 millones. El EBITDA del último trimestre totalizó \$ 15.312 millones, lo que representa un aumento real de 0,2% respecto al primer trimestre del año anterior (\$ 15.275 millones).

Eventos recientes

En mayo de 2014, la sociedad matriz, Inversiones Sempra Limitada, otorgó a la compañía un préstamo de US\$ 50 millones para financiar parte de la porción en dólares del Capex que incurrirá la compañía en los próximos cinco años, la que se considera dentro de los pasivos con empresas relacionadas.

Durante el mes de septiembre de 2014, **Chilquinta**, mediante compras sucesivas de acciones a minoritarios, adquirió 19.105 acciones de la sociedad Compañía Eléctrica del Litoral S.A., totalizando 1.909.280 acciones, que representan el 76,37% de su capital accionario.

El 29 de enero de 2015, renunció al Directorio de la compañía, George Sam Liparidis, asumiendo Trevor Ian Mihalic como Vicepresidente del Directorio a contar de esa fecha.

El 31 de enero de 2015, Juan Carlos Fritis, Gerente de Personas, renunció a la compañía, asumiendo Esteban Lavanderos Werner dicha posición.

Durante el mes de febrero de 2015, la compañía concurrió a la compra de acciones a minoritarios, lo que le significó alcanzar una participación 76,47% del capital accionario de Compañía Eléctrica del Litoral S.A.

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 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 91% 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 2008-2014), 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 obedeció más bien a las campañas de ahorro nacional que 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 509 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 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. | 76,47% | 0,00% | 76,47% |
| 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 2015 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 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 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 esta claramente diferenciado en tres sub-sectores:

1. Generación

Se organiza en torno a cuatro grandes redes⁶:

- **Sistema Interconectado del Norte Grande (SING):** Abarca el territorio de Arica-Parinacota, Tarapacá y Antofagasta, Decimoquinta, Primera y Segunda regiones de Chile, respectivamente, cubriendo una superficie de 185.142 km², equivalente a 24,5% del territorio continental. Consta de cerca de 17 empresas generadoras. Cuenta con una capacidad instalada bruta que alcanzaba a 4.143 MW⁷ a mayo de 2015.

⁶ Existe dos redes pequeñas adicionales:

- 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.
- Sistema de Isla de Pascua, que abastece a esa zona, con una capacidad de 4,3 MW de potencia instalada, con una generación 100% termoeléctrica.

⁷ Datos obtenidos de CDEC-SING.

Alrededor del 95,3% de ésta proviene de centrales térmicas, un 4,4% de plantas solares y eólicas y un 0,3% centrales hidráulicas.

- **Sistema Interconectado Central (SIC):** Desde Taltal (Región de Atacama) hasta la Región de los Lagos, con una capacidad instalada de 15.283 MW a abril de 2015⁸. Esta potencia está dividida en centrales térmicas, en un 52,1%; hidráulica, en un 41,7%; eólica, en un 4,9% y solar, en un 1,3%. 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. En diciembre de 2014 contó con una potencia instalada de 55,3 MW⁹ y la generación es 51% termoeléctrica, 45,4% hidroeléctrica y 3,6% eólica.
- **Sistema de Magallanes:** Una sola empresa (EDELMAG S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución, en cuatro subsistemas (Punta Arenas, Puerto Natales, Puerto Williams y Puerto Porvenir). La generación es 100% termoeléctrica (gas y *diesel*), y, a diciembre de 2014 cuenta con 105,7 MW¹⁰ de potencia instalada.

2. Transmisión

Este sector está conformado por las empresas que transportan la energía producida por las compañías generadoras a través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva, hasta las empresas distribuidoras y clientes libres a los cuales suministran. Por medio de las líneas de transmisión se puede transportar la energía de cualquier generadora que lo solicite, pagando el peaje correspondiente.

3. Distribución

Las compañías distribuidoras compran electricidad a las generadoras mediante licitaciones públicas, con el fin de venderla a los consumidores ubicados en su área de concesión. Los precios regulados a clientes finales corresponden al precio nudo promedio, que es 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 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.

