

Sector Eléctrico  
Chile  
Análisis de Riesgo

**CGE Distribución S.A.**

**Ratings**

	Rating Actual
Línea de Bonos N°389 (Series A y B) IDR (ML/ME)	AA(chl) NC
IDR-Issuer Default Rating, ML-Monededa Local, ME-Monededa Extranjera. NC-no clasificado.	

**Outlook**

Estable

**Watch**

N/A

**Información Financiera**

CGE Distribución S.A. (Ch\$MM)	31/06/08 (12 meses)	31/12/07
Total Activos	450.692	438.008
Total Deuda Financiera	144.892	146.921
Ingresos	577.539	495.452
EBITDA	62.361	64.314
Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	59.440	68.572
Deuda Financiera Total/EBITDA (x)	2,3	2,3
Deuda Financiera Total/FFO(x)	2,2	2,0
EBITDA/Gastos Financieros (x)	8,7	9,6

**Analistas**

M. Beatriz Moreno B.  
+562 499-3315  
[Beatriz.moreno@fitchratings.com](mailto:Beatriz.moreno@fitchratings.com)

Giovanny Grosso  
+562 499-3327  
[Giovanny.grosso@fitchratings.com](mailto:Giovanny.grosso@fitchratings.com)

**Informes Relacionados**

- *CGE, Agosto 2008*
- *CGE Transmisión, Agosto 2008*
- *Conafe, Mayo 2008*
- *Empresas Emel, Agosto 2008*
- *Gasco, Julio 10, 2007*

**Fundamentos**

- La clasificación asignada a CGE Distribución S.A. (CGE Distribución) se fundamenta en la estabilidad de sus flujos de caja, en el sólido crecimiento de la demanda de las zonas servidas, sus niveles de pérdidas de energía económicamente eficientes, el consolidado marco regulatorio en el que opera y sus adecuados niveles de endeudamiento a nivel individual.
- Por otro lado, restringe la clasificación la mayor presión que existe sobre los flujos de la compañía tras el incremento en los niveles de endeudamiento de su matriz Compañía General de Electricidad S.A. (CGE, 'AA-(chl)' e Issuer Default Rating (IDR) de BBB+ por Fitch). Tras la compra de Empresas Emel S.A. (Emel, 'AA(chl)' por Fitch) en Noviembre de 2007, CGE aumentó su nivel de endeudamiento financiero, el cual ya era considerado elevado para la clasificación antes de dicha adquisición. En términos consolidados, CGE aumentó su deuda financiera desde US\$1.832 millones a septiembre de 2007 (antes de la compra de Emel) a US\$2.687 millones a junio de 2008 (esta última incluye la deuda financiera consolidada de Emel por US\$222 millones a junio 2008), pasando de una relación Deuda a EBITDA de 4,0 veces (x) para el año móvil terminado en septiembre de 2007, a 5,2x para los últimos doce meses terminados en junio de 2007 (asumiendo un año completo del EBITDA de Emel).
- Fitch considera que existe la suficiente interdependencia financiera entre CGE y sus subsidiarias, de manera tal que la calidad crediticia de las empresas operativas esté correlacionada con la de CGE y se afecte negativamente con un deterioro de la flexibilidad financiera de su matriz. Lo anterior considerando que CGE tiene el control de sus subsidiarias operativas, que solamente cuenta con los dividendos repartidos por estas para pagar su deuda individual, que no existe un fuerte mecanismo que limite el flujo de recursos desde las subsidiarias operativas a la matriz (por ejemplo, restricciones al pago de dividendos), y que las subsidiarias reciben apoyo financiero de la matriz en la forma de cuenta corriente mercantil. No obstante, CGE Distribución está clasificada con un *notch* en escala nacional por sobre la clasificación de CGE, dada la subordinación estructural de la deuda de la matriz con respecto a la subsidiaria operativa.

**¿Que Podría Gatillar un Cambio en la Clasificación?**

- La clasificación de riesgo de CGE Distribución podría afectarse positivamente si su matriz CGE logra disminuir y estabilizar sus niveles de endeudamiento en comparación con sus flujos operacionales consolidados y dividendos percibidos.
- Por otro lado, un aumento significativo en los actuales niveles de deuda o un retraso considerable en la disminución de los indicadores de endeudamiento de su matriz, junto con cambios considerables en el marco regulatorio en el que CGE Distribución opera, entre otros, podrían debilitar el perfil crediticio de la compañía en el futuro.

