



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Chilquinta Energía S.A.

Julio 2016

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 2016

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

Estado de resultados consolidado IFRS							
MM\$ de cada período	2011	2012	2013	2014	2015	ene-mar 2015	ene-mar 2016
Ingresos totales	324.761	276.331	283.351	319.828	345.427	88.817	98.876
Costo de venta	-257.170	-206.614	-214.532	-245.454	-269.158	-70.043	-79.628
Ganancia bruta	67.591	69.717	68.820	74.374	76.268	18.774	19.248
Gastos de adm. y otros por función ¹	-21.288	-17.778	-16.179	-21.817	-20.194	-5.308	-5.615
Resultado operacional	46.303	51.939	52.640	52.558	56.074	13.467	13.633
Gastos financieros	-6.603	-6.559	-6.351	-6.045	-6.332	1.558	1.653
Ganancia	36.349	35.353	35.818	32.364	33.172	8.971	8.971
EBITDA ²	50.579	56.455	58.972	60.308	62.282	15.312	15.266

Estados de situación financiera consolidado IFRS						
MM\$ de cada período	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-15
Activos corrientes	90.619	80.704	69.545	121.026	174.139	177.185
Activos no corrientes	326.929	339.340	351.689	362.548	378.268	382.139
Total activos	417.548	420.044	421.233	483.574	552.408	559.324
Pasivos corrientes	84.121	70.280	75.840	67.119	90.455	90.924
Pasivos no corrientes	154.747	157.114	122.994	163.835	178.339	176.601
Total pasivos	238.867	227.394	198.834	230.954	268.794	267.525
Patrimonio	178.681	192.649	222.399	252.620	283.613	291.799
Total pasivos y patrimonio	417.548	420.044	421.233	483.574	552.408	559.324
Deuda financiera	153.642	148.658	109.874	116.112	120.866	123.767

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).

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, 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 marzo de 2016, la compañía atiende a más de 562 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 2015 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 486 millones, un EBITDA de US\$ 88 millones, teniendo al 31 de marzo de 2016 una deuda financiera que alcanzaba US\$ 185 millones, compuesta exclusivamente por bonos³, con un nivel de activos de US\$ 835 millones y patrimonio por US\$ 436 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 \$ 57.000 millones al año para responder a una deuda en torno a los \$ 123.760 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 anteriores), 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 que exista una 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 Cardones - Diego de Almagro (en funcionamiento). Nueva Línea 2x220 Kv Ciruelos – Pichirropulli (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 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 2015⁵

Durante 2015, los ingresos de **Chilquinta** aumentaron en 3,6% respecto al año anterior, alcanzando \$ 354.471 millones, explicado principalmente por un mayor nivel de ingresos asociados a venta de energía y servicios. Los costos de explotación crecieron en 5,1% en el período, totalizando \$ 276.221 millones, debido a un efecto precio generado en la compra de energía, compensado parcialmente por un menor volumen de venta de energía respecto al período 2014. Producto de lo anterior, el margen de explotación disminuyó 1,7%, alcanzando \$ 78.250 millones (\$ 79.595 millones en 2014), representando un 22,1% de los ingresos de la compañía (23,3% en 2014).

Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 26.486 millones, siendo un 3,7% inferior al año anterior. De este modo, el resultado operacional se incrementó en 2,3% durante el período 2015, lo que representa un alza de \$ 1.272 millones respecto al ejercicio anterior. El resultado operacional como porcentaje de los ingresos baja desde 16,4% a 16,2%.

Con todo, la ganancia del ejercicio totalizó \$ 34.057 millones, equivalente a una disminución de 1,6% respecto a 2014 (\$ 34.628 millones). Finalmente, la compañía alcanzó un EBITDA de \$ 61.848 millones, lo que representa una disminución real de 1,9% en ese año.

⁵ Valores expresados en pesos de marzo de 2016.