⁸ Datos obtenidos del Informe Mensual de Operación CDEC-SIC a abril de 2015.

⁹ Memoria anual Edelaysen 2014.

¹⁰ Memoria anual Edelmag 2014.

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 2.828 GWh al año, de los cuales un 51,7% está asociado con contratos de provisión suscritos con Endesa, un 39,5% a Gener y un 8,9% a la Empresa Eléctrica Panguipulli.

Ciencia

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

Clientes regulados: Los clientes regulados son aquellos cuya potencia conectada es inferior a 0,5 MW. Están 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.

Los clientes 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.

Ciencia distribuidoras

Los clientes de las distribuidoras eléctricas están conformados en primer lugar por aquellos cuya potencia instalada es menor a 0,5 MW y se ubican dentro del área de su concesión, a quienes se denomina "clientes regulados", y que corresponden en su mayoría a clientes residenciales, comerciales y pequeñas 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.

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 a sus clientes libres, respecto de aquel destinado a sus clientes regulados.

Además de los anteriores, se encuentran dentro del mercado 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.

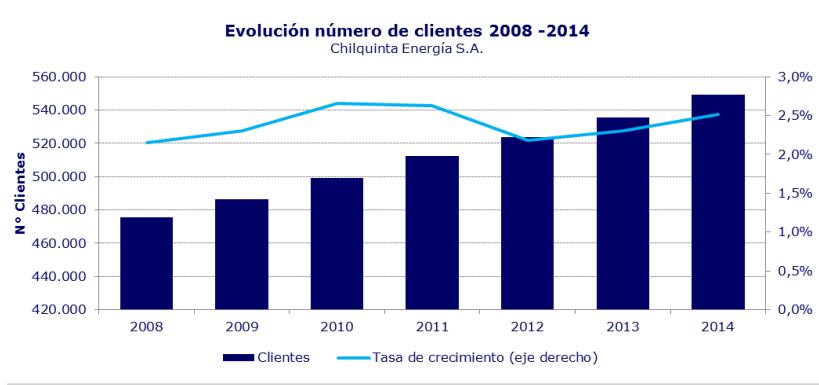
Distribución: Los sistemas de distribución están constituidos por las líneas, subestaciones y equipos que permiten prestar el servicio de abastecimiento de electricidad hacia los consumidores finales, localizados en cierta zona geográfica explícitamente limitada. Estas empresas operan bajo un régimen 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 en el residencial, que en 2014 representó el 36,6% de las ventas físicas de energía de la compañía, y el 42,4% de las valoradas. El sector comercial abarca un 23,0% de las ventas físicas y el 21,8% de las valoradas, mientras que en el industrial estos porcentajes ascienden a 17,1% y 15,4%, respectivamente. Finalmente, el sector agrícola significa un 10,7% de las ventas físicas y un 8,5% de las valoradas.

A fines de 2014 **Chilquinta** atendía una base de 549 mil clientes, que han mostrado un crecimiento anual promedio de 2,4% para el período 2008-2014.



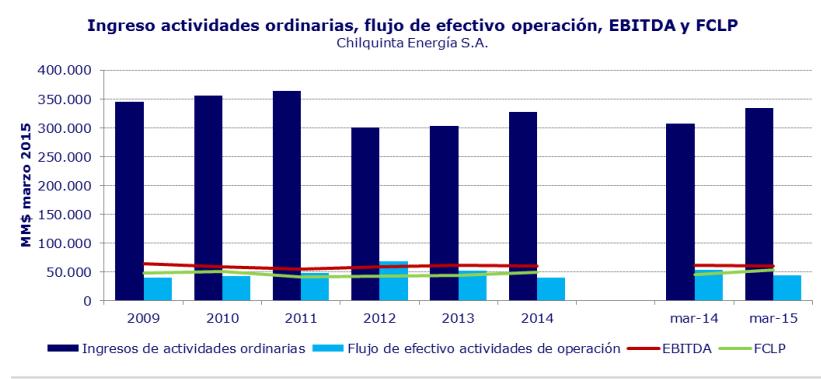
Evolución financiera

La información presentada en el siguiente análisis se encuentra con valores actualizados a marzo de 2015, con datos anualizados.