### Estructura de Deuda, Liquidez e Indicadores Crediticios

Actualmente CGE Distribución mantiene dos créditos bancarios con vencimiento en el año 2010. Así a junio de 2008, CGE Distribución presenta un total de deuda financiera de Ch\$144.892 millones (Ch\$141.050 millones a junio de 2007), de la cual un 45% corresponde a deuda bancaria de largo plazo y el 55% restante corresponde a deuda con tenedores de bonos locales con vencimientos en los años 2012 (Serie A) y 2025 (Serie B). Los vencimientos financieros de dichos bonos locales son consistentes con el perfil operacional de largo plazo de la compañía, que corresponde a negocios regulados e intensivos en activos fijos.

A junio 2008, el patrimonio de la compañía representa un 43% de sus activos totales, demostrando adecuados y estables niveles de capitalización (45% a Diciembre de 2007).

El flujo EBITDA totaliza Ch\$62.361 millones para el año móvil terminado en junio de 2008, (Ch\$64.314 a diciembre de 2007). De esta forma, la compañía presenta adecuadas y estables medidas de protección crediticia, mostrando un nivel de endeudamiento medido como la relación Deuda Financiera a EBITDA de 2,3 veces (x) y una cobertura EBITDA sobre Gastos Financieros de 8,7x.

### Perfil

CGE Distribución pertenece en un 99,6% a CGE y opera los activos de distribución del grupo entre la Región Metropolitana y la IXª Región, concentrando la mayor parte de los activos de distribución del grupo.

En promedio, durante los últimos 3 años CGE Distribución ha repartido el 93% de sus utilidades, mientras que su política establece un mínimo de 70%. Es así como la compañía es la principal filial del grupo CGE en términos de flujo, contribuyendo con un 42% de los dividendos recibidos por su matriz durante 2007. Los dividendos repartidos por CGE Distribución, junto con los de las otras filiales del sector distribución y transmisión eléctrica de CGE le entregan una importante estabilidad a los flujos de su matriz.

### Operaciones

Como muestra la tabla a continuación, la zona de concesión de CGE Distribución ha presentado históricamente una sólida tasa de crecimiento en ventas de energía. Durante el año 2007, el volumen vendido aumentó en un 14% y el número de clientes aumentó en un 12% con respecto al 2006. Lo anterior debido principalmente al traspaso de los activos de CGE Distribución VII y en menor medida por el crecimiento de las zonas de concesión. En el caso del aumento en el volumen vendido, este se explicó por el incremento de la demanda de clientes comerciales y agrícolas, entre otros.

CGE Distribución tiene cinco unidades de negocio o zonales. La zonal Rio Maipo es la más importante en términos de energía vendida durante el 2007, representando un 26% del total, la siguen la zonal Concepción con un 23%, la zonal Rancagua con un 22%, la zonal Talca con un 17% y la zonal Temuco con el restante 12%.

#### Evolución Energía Vendida

Año	Ventas Físicas (GWh)	% Crecimiento
2000*	2.736	-
2001*	2.929	7,1%
2002*	3.077	5,1%
2003*	3.334	8,4%
2004	3.557	6,7%
2005**	5.338	50,1%
2006	5.695	6,7%
2007***	6.493	14,0%

\* Proforma histórico con los activos de distribución de CGE posteriormente incorporados a CGE Distribución.

\*\* Fusión de Compañía Eléctrica del Río Maipo con CGE Distribución.

\*\*\* Fusión con CGE Distribución VII.

Fuente: CGE Distribución

### Contratos de Suministro

Durante el 2006, CGE Distribución participó en el proceso de licitación de suministro de energía establecido por regulación. En dicha oportunidad la compañía contrató 1.700 GWh anuales para el suministro de sus clientes regulados de la zonal Río Maipo para el período 2010-2021. El 59% del suministro contratado fue adjudicado a Endesa Chile ('AA-(chl) e IDR BBB por Fitch) a un precio de US\$51,366 por MWh. El 41% restante fue adjudicado a Colbún ('A(chl)' por Fitch) a un precio de US\$55,5 por MWh.

En octubre de 2007 se declaró desierta la licitación de suministro a partir del 2010 para el resto de las zonales de CGE Distribución, por falta de ofertas de parte de las empresas generadoras. En diciembre 2007 fue convocada una segunda licitación con un incremento en los precios techos y una extensión en el período de los bloques de energía requeridos a 15 años. En marzo de 2008, esta última licitación fue declarada desierta, por lo que actualmente se encuentran en elaboración las bases para una nueva licitación de los suministros para los consumos de las zonales, a excepción de la zonal Río Maipo, considerando para ello el precio techo establecido en el decreto de precios de nudo vigente al momento de este tercer llamado.