Primer trimestre de 2016

Durante el primer trimestre de 2016, los ingresos de **Chilquinta** alcanzaron a \$ 98.876 millones, lo que representa un alza real de 6,3% respecto al mismo período del año anterior, lo que es explicado principalmente por un mayor nivel de ingresos asociados a superiores ingresos por ventas de energía y servicios.

Los costos de ventas ascendieron a \$ 79.628 millones, expandiéndose un 8,6% respecto a igual trimestre de 2015, lo que se debe principalmente a un efecto precio generado en la compra de energía, compensado parcialmente por un menor volumen de venta de energía registrado en el período. Las compras de energía y potencia ascendieron a \$ 72.001 millones, las cuales representaron el 90,4% del total de costos de la explotación.

En tanto, los gastos de administración se incrementaron un 3,5% real hasta alcanzar \$ 6.894 millones. Considerando lo anterior, el resultado operacional tuvo una disminución real de 3,3% respecto a los primeros tres meses de 2015. La relación entre el resultado operacional y los ingresos de la compañía disminuyó desde 15,2% en marzo de 2015, a 13,8% en marzo de 2016.

Finalmente, durante los primeros tres meses de 2015, la compañía tuvo una ganancia de \$ 9.672 millones, un 3,0% superior a igual período de 2015, cuento alcanzó \$ 9.394 millones. El EBITDA del último trimestre totalizó \$ 14.917 millones, lo que representa una disminución real de 5,0% respecto al primer trimestre del año anterior (\$ 15.703 millones).

Eventos recientes

Durante los meses de agosto de 2015 y febrero de 2016, **Chilquinta**, mediante compras sucesivas de acciones a minoritarios, aumentó su participación en Compañía Eléctrica del Litoral S.A. en un 0,01% y 0,05% respectivamente, alcanzando un 76,53% del capital accionario en esa sociedad.

El 27 de enero de 2016, se aprobó el proyecto de ley de Simplificación de Reforma Tributaria que, entre otros aspectos, establece de forma más explícita la definición de los sistemas tributarios que operarán en Chile durante los próximos años, indicándose específicamente que el sistema semi integrado de tributación será el régimen de tributación para las empresas en Chile. Bajo este régimen deberán tributar las sociedades anónimas (abiertas o cerradas), las sociedades en comandita por acciones y las empresas en que al menos uno de sus propietarios, comuneros, socios o accionistas no sea una persona natural. De acuerdo a esa ley, a **Chilquinta** se le aplica el sistema de tributación semi integrado.

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 95% 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 los últimos diez años), pero estable, con baja exposición a los períodos recesivos, dado su carácter de primera necesidad. Si bien, durante el último período se registró una caída de 2,7% en la demanda total de la empresa, esta situación obedeció más a la mantención del horario de verano, que a otros factores, 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 518 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.	76,53%	0,00%	76,53%
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 2016 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 está claramente diferenciado en tres sub-sectores:

1. Generación

Se organiza en torno a cuatro grandes redes⁶:

- **Sistema Interconectado del Norte Grande (SING)**: Abarca las regiones de Arica-Parinacota, Tarapacá y Antofagasta. Consta de cerca de 17 empresas generadoras. Cuenta con una capacidad instalada bruta

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.

que alcanzaba a 4.143 MW⁷ a mayo de 2015. Alrededor del 95,3% de esta capacidad 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 Antofagasta) hasta la Región de los Lagos, con una capacidad instalada de 16.134 MW a abril de 2016⁸. Esta potencia está dividida en centrales térmicas, con un 50,8%; hidroeléctricas, con un 40,5%; eólicas, en un 5,1% y solares, en un 3,6%. Operan más 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 2015 contó con una potencia instalada de 59,09 MW⁹ y la generación es 50,7% termoeléctrica, 42,5% hidroeléctrica y 3,4% 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 2015 contaba 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.

⁷ Datos obtenidos de CDEC-SING.