Evolución de los ingresos

Como se observa en el gráfico siguiente, los ingresos de la compañía han ido decreciendo desde el año 2011 hasta llegar a los \$ 334.297 millones registrados en el año móvil terminado en marzo de 2015 (\$ 363.469 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 \$ 60.000 y \$ 52.600 millones, respectivamente, para el año móvil terminado en marzo de 2015.

El flujo de efectivo de la operación decreció un 18%, alcanzando \$ 43.817 millones en el año móvil terminado en marzo de 2015, explicado fundamentalmente por mayores pagos a proveedores por suministros de bienes y servicios.

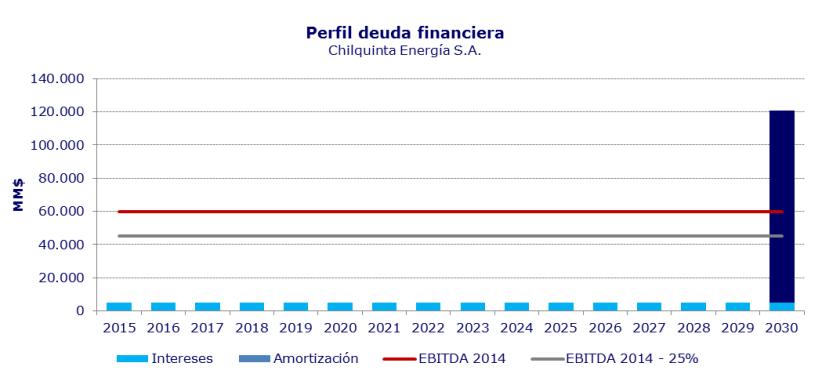


Por otra parte, el EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó el 17,9% en el año móvil terminado en marzo de 2015 (20,1% en el período anterior). Cabe recordar que la empresa es un intermediario en el mercado de venta de energía, por lo que traspasa las variaciones de costos a clientes de acuerdo 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 tiende a bajar; por el contrario, si cae el precio se evidencia un aumento del margen).

Evolución del endeudamiento financiero

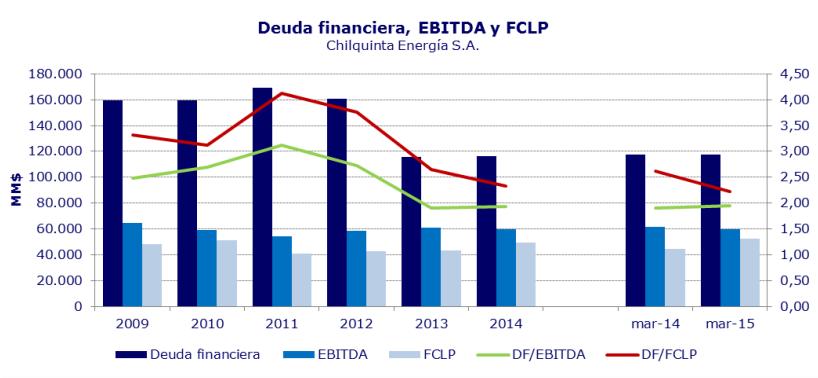
La única deuda financiera activa de **Chilquinta** durante marzo de 2015 corresponde a la deuda asociada a la línea de bonos Series B, por un valor nominal de UF 4,7 millones en 2009.

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:



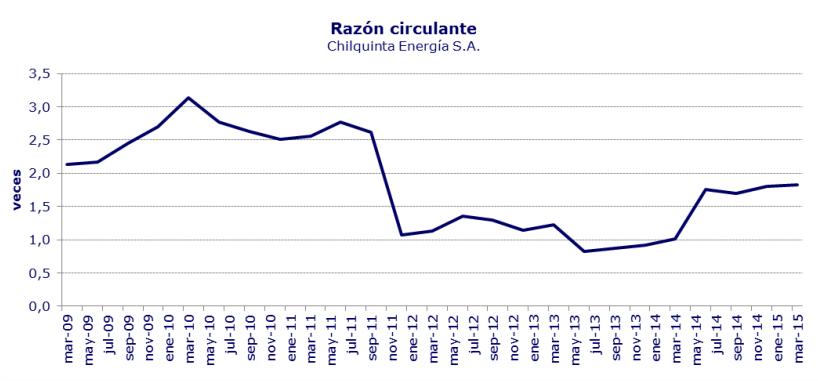
El menor nivel de la cuenta "Otras ganancias" registrado entre marzo de 2014 y marzo de 2015, producto de la venta de activos mantenidos para la venta, junto con los ajustes de provisión realizados por el juicio Inverlink en el año móvil a marzo 2014, fueron los factores que más influyeron en la disminución de 2,9% observada en el EBITDA durante ese período. En tanto, el FCLP aumentó en 17,5%, y es explicado en parte

por el mayor nivel de activos registrado en el último período. Como se mencionó anteriormente, desde enero de 2014, 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. Dado lo anterior, el indicador Deuda Financiera sobre EBITDA se incrementó levemente por los menores niveles de EBITDA explicados anteriormente (desde 1,91 a 1,96 veces en el período analizado), y el indicador Deuda Financiera sobre FCLP disminuyó desde 2,63 a 2,23 veces entre marzo de 2014 y 2015)¹¹.



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 1,8 veces en marzo de 2015.

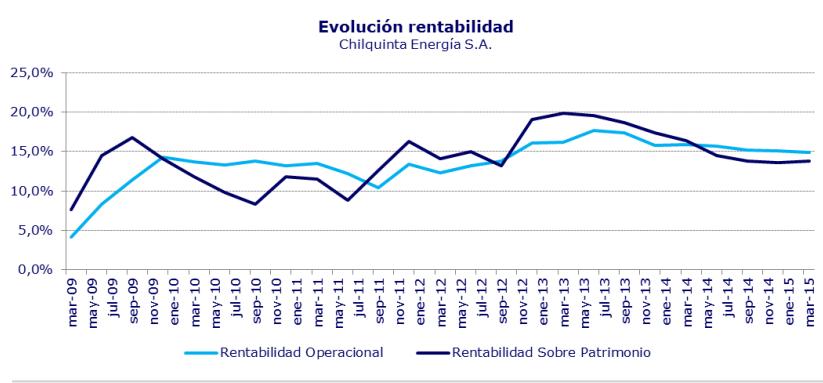


¹¹ Cabe recordar que la compañía recibió un préstamo de US\$ 50 millones por parte de Inversiones Sempra Limitada, que es contabilizada como un pasivo con empresas relacionadas. Si este préstamo es incluido como deuda financiera, incrementaría su indicador DF/EBITDA desde 1,94 a 2,65 veces, y su indicador DF/FCLP desde 2,23 a 3,05 veces. Con todo, estos valores de ratios de endeudamiento son inferiores a los registrados en períodos anteriores.

Evolución de la rentabilidad¹²

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 2015, la rentabilidad operacional de la compañía alcanzó un 14,9%, y se ha mantenido en torno al 15,2% 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 2014 y 2015, alcanzó un 13,8%, siendo inferior a igual período del año anterior (16,3%) debido principalmente a un mayor nivel patrimonial del último período.



Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Chilquinta** a marzo de 2015 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 | UF 8.500.000 | UF 8.500.000 |
| Plazo vencimiento | 10 años | 30 años |

| Covenants financieros | | |
|------------------------|--------------------------|------------|
| | Línea de bonos | Marzo 2015 |
| Razón de endeudamiento | No superior a 1,75 veces | 0,20 veces |

¹²Rentabilidades calculadas con flujos móviles.

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

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

"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."