En abril de 2007 venció el contrato de suministro de energía para los clientes regulados de la zonal Río Maipo, quedando CGE Distribución acogida a la RM 88 y artículo 27° transitorio del DFL N° 4-2006 del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, hasta cuando entren en vigencia los contratos licitados durante el 2006, es decir, a contar del 1° de enero de 2010. Con el fin de abastecer a un grupo de clientes libres de esta zonal, se firmaron contratos de suministro con Chilectra a partir de mayo de 2007. El resto de las zonales cuentan con contratos de suministro de energía con vencimiento en diciembre de 2009.

### Marco Regulatorio

#### Mercado Eléctrico Chileno

El mercado de generación eléctrica en Chile es de libre entrada, pudiendo caracterizarse como una industria que opera en forma competitiva. Sin embargo, el sector se desenvuelve en un marco altamente regulado, dentro del cual destaca la presencia de fijaciones de precios para la venta de energía a empresas distribuidoras y el funcionamiento del Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC), cuyo objetivo es regular la entrada en operación de las distintas centrales en función de la demanda instantánea que se genera. El negocio de la distribución se desarrolla en base a concesiones otorgadas por la autoridad, estableciéndose por ley las tarifas a clientes. Las empresas concesionarias de distribución son libres en cuanto a decidir sobre qué zonas solicitan la concesión, pero tienen la obligación de dar servicio en las zonas de concesión otorgadas.

En Chile existen clientes regulados y libres. La tarifa regulada cobrada a los clientes finales de las distribuidoras está conformada por componentes de precios que van destinadas a remunerar los costos de generación, de transmisión y de distribución propiamente tal (Valor Agregado de Distribución, VAD). El segmento de clientes regulados se compone principalmente de consumidores residenciales, comerciales, agrícolas, pequeños industriales y públicos, entre otros. Los clientes regulados se caracterizan porque cada empresa distribuidora actúa como monopolio natural en su área de concesión. Los clientes libres son principalmente empresas industriales. En este segmento, las empresas distribuidoras compiten con las empresas generadoras, ya que los clientes libres tienen la opción de adquirir energía directamente a estas últimas, pero también pueden ser servidos por las distribuidoras. Sin embargo, estos clientes, siendo o no de las

distribuidoras, deben pagar por el uso de las redes, a través de un peaje de distribución determinado de manera tal que la empresa distribuidora recupere el VAD correspondiente.

### Regulación en Distribución

Se considera distribución a toda oferta de electricidad con un voltaje máximo de 23 kV, mientras que la oferta a voltajes mayores se entiende como transmisión. Al ser los servicios de distribución entregados en concesión a un área geográfica, la compañía distribuidora actúa como monopolio, regulada por la autoridad.

La tarifa regulada de distribución resulta de la suma de tres componentes: 1) El Valor Agregado de Distribución (VAD), el cual asegura una rentabilidad que cubre las inversiones y costos operacionales de la compañía, este es determinado cada cuatro años y es definido en base a los costos e inversiones de una empresa de distribución eléctrica modelada con criterios de eficiencia. 2) El precio de nudo, calculado en el punto de interconexión de las instalaciones de transmisión y distribución, el cual refleja el precio al que la distribuidora compra la energía, el cual es fijado por la autoridad y es traspasado directamente al cliente final (*pass-through*). 3) El cargo único por uso del Sistema Troncal

La próxima fijación tarifaria del VAD para el negocio de distribución de electricidad será en noviembre del 2008. En el 2007 se inició el proceso para la fijación de las nuevas tarifas de distribución, donde CGE Distribución presentó a la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC) su valorización para la determinación del Valor Nuevo de Reemplazo (VNR), una componente del VAD que representa el costo de reemplazo de todos los activos necesarios para proveer el servicio de distribución. Posteriormente, la SEC fijó los VNR rebajando la propuesta de CGE Distribución. Tras la presentación de discrepancias de parte de la compañía, el panel de expertos resolvió las discrepancias fijando un VNR que es un 9,5% menor a lo presentado inicialmente por CGE Distribución, pero superior al VNR fijado en el proceso anterior efectuado en el año 2003, debido fundamentalmente al importante alza de los precios de algunos insumos, tales como cobre y aluminio, y de algunos equipos relevantes en los inventarios de las empresas distribuidoras.

Durante el año 2008, en conformidad con lo dispuesto en la normativa vigente, corresponde realizar un proceso de revisión de los precios de los servicios asociados al suministro de energía eléctrica.

### Características de los Instrumentos

#### Línea de Bonos N°389 (Series A y B)

El 25 de octubre de 2004, CGE Distribución inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) la línea de bonos N°389 por un monto máximo a emitir de UF 6.000.000, la cual tiene un plazo máximo de vencimiento de 21 años para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dicha línea.