⁸ Datos obtenidos del Informe Mensual de Operación CDEC-SIC a abril de 2016.

⁹ Memoria anual Edelaysen 2015.

¹⁰ Memoria anual Edelmag 2015.

En la actualidad, **Chilquinta** dispone de contratos con generadoras por los próximos dieciocho años, así como con contratos para suministro eléctrico de clientes regulados por un total de 2.773 GWh al año, de los cuales un 51,6% está asociado con contratos de provisión suscritos con Endesa, un 37,1% a Gener, un 9,9% a Enel y un 1,4% a Tecnored.

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.

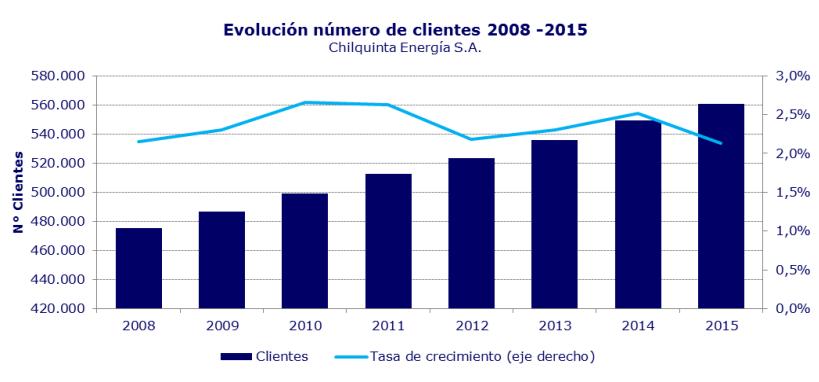
Distribución: Los sistemas de distribución están constituidos por las líneas, subestaciones y equipos que permiten prestar el servicio de abastecimiento de electricidad hacia los consumidores finales, localizados en cierta zona geográfica explícitamente limitada. Estas empresas operan bajo un régimen 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 38,2% de las ventas físicas de energía de la empresa, y el 42,4% de las valoradas. El sector comercial abarca un 23,6% de las ventas físicas y el 23,1 % de las valoradas, mientras que en el industrial estos porcentajes ascienden a 16,8% y 14,1%, respectivamente. Finalmente, el sector agrícola significa un 9,6% de las ventas físicas y un 8,3% de las valoradas.

A fines de 2015, **Chilquinta** atendía una base de 561 mil clientes (564,2 mil clientes en junio de 2016), que han mostrado un crecimiento anual promedio de 2,4% para el período 2008-2015.



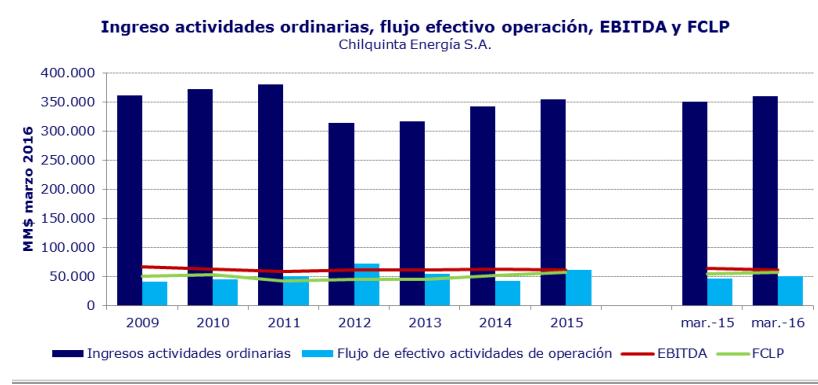
Evolución financiera

La información presentada en el siguiente análisis se encuentra con valores actualizados a marzo de 2016, con datos anualizados.

Evolución de los ingresos

Como se observa en el gráfico siguiente, los ingresos de la compañía han ido en aumento desde el año 2012 hasta llegar a los \$ 360.349 millones registrados en el año móvil terminado en marzo de 2016 (\$ 350.033 millones acumulados en marzo de 2015), y se deben principalmente a un mayor nivel de ingresos asociados a venta de energía y servicios. Mientras tanto, el EBITDA y el FCLP se han situado en valores cercanos a \$ 61.000 y \$ 57.800 millones, respectivamente, para el año móvil terminado en marzo de 2016.

El flujo de efectivo de la operación aumentó un 9,2%, alcanzando \$ 50.108 millones en el año móvil terminado en marzo de 2016, explicado fundamentalmente por un menor nivel de pago a proveedores por suministro de bienes y servicios.

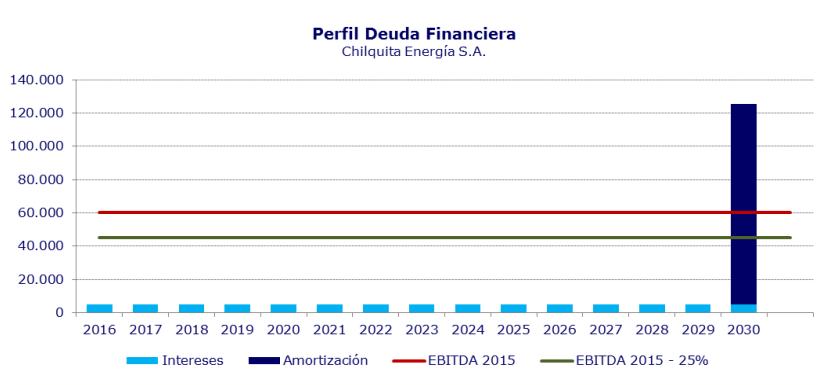


Por otra parte, el EBITDA como proporción de los ingresos alcanzó el 16,9% en el año móvil terminado en marzo de 2016 (18,1% en el período anterior). Cabe recordar que la empresa es un intermediario en el mercado de venta de energía, por lo que traspasa las variaciones de costos a clientes de acuerdo 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 2016 corresponde a la deuda asociada a la línea de bonos Series B.

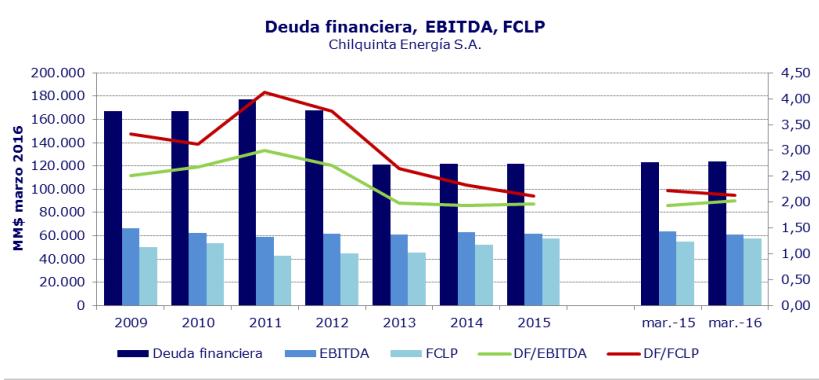
A continuación se muestra la relación entre el perfil de pago de la deuda de la compañía y los flujos que genera **Chilquinta** a la fecha:



El mayor nivel de costos de ventas registrado entre marzo de 2015 y 2016, debido principalmente a un efecto precio generado en la compra de energía, fue el factor que más influyó en la disminución real de 3,7% observada en el EBITDA durante ese tiempo. En tanto, el FCLP aumentó en 4,9%, y es explicado en parte por el mayor nivel de activos registrado en el último período.

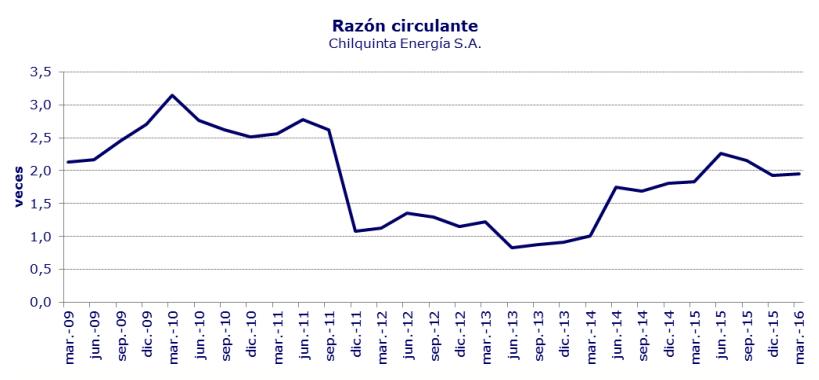
Como se mencionó anteriormente, desde enero de 2014, la única deuda financiera que registra la compañía, corresponde a la deuda asociada a una única línea de bonos, por lo que no tuvo variación en el último período.

Dado lo anterior, el indicador Deuda Financiera sobre EBITDA se incrementó levemente por los menores niveles de EBITDA explicados anteriormente (desde 1,94 a 2,03 veces en el período analizado), y el indicador Deuda Financiera sobre FCLP disminuyó desde 2,23 a 2,14 veces entre marzo de 2015 y 2016)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, pasó desde 2,6 a 1,1 veces, lo que se produjo por la liquidación de depósitos a plazo en dólares para el pago de un dividendo, que disminuyó los niveles de activos corrientes en ese período. No obstante lo anterior, la entidad ha mantenido una liquidez adecuada, con valores cercanos a uno, siendo de 1,9 veces en marzo de 2016.

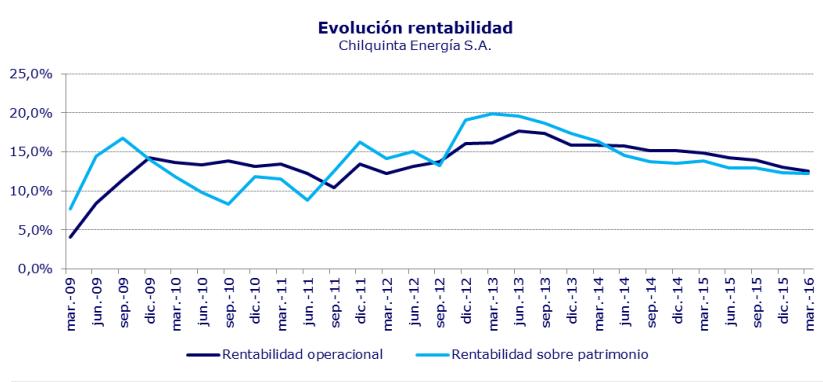


¹¹ Cabe recordar que la compañía recibió un préstamo de US\$ 50 millones por parte de Inversiones Sempra Limitada, que es contabilizada como un pasivo con empresas relacionadas. Si este préstamo es incluido como deuda financiera, incrementaría su indicador DF/EBITDA desde 2,03 a 2,78 veces, y su indicador DF/FCLP desde 2,14 a 2,93 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 disminuir en los últimos años producto del incremento de escala de la empresa (mayor nivel de activos en etapa de ejecución). En el año móvil terminado en marzo de 2016, la rentabilidad operacional de la compañía alcanzó un 12,6%, y se ha mantenido en torno al 15,1% 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 ciclo comprendido entre marzo de 2015 y 2016, alcanzó un 12,2%, siendo inferior a igual período del año anterior (13,8%) debido principalmente a un mayor nivel patrimonial de la última etapa.



Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Chilquinta** a marzo de 2016 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 2016
Razón de endeudamiento	No superior a 1,75 veces	0,12 veces

¹² Rentabilidades 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."