

Sector Eléctrico
Chile
Análisis de Riesgo

CGE Distribución S.A.

Ratings

	Rating Actual
Línea de Bonos N°389 (Series A y B)	AA-(cl)
L. Efectos de Comercio N°067 IDR (MD/ME)	F1+/AA-(cl) NC

IDR-Issuer Default Rating, ML-Moneda Local, ME-Moneda Extranjera.

Outlook

Estable

Watch

-

Información Financiera

CGE Distribución S.A. (Ch\$MM)	31/03/10 (12m-IFRS)	31/12/09 (12m-IFRS)
Total Activos	578.031	519.149
Total Deuda Financiera	211.156	175.444
Ingresos	604.320	645.544
EBITDA	60.831	64.245
Deuda Financiera Total/EBITDA (x)	3,5	2,7
EBITDA/Gastos Financieros (x)	7,2	7,4

Analistas

M. Beatriz Moreno B.
+562 499-3315
Beatriz.moreno@fitchratings.com
Giovanni Grosso
+562 499-3327
Giovanni.grosso@fitchratings.com

Informes Relacionados

- Metodología de Clasificación de Empresas', Noviembre 24, 2009
- CGE, Septiembre 2010
- Transnet, Septiembre 2010
- Conafe, Septiembre 2010
- Empresas Emel, Septiembre 2010
- Edelmag, Febrero 2010
- Gasco, Septiembre 2009

Fundamentos

- La clasificación de CGE Distribución se fundamenta en el bajo riesgo y en la estabilidad asociada a sus flujos operacionales, ya que las empresas distribuidoras de electricidad operan como monopolio natural en sus zonas de concesión. Adicionalmente, CGE Distribución lleva a cabo sus actividades en un probado y consolidado marco regulatorio, mientras que el crecimiento de la demanda eléctrica se sustenta en un sólido escenario macroeconómico. Adicionalmente, CGE Distribución posee amplio acceso que tiene el grupo CGE al mercado financiero y su adecuada estructura de deuda concentrada en el largo plazo, lo que favorece su liquidez y se encuentra en línea con el perfil de negocios de la compañía, el cual es de largo plazo e intensivo en activo fijo.
- La clasificación se encuentra principalmente restringida por el alto nivel de endeudamiento consolidado de su matriz Compañía General de Electricidad S.A. (CGE, 'A+(cl)' e IDR de 'BBB' por Fitch), la cual para los últimos doce meses terminados en Marzo de 2010 muestra una relación Deuda a EBITDA de 5,9 veces (x).
- El análisis de las empresas del grupo CGE se focaliza en su perfil consolidado ya que el vínculo entre el holding y sus subsidiarias es lo suficientemente fuerte como para que el perfil financiero de la matriz afecte la calidad crediticia de las empresas operativas. CGE Distribución pertenece en un 99,6% a CGE, quien controla la política de dividendos y depende de estos para el pago de sus propias obligaciones de deuda. Adicionalmente, no existen mecanismos que limiten el flujo de caja desde las subsidiarias hacia la matriz, la cual además mantiene un manejo centralizado de la caja del grupo.
- CGE Distribución es clasificada un *notch* por sobre la clasificación de su matriz en escala nacional, reflejando tanto el mejor perfil crediticio que presenta la compañía en comparación a las figuras consolidadas del grupo, como también la subordinación estructural que posee la deuda del holding con respecto a la deuda de las filiales operativas.
- Durante los próximos períodos el grupo CGE llevará a cabo una reestructuración de los activos de Empresas Emel S.A. ('AA-(cl)' por Fitch) adquiridos en 2007, con el fin de lograr mayores sinergias en el grupo, lo que eventualmente podría cambiar los niveles de endeudamiento versus el flujo operacional de CGE Distribución. Uno de los objetivos de esta reestructuración es fusionar los activos de distribución de las filiales Emelectric y Emetal con CGE Distribución, entre otras fusiones.

¿Qué Podría Gatillar un Cambio en la Clasificación?

La clasificación de riesgo de CGE Distribución podría afectarse positivamente si su matriz CGE logra disminuir sus niveles de endeudamiento en comparación con sus flujos operacionales consolidados y dividendos percibidos. Por otro lado, un deterioro en la calidad crediticia de su matriz CGE, junto con cambios considerables en el marco regulatorio en el que CGE Distribución opera, podrían debilitar el perfil crediticio de la compañía en el futuro.

Acontecimientos Recientes

Anuncio de Reestructuración de Empresas Emel

Con fecha 30 de Agosto de 2010, CGE ha anunciado que llevará a cabo una reestructuración de los activos de Emel adquiridos en 2007. CGE ha anticipado que fusionará los activos de subtransmisión de las filiales Emelat, Emelectric y Emetal con Transnet (ex CGE Transmisión, 'AA-(cl)' por Fitch), los activos de distribución de las filiales Emelectric y Emetal con CGE Distribución y los activos de distribución de la filial Emelat con Conafe ('AA-(cl)' por Fitch). Fitch se mantendrá atento a los efectos que esta reorganización de activos pudiera tener en el perfil crediticio del holding y/o las filiales.

Nuevas Tarifas de Servicios Asociados

A fines de 2009 se publicó el decreto que fija las tarifas de Servicios Asociados o Complementarios que prestan las empresas de distribución, reduciendo considerablemente las tarifas para los próximos años debido a la realización de ajustes que no se espera se repliquen en el futuro. Dentro del grupo CGE, la filial más afectada ha sido CGE Distribución, ya que es la más intensiva en la prestación de dichos servicios.

Problemas de Facturación

Durante el primer trimestre de 2010, CGE Distribución y Conafe presentaron un problema de facturación asociado a la implementación de nuevos sistemas computacionales, que se tradujo en un aumento importante en las cuentas por cobrar, lo que ha generado un incremento importante en las necesidades de financiamiento de capital de trabajo de ambas compañías. Fitch espera que CGE Distribución y Conafe logren normalizar sus niveles de cuentas por cobrar durante el año 2011.

Estructura de Deuda, Liquidez e Indicadores Crediticios

La estrategia financiera de CGE como grupo, consiste en combinar distintas fuentes de financiamiento tales como: aumentos de capital, créditos bancarios, efectos de comercio y bonos. Estas fuentes de financiamiento, se estructuran tanto en la matriz como en las filiales, por lo que las empresas del grupo presentan diferentes indicadores de endeudamiento. Por ejemplo, los niveles de endeudamiento de las filiales son menores a los del holding, no obstante, Fitch focaliza su análisis en las figuras consolidadas del grupo.

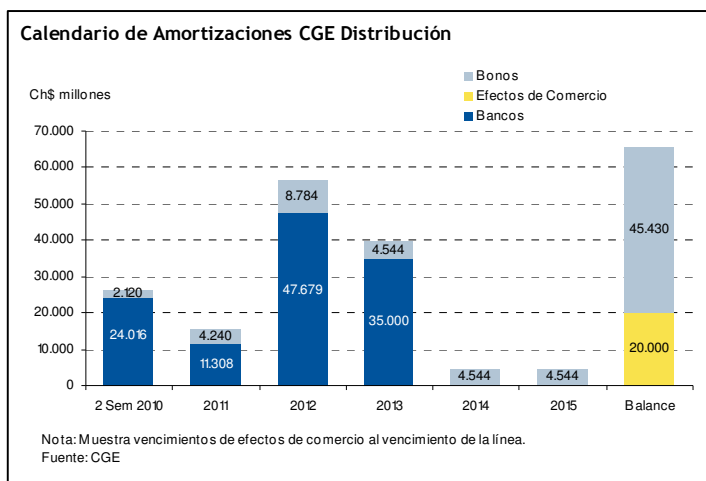
El grupo CGE opera a través de una tesorería centralizada que permite optimizar el manejo de los recursos financieros de corto plazo, mediante la mantención de cuentas corriente mercantiles, administrando así los excedentes o déficit que presenten sus filiales del sector electricidad y sector servicios.

A Marzo 2010, la deuda financiera de CGE Distribución totaliza Ch\$211.156 millones, lo que representa un aumento en relación a los Ch\$175.444 millones registrados a Diciembre 2009. Este aumento en los niveles de deuda se explica principalmente por el problema de facturación antes mencionado. En el caso de CGE Distribución, esta mayor necesidad de capital de trabajo ha sido financiada mediante un aumento en deuda financiera, la cual totaliza Ch\$211.156 millones a Marzo 2010 (Ch\$175.174 millones a Diciembre 2009), y también mediante un mayor uso de cuenta corriente mercantil con la matriz, la cual totaliza Ch\$38.790 millones netos a Marzo 2010. Fitch espera que CGE Distribución logre normalizar sus niveles de cuentas por cobrar durante el año 2011.

Para los últimos doce meses terminados en Marzo 2010, CGE Distribución presenta

una relación Deuda Financiera a EBITDA de 3,5x, lo que se compara negativamente con las 2,7x registradas a Diciembre 2009. No obstante, la cobertura de intereses medida por EBITDA a Gastos Financieros se mantiene robusta en 7,2x, versus 7,4x a Diciembre 2009.

Para cierre de año 2010, Fitch espera que CGE Distribución muestre una reducción en su generación de EBITDA de aproximadamente 33% con respecto a 2009, principalmente producto de las menores tarifas de servicios asociados. Por lo tanto, se espera que los indicadores crediticios de CGE Distribución se debiliten a cierre de 2010, presentando una relación Deuda a EBITDA cercana a 5,0x. Los niveles de endeudamiento debieran reducirse en la medida que se incrementen los flujos operacionales en línea con la recuperación de la demanda por electricidad, y se vaya liberando capital de trabajo en la medida que la compañía vaya recuperando sus cuentas por cobrar.



CGE Distribución concentra vencimientos de deuda especialmente en el año 2012, no obstante, al igual que la mayor parte de las empresas del grupo CGE, la compañía posee un amplio acceso al mercado de deuda por lo que el riesgo de refinanciamiento es bajo.

Si bien CGE Distribución mantiene bajos niveles de caja y equivalentes (0,3% de su deuda financiera total a Marzo 2010), ya que sus excedentes de caja son repartidos a la matriz mediante dividendos (durante los últimos 3 años CGE Distribución ha repartido el 95% de su utilidad neta) o son administrados por la matriz mediante cuenta corriente mercantil, la compañía ha estructurado adecuadamente su deuda en el largo plazo, favoreciendo así la liquidez. La deuda de corto plazo de la compañía (efectos de comercio y porción corriente de deuda de largo plazo) representa un 28,9% de la deuda total a Marzo 2010.

Perfil

CGE Distribución es la principal filial del grupo CGE en tamaño y en términos de contribución de flujos, representando aproximadamente un 21% del EBITDA consolidado a Marzo 2010, mientras Fitch proyecta que represente alrededor de un 23% de los dividendos esperados por CGE a cierre de 2010. Con más de 1,28 millones de clientes, CGE Distribución es una de las principales empresas distribuidoras de electricidad, operando en el Sistema Interconectado Central (SIC) desde la Región Metropolitana hasta la IX Región.

En promedio, durante los últimos 3 años CGE Distribución ha repartido el 95% de sus utilidades, mientras que su política establece un mínimo de 30%. Es así como la compañía es hasta ahora la principal filial del grupo CGE en términos de flujo. 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.

Evolución Ventas Físicas CGE Distribución	
Año	Ventas Físicas (GWh)
2000	2.736
2001	2.929
2002	3.077
2003	3.334
2004	3.557
2005	5.338
2006	5.695
2007	6.493
2008	6.364
2009	6.362
Marzo 2009	1.693
Marzo 2010	1.566

Fuente: CGE Distribución

Operaciones

Durante 2009 y el primer trimestre de 2010, los resultados de CGE Distribución se vieron impactados por una contracción de la demanda eléctrica producto de la crisis macroeconómica y los efectos del terremoto del pasado 27 de Febrero. Como resultado, durante 2009 las ventas físicas presentaron un crecimiento casi nulo comparado con el año 2008, mientras durante el primer trimestre de 2010 estas estuvieron un 7,5% por debajo de lo registrado en el primer trimestre de 2009. Sin embargo, a partir de Mayo 2010 la demanda comenzó a presentar una fuerte tendencia de recuperación. Fitch espera que el crecimiento de las ventas físicas para el grupo CGE completo sea de aproximadamente 2,2% para 2010, recuperándose a niveles históricos de cerca de 6,4% en 2011.

Contratos de Suministro

En conformidad con lo dispuesto en la Ley General de Servicios Eléctricos, en los últimos años CGE Distribución ha efectuado varios procesos de licitación de energía, con el objeto de garantizar el suministro a sus clientes sujetos a fijación de precios.

Así, en el año 2007 (Proceso 2006-01) adjudicó el suministro para satisfacer los consumos de sus clientes sujetos a fijación de precios ubicados en la zona de concesión de la Gerencia Zonal San Bernardo, mientras que en el año 2009 (Proceso 2008-01 y Proceso 2008-01 - 2° Llamado), hizo lo propio para los clientes regulados ubicados en el resto de su zona de concesión. Los contratos suscritos tienen vigencia a contar del año 2010, por periodos de 12 a 15 años.

Energía Adjudicada por Proveedor (GWh/Año)

Proveedor	Proceso 2006-01	Proceso 2008-01	Proceso 2008-01 2° Llamado
Colbún	1.000	1.500	
Endesa	700	2.000	400
Campanario		900	
Eólica Monte Redondo		100	175
Eléctrica Puntilla			75
Eléctrica Diego de Almagro			200

Fuente: CGE

Marco Regulatorio

Se considera distribución de electricidad en Chile a toda oferta por un voltaje máximo de 23 kV, mientras que la oferta a voltajes mayores se entiende como transmisión. El negocio de distribución se desarrolla en base a concesiones por un período indefinido otorgadas por la autoridad, estableciéndose por ley las tarifas a clientes. Las empresas concesionarias de distribución son libres de decidir sobre qué zonas solicitan la concesión, pero tienen la obligación de otorgar el suministro en las zonas otorgadas, cumpliendo con estándares mínimos de calidad de servicio.

La tarifa regulada de distribución resulta de la suma de tres componentes: 1) El Valor Agregado de Distribución (VAD), que reconoce las inversiones y costos operacionales de una empresa modelo eficiente y adaptada a la demanda, el que es determinado cada cuatro años (próxima fijación tarifaria del VAD en noviembre del año 2012). 2) El precio de nudo, que desde el 1 Enero de 2010 corresponde al precio al cual cada empresa distribuidora ha contratado su abastecimiento de energía mediante los procesos de licitaciones públicas de suministro, el cual continuará siendo traspasado directamente al cliente regulado final (*pass-through*). 3) El cargo único por uso del Sistema Troncal.

En Chile existen clientes regulados y libres (estos últimos corresponden principalmente a aquellos cuya potencia conectada es superior a 2.000 kW). La tarifa regulada cobrada a los clientes finales de las distribuidoras está conformada por componentes de precios destinados a remunerar los costos de generación, de transmisión y de distribución.

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 características que se describen en la tabla adjunta. La suma de las colocaciones de las Series A y B no pueden superar los UF 5.000.000.

Resguardos Principales:

- Mantener un nivel de endeudamiento Pasivo Total a Patrimonio no superior a 1,5 veces, medido por (Total Pasivos Corrientes + Total Pasivos No Corrientes) / (Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora + Participaciones No Controladoras) de acuerdo a los estados financieros del emisor.
- Mantener un patrimonio mínimo de UF 6.700.000, medido por Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora de acuerdo a los estados financieros del emisor.
- 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.

	Serie A	Serie 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

Garantías: Las emisiones de bonos que se realicen con cargo a la línea de bonos no contarán con garantías específicas.

Línea de Efectos de Comercio N°067

CGE Distribución posee una línea de efectos de comercio por un monto máximo de UF 1.000.000 con un plazo de 10 años. Los títulos con cargo a la línea son vendidos a descuento o devengan una tasa de interés que se define en cada emisión. Al 31 de Marzo de 2010, se encontraban vigentes las siguientes colocaciones de efectos de comercio con cargo a la línea:

	Serie 1 A	Serie 2 A
Cargo a la línea	N° 067	N° 067
Monto	Ch\$ 10.000 MM	Ch\$ 10.000 MM
Vencimiento	17/08/2010	28/12/2010

Garantías: Las emisiones de los efectos de comercio que se realizan con cargo a la línea no contarán con garantías específicas.

Respaldo de Liquidez: Los instrumentos emitidos con cargo a la línea de efectos de comercio no cuentan con un respaldo de liquidez explícito.

Resumen Financiero – CGE Distribución S.A.

(Cifras en millones de pesos nominales)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)

	524,5	507,1	636,5	496,9	532,4
	Marzo 2010	2009	2008	2007	2006
	12 m	12 m	12 m	12 m	12 m
	IFRS	IFRS	Chilean GAAP	Chilean GAAP	Chilean GAAP
Rentabilidad (%)					
EBITDA Operativo	60.831	64.245	65.249	62.320	55.031
Margen de EBITDA (%)	10,1	10	10	13	16,2
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	-11,6	-1	-3,5	-3,1	-1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	12	16,8	18,5	22,4	22,4
Coberturas (x)					
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	7,2	7,4	8	9,6	9,7
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,9	1,1	2,6	5,4	4,5
FCF / Servicio de Deuda	-0,9	0	-0,6	-0,7	0,2
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-0,9	0,1	-0,3	-0,2	0,5
CFO / Inversiones de Capital	-0,4	2	1,3	2	2,5
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	3,5	2,7	2,7	2,3	2,3
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	3,5	2,7	2,7	2,2	2,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,4	4,9	5,1	4,8	4,5
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0,3	0,3	0,1	0	0,1
Balance					
Total Activos	578.031	519.149	504.491	424.425	348.405
Caja e Inversiones Corrientes	587	5.138	5.600	6.313	3.690
Deuda Financiera Corto Plazo	60.919	48.270	17.303	5.020	6.512
Deuda Financiera Largo Plazo	150.237	127.174	161.211	137.346	121.021
Deuda Financiera Total	211.156	175.444	178.514	142.366	127.533
Total Patrimonio	243.218	240.762	208.874	189.178	154.471
Capitalización Ajustada	454.374	416.206	387.388	331.544	282.004
Flujo de Caja					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	-10.337	59.628	45.204	50.037	46.362
Inversión en Activo Fijo	-22.978	-29.509	-34.199	-25.398	-18.334
Dividendos	-36.658	-36.659	-33.655	-39.413	-31.533
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-69.973	-6.540	-22.650	-14.774	-3.505
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	38.132	3.771	21.979	5.893	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	27.843	2.303	-213	10.889	4.606
Variación de Caja	-3.998	-466	-884	2.008	1.101
Estado de Resultados					
Ventas Netas	604.320	645.544	654.451	480.090	339.532
Crecimiento Ventas Netas		-1,4	36,3	41,4	13,5
EBIT	48.799	52.405	53.322	51.655	46.165
Gastos Financieros	8.450	8.688	8.156	6.511	5.655
Resultado Neto	29.584	37.757	36.851	38.518	34.030

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE 'CODE OF CONDUCT' SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.