A la fecha, CGE Distribución mantiene las emisiones Series A y B vigentes con cargo a la línea N°389, con las siguientes características:

- Resguardos Principales:
  - Mantener una relación Pasivo Exigible a Pasivo Total menor o

	<b>Serie A</b>	<b>Serie B</b>
Cargo a la línea	N° 389	N° 389
Fecha Emisión Nominal	01/12/2004	01/12/2004
Monto	MM UF 1,0	MM UF 3,0
N° Bonos / Valor Bono	1.000 / UF1.000	600 / UF5.000
Tasa Interés	3,25%	4,50%
Plazo	8 años	21 años
Pago Intereses	Semestral	Semestral
Amortización	Semestral	Semestral
Inicio	01/06/2008	01/04/2012
Vencimiento	01/12/2012	01/10/2025
Rescate Anticipado	01/06/2008	01/04/2012

- igual a 1,5 veces.
- Mantener un patrimonio mínimo de UF 6.700.000.
- Mantener activos esenciales mayor o igual a 70% del total de activos y no inferiores a 2,0 veces el saldo insoluto de los bonos.
- Mantener activos libres de garantías reales mayores o iguales a 1,2 veces el monto insoluto de deudas financieras.
- Garantías: Las emisiones de bonos que se realicen con cargo a la línea de bonos no contarán con garantías específicas.

## Resumen Financiero – CGE Distribución S.A.

(Cifras en millones de pesos, a Junio 30, 2008)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)	526,1	496,9	532,4	512,5	557,4
	12 m Jun'08	2007	2006	2005	2004
<b>Rentabilidad (%)</b>					
EBITDA Operativo	62.361	64.314	61.029	56.842	48.082
Margen de EBITDA (%)	10,8%	13,0%	16,2%	16,8%	19,7%
Retorno del FFO / Capitalización Ajustada (%)	19,7%	22,0%	19,4%	16,6%	18,8%
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	-2,7%	-3,1%	-1,0%	-5,4%	9,8%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	18,2%	21,7%	22,2%	22,0%	33,1%
<b>Coberturas (x)</b>					
FFO / Gastos Financieros	9,3	11,2	9,7	8,5	12,8
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	8,7	9,6	9,7	9,4	10,7
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	5,1	5,4	4,5	7,9	8,7
FFO / Cargos Fijos	9,3	11,2	9,7	8,5	12,8
FCF / Servicio de Deuda	-0,7	-0,7	0,2	-1,7	5,1
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-0,3	-0,2	0,5	-1,3	5,7
FFO / Inversiones de Capital	1,8	2,0	2,5	2,2	2,9
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Financiera / FFO	2,2	2,0	2,3	2,8	2,5
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	2,3	2,3	2,3	2,5	2,9
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	2,3	2,2	2,3	2,4	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9%	4,7%	4,4%	4,3%	6,3%
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total (%)	3,6%	3,5%	5,1%	0,8%	0,7%
<b>Balance</b>					
Total Activos	450.692	438.008	386.383	374.088	373.165
Caja e Inversiones Corrientes	4.461	6.514	4.092	2.941	3.309
Deuda Financiera Corto Plazo	5.161	5.180	7.223	1.132	1.026
Deuda Financiera Largo Plazo	139.731	141.741	134.211	140.509	140.130
Deuda Financiera Total	144.892	146.921	141.434	141.641	141.156
Total Patrimonio	193.862	195.232	171.309	168.660	163.066
Capitalización Ajustada	338.754	342.153	312.742	310.301	304.222
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FFO)	59.440	68.572	54.295	45.361	52.682
Variación del Capital de Trabajo	-6.218	-16.935	-2.878	-5.939	-1.569
Flujo de Caja Operativo (CFO)	53.221	51.637	51.417	39.422	51.112
Inversión en Activo Fijo	-29.515	-26.210	-20.333	-18.101	-17.826
Dividendos	-39.159	-40.675	-34.970	-39.674	-9.535
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-15.453	-15.248	-3.886	-18.353	23.751
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-71	0	0	3.612	-5
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	2.204	2.467
Variación Neta de Deuda	4.051	6.081	0	0	-15.221
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	541
Otros Financiamientos, Neto	12.216	11.237	5.108	-624	1.331
Variación de Caja	743	2.070	1.222	-13.160	12.864
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	577.539	495.452	376.541	339.077	243.525
Variación de Ventas (%)		31,6%	11,0%	39,2%	NA
EBIT	51.246	53.308	51.197	46.932	40.463
Gastos Financieros	-7.147	-6.720	-6.271	-6.018	-4.475
Resultado Neto	35.372	39.749	37.740	36.506	26.987

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. Las cifras pueden no cuadrar debido al redondeo de decimales.

Copyright © 2008 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imponibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos.