

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-(cl)
Línea de Bonos N°378 AA-(cl)
IDR (MD/ME) NC

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

Outlook

Estable

Watch

Información Financiera

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

	31/03/10 12m-IFRS	31/12/09 12m-IFRS
Total Activos	273.003	254.138
Total Deuda	63.961	62.388
Financiera		
Ingresos	156.182	164.274
EBITDA	14.022	14.529
Deuda Financiera	4,6	4,3
Total/EBITDA (x)		
EBITDA/Gastos Financieros (x)	4,7	4,0

Analistas

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

Informes Relacionados

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

Fundamentos

- La clasificación de Conafe 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, Conafe 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, Conafe 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).
- Si bien los indicadores financieros de Conafe son más débiles en comparación con otras filiales eléctricas del grupo CGE, Fitch no diferencia entre las clasificaciones otorgadas entre dichas filiales. 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.
- Conafe 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.
- Conafe es clasificada un *notch* por sobre la clasificación de su matriz en escala nacional, reflejando tanto el mejor perfil crediticio que Conafe generalmente ha presentado 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.
- El perfil financiero más débil de Conafe se explica principalmente por cómo ha quedado estructurado el *stock* de deuda de la compañía en relación a su generación de flujo operacional tras pasadas reorganizaciones de los activos del grupo. 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 nuevamente los niveles de endeudamiento versus el flujo operacional de Conafe. Uno de los objetivos de esta reestructuración es fusionar los activos de distribución de las filiales Emelat con Conafe, entre otras fusiones.

¿Qué Podría Gatillar un Cambio en la Clasificación?

La clasificación de riesgo de Conafe podría afectarse positivamente si tanto esta como su matriz CGE disminuyen significativamente sus niveles de endeudamiento en comparación con sus flujos operacionales. Por otro lado, un deterioro en la calidad crediticia de la matriz, y cambios considerables en el marco regulatorio en el que Conafe 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 ('AA-(cl)' por Fitch) y los activos de distribución de la filial Emelat con Conafe. Fitch se mantendrá atento a los efectos que esta reorganización de activos pudiera tener en el perfil crediticio del holding y/o las filiales.

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.

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.

Estructura de Deuda e Indicadores Crediticios

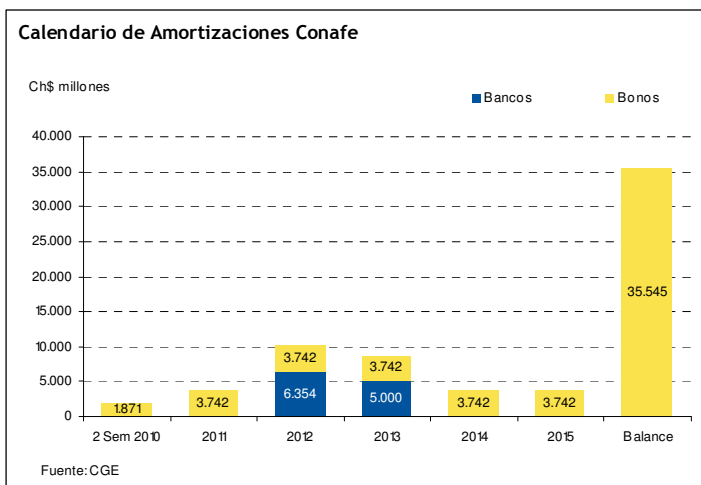
La estrategia financiera de CGE como grupo, consiste en combinar distintas fuentes de financiamiento tales como: aumentos de capital, créditos bancarios, efectos de comercio y bonos. Estas fuentes de financiamiento, se estructuran tanto en la matriz como en las filiales, por lo que las empresas del grupo 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. Las obligaciones que Conafe mantiene con la matriz mediante cuenta corriente mercantil totaliza Ch\$14.053 millones a Marzo de 2010 (Ch\$6.947 a Marzo de 2009).

La deuda financiera de Conafe alcanza Ch\$63.961 millones a marzo de 2010, presentando una relación deuda financiera a EBITDA de 4,6 veces (x) y una cobertura de gastos financieros de 4,7x. Los ratios de endeudamiento de Conafe se han visto impactados tras una antigua reestructuración de parte de sus activos de distribución, que llevó a la compañía a quedar con un alto *stock* de deuda en relación al tamaño

de su generación de flujo operacional. Adicionalmente, sus medidas crediticias han mostrado un deterioro en los últimos períodos debido a una menor demanda eléctrica, afectando su generación EBITDA.

Para cierre de año 2010, Fitch espera que Conafe muestre una reducción en su generación de EBITDA de aproximadamente 31% con respecto a 2009, principalmente producto de las mencionadas menores tarifas de servicios asociados. Por lo tanto, se espera que sus indicadores crediticios se debiliten a cierre de 2010, presentando una relación Deuda a EBITDA cercana a 6,0x. 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.

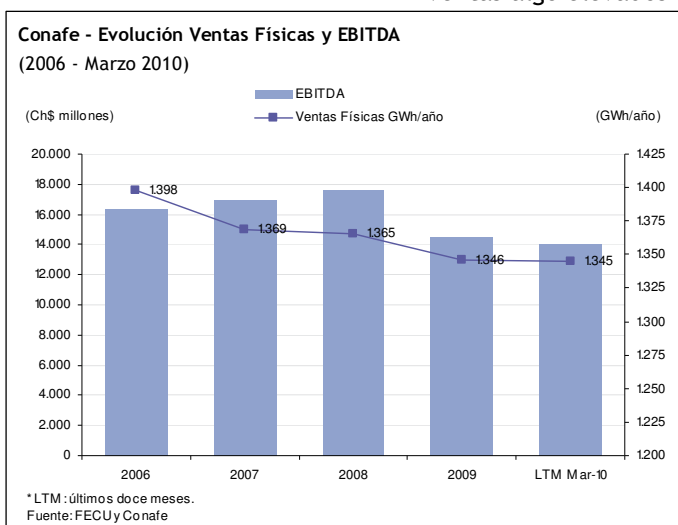


Conafe concentra vencimientos de deuda bancaria especialmente en el año 2012, no obstante, al igual que la mayor parte de las empresas del grupo CGE, la compañía posee un adecuado acceso al mercado de deuda por lo que el riesgo de refinanciamiento es acotado.

Si bien Conafe mantiene bajos niveles de caja y equivalentes ya que sus excedentes de caja son repartidos a la matriz mediante dividendos 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 (principalmente porción corriente de deuda de largo plazo) representa sólo un 7% de la deuda total a marzo de 2010.

Resultados Operacionales y Flujo de Caja

Durante los últimos períodos, Conafe ha presentado un EBITDA menos robusto comparado con las otras filiales de distribución del grupo CGE, ya que además de la menor demanda eléctrica que ha reducido las ventas físicas (principalmente menor consumo de clientes residenciales y clientes libres), tras la antigua reestructuración de activos, Conafe presenta una plataforma operacional y administrativa mayor a la de otras empresas distribuidoras de su tamaño, generando gastos de administración y ventas algo elevados en relación a sus flujos operacionales.



Para el año móvil terminado en Marzo de 2010, Conafe presenta un EBITDA de Ch\$14.022 millones, similar a lo registrado durante 2009, pero por debajo del EBITDA del año 2008 (Ch\$ 17.565 millones). No obstante, la demanda por electricidad ya ha comenzado mostrando signos de recuperación en el mes de Mayo 2010, por lo que se espera que un mayor volumen de ventas tenga un impacto positivo en la generación de flujo operacional de la compañía en el año 2011.

Conafe presenta un Flujo de Caja Operativo (CFO) de Ch\$3.864 millones para los últimos doce meses terminados en Marzo 2010, lo que se compara negativamente con los Ch\$13.317 millones registrados durante 2009. Lo anterior se explica por el mencionado problema que la compañía tuvo en sus sistemas de facturación, lo que generó una menor recaudación de sus cuentas por cobrar durante el primer

trimestre del 2010. Los mayores requerimientos de capital de trabajo asociados a esta menor recaudación han sido financiados principalmente mediante la cuenta corriente mercantil con la matriz, razón que explica su aumento a Ch\$14.053 millones a Marzo de 2010 comparado con Ch\$6.947 a Marzo de 2009.

Operaciones

Distribución de Energía Eléctrica

En términos consolidados Conafe cuenta con más de 338 mil clientes a Marzo 2010 y con ventas físicas anuales por sobre los 1.300 GWh. La demanda por electricidad en las zonas de concesión de Conafe ha sido principalmente impulsada