

Sector Eléctrico
Chile
Análisis de Riesgo

Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. (Conafe)

Ratings

	Rating Actual
Línea de Bonos N°377 (Serie D)	AA(chl)
Línea de Bonos N°378	AA(chl)
IDR (ML/ME)	NC

IDR-Issuer Default Rating, ML-Moneda Local, ME-Moneda Extranjera. NC-no clasificado.

Outlook

Estable

Watch

N/A

Información Financiera

Cía. Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.
(Ch\$MM - Consolidado)

	31/03/08 (12 meses)	31/12/07
Total Activos	210.586	206.831
Total Deuda Financiera	60.323	59.549
Ingresos	140.214	129.807
EBITDA	15.008	14.401
Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	18.049	17.021
Deuda Financiera Total/EBITDA (x)	3,3	3,5
Deuda Financiera Total/FFO(x)	3,4	3,5
EBITDA/Gastos Financieros (x)	6,2	6,1

Analistas

M. Beatriz Moreno B.
+562 499-3315
Beatriz.moreno@fitchratings.com

Giovanny Grosso
+562 499-3327
Giovanny.grosso@fitchratings.com

Informes Relacionados

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

Fundamentos

- La clasificación asignada a Conafe 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 y el consolidado marco regulatorio en el que opera.
- Restringe la clasificación la presión sobre los flujos de la compañía dado el nivel de endeudamiento de su matriz Compañía General de Electricidad S.A. (CGE, 'AA-(chl)' e Issuer Default Rating (IDR) de BBB+ por Fitch), junto con el deterioro de los indicadores financieros tras la división de la compañía en el año 2006, donde se traspasaron a CGE Distribución S.A. ('AA(chl)' por Fitch) los activos operacionales asociados a las concesiones de Curicó y Linares, reduciendo su EBITDA y manteniendo el nivel de deuda financiera.
- 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 categoría antes de dicha adquisición. A nivel consolidado, CGE aumentó su endeudamiento medido como la relación Deuda a EBITDA desde 4,0 veces (x) para el año móvil terminado en septiembre de 2007, a 4,7x para el año móvil terminado en marzo de 2008 (asumiendo doce meses 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, Conafe 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 Conafe 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 Conafe opera, entre otros, podrían debilitar el perfil crediticio de la compañía en el futuro.

Estructura de Deuda e Indicadores Crediticios

El total de la deuda financiera de Conafe corresponde a la emisión del bono local Serie D, con cargo a la línea de bonos N° 377. De esta forma, los vencimientos de corto plazo de los bonos equivalen a un 4,3% de la deuda financiera total a marzo de 2008, lo que junto a un adecuado perfil de amortizaciones, contribuyen con flexibilidad financiera para hacer frente a los requerimientos de financiamiento para sus inversiones en activo fijo habituales. La deuda con tenedores de bonos asciende a un total de Ch\$60.323 millones a marzo de 2008, tiene vencimiento en junio 2025 y amortiza semestralmente a partir de diciembre de 2008. A marzo 2008, el patrimonio de la compañía corresponde a un 56% de sus activos totales, demostrando adecuados niveles de capitalización.

El flujo EBITDA para el año móvil terminado en marzo de 2008 es de Ch\$18.049 millones, lo cual es estable con respecto a diciembre de 2007 (Ch\$17.210 millones). De esta forma, Conafe presenta un nivel de endeudamiento medido como relación Deuda a EBITDA de 3,3x para los últimos doce meses terminado en marzo de 2008, comparado con 3,5x a diciembre 2007. Fitch espera que el índice Deuda Financiera a EBITDA se mantenga cercano a 3,5x durante los próximos años, bajando muy paulatinamente a medida que se amortice la deuda con los tenedores de bonos y el flujo EBITDA vaya creciendo en función al crecimiento de la demanda por electricidad. Por otro lado, Fitch espera que la cobertura del flujo EBITDA sobre Gastos Financieros de los próximos períodos se mantenga cercana a 6,0x (6,2x a marzo 2008).

Perfil

Conafe pertenece en un 99,6% a CGE y opera los activos de distribución del grupo en la IV y V Región. En promedio, durante los últimos 3 años Conafe ha repartido el 100% de sus utilidades, mientras que su política establece un mínimo de 70%, así durante el 2007, la compañía representó un 10% de los dividendos recibidos por su matriz, y junto con los dividendos repartidos por las otras filiales del sector distribución y transmisión eléctrica le entregan una importante estabilidad a los flujos de su matriz.

Operaciones

Distribución de Energía Eléctrica

A marzo de 2008, en términos consolidados Conafe cuenta con 318.722 clientes, lo que representa un alza de 2,0% con respecto a marzo de 2007, consistente con el crecimiento de la base de clientes de la compañía.

La demanda por electricidad en las zonas de concesión de Conafe ha sido principalmente impulsada por la mayor demanda del sector minero y agrícola, no obstante, aproximadamente un 62% de las ventas de energía de Conafe están dirigidas al sector residencial y comercial.

El nivel de pérdidas de energía a marzo de 2008 en los sistemas de distribución y subtransmisión fue de un 7,8%, lo que se compara favorablemente con las pérdidas a marzo de 2007 (8,2%) y también está dentro de lo esperado para el tipo de zona que abastece Conafe.

Retail

Conafe lleva a cabo el negocio de retail comercializando equipos de teléfonos celulares, artículos del hogar, entre otros. Si bien este negocio aún representa una pequeña parte del margen de Conafe, esta línea de negocio presenta importantes índices de crecimiento. Lo anterior beneficia a la compañía principalmente debido a los ingresos financieros asociados a su tarjeta Conafe Plus.

Contratos de Suministro

Conafe mantiene contratos de suministro de potencia y energía eléctrica con Colbún S.A. ('A(chl)' por Fitch), vigente hasta abril 2020 y destinado al abastecimiento de Viña del Mar; y con Empresa Eléctrica Guacolda S.A. ('A(chl)' por Fitch), vigente hasta octubre 2015, y dirigido a abastecer de energía eléctrica a la IVª Región y las Provincia de Petorca y Valparaíso en la Vª Región.

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

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

Líneas de Bonos N°377 y N°378

Actualmente Conafe mantiene inscritas en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) dos líneas de bonos (N°377 y N°378), por un monto máximo a emitir de UF 3.000.000 y UF 2.000.000 respectivamente. Las líneas N°377 y N°378 tienen un plazo de vencimiento de 21 y 10 años respectivamente, para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dichas líneas. La suma de las emisiones de bonos que se realicen con cargo a ambas líneas, no podrá exceder en conjunto los UF 3.000.000.

Con cargo a la línea N°377, actualmente se encuentra colocada la Serie D por un total de UF 3.000.000 y con las siguientes características:

Serie D	
Cargo a la Línea de Bonos	N° 377
Fecha Emisión Nominal	01/06/2004
Monto	MM UF 3,0
N° Bonos / Valor Bono	300 / UF10.000
Tasa Interés	4,40%
Plazo	21 años
Período de Gracia	4 años
Pago Intereses	Semestral
Amortización	Semestral
Inicio	01/12/2008
Vencimiento	01/06/2025
Rescate Anticipado	01/12/2008

- **Resguardos Principales:**
 - Mantener un nivel de Endeudamiento a nivel individual en que la relación Total Pasivo Exigible/Patrimonio Total no superior a 1,2 veces.
 - 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.
 - Mantener al final de cada trimestre un Patrimonio Mínimo equivalente a UF 4.500.000.
- **Garantías:** Las emisiones de bonos que se realicen con cargo a la línea de bonos no contarán con garantías específicas.

Resumen Financiero - Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. - Conafe (consolidado)

(Cifras en millones de pesos, a Marzo 31, 2008)

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

	437,7	496,9	532,4	512,5	557,4	593,8
	12 m Mar'08	2007	2006	2005	2004	2003
Rentabilidad (%)						
EBITDA Operativo	18.049	17.021	17.676	19.317	20.855	22.943
Margen de EBITDA	12,9%	13,1%	15,3%	16,9%	20,7%	24,8%
Retorno del FFO / Capitalización Ajustada (%)	10,0%	9,9%	11,8%	10,1%	11,1%	12,4%
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	-3,9%	-1,2%	1,3%	-5,3%	-11,3%	4,2%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	8,1%	7,5%	6,1%	7,7%	8,0%	9,0%
Coberturas (x)						
FFO / Gastos Financieros	6,2	6,2	7,3	6,5	5,6	6,2
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	6,2	6,1	6,3	6,2	5,3	5,5
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	3,3	3,6	5,9	2,4	2,2	0,4
FFO / Cargos Fijos	6,2	6,2	7,3	6,5	5,6	6,2
FCF / Servicio de Deuda	-0,5	0,3	1,4	-0,4	-0,8	0,2
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-0,1	0,8	1,7	-0,2	-0,7	0,3
FFO / Inversiones de Capital	1,6	2,2	2,2	1,7	1,4	2,5
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)						
Deuda Financiera / FFO	3,4	3,5	2,9	3,2	2,8	2,5
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	3,3	3,5	3,4	3,3	3,0	2,8
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	3,2	3,4	3,3	3,3	3,0	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,8%	4,7%	4,5%	4,9%	6,2%	-
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total (%)	4,3%	3,3%	0,4%	7,6%	8,5%	75,9%
Balance						
Total Activos	210.586	206.831	194.444	226.123	227.125	277.390
Caja e Inversiones Corrientes	2.293	2.357	1.008	1.042	1.026	5.949
Deuda Financiera Corto Plazo	2.604	1.956	211	4.922	5.379	48.919
Deuda Financiera Largo Plazo	57.719	57.594	59.575	59.640	57.684	15.498
Deuda Financiera Total	60.323	59.549	59.786	64.562	63.063	64.417
Total Patrimonio	118.157	114.450	113.891	138.628	137.883	143.225
Capitalización Ajustada	178.480	173.999	173.677	203.190	200.946	207.642
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FFO)	15.008	14.401	17.716	17.297	18.282	21.559
Variación del Capital de Trabajo	-3.689	362	1.713	-209	-5.677	-290
Flujo de Caja Operativo (CFO)	11.319	14.764	19.429	17.087	12.604	21.269
Inversión en Activo Fijo	-7.278	-6.822	-8.950	-9.917	-8.799	-8.527
Dividendos	-9.524	-9.508	-9.038	-13.234	-15.153	-8.862
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-5.482	-1.567	1.441	-6.063	-11.347	3.881
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	19	-2.252	3.162	70	10.736	-104
Otras Inversiones, Neto	-222	-206	-4.842	6.305	7.029	12
Variación Neta de Deuda	0	0	-3.165	4.190	-1.709	308
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	6.955	5.499	3.374	-4.464	-10.746	0
Variación de Caja	1.270	1.474	-30	38	-6.037	4.097
Estado de Resultados						
Ventas Netas	140.214	129.807	115.289	114.279	100.608	92.568
Variación de Ventas (%)		12,6%	0,9%	13,6%	8,7%	NM
EBIT	14.760	13.758	14.582	15.657	17.192	18.951
Gastos Financieros	-2.894	-2.791	-2.798	-3.129	-3.952	-4.177
Resultado Neto	9.412	8.551	7.733	10.609	11.307	12.943

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 imposibilidad 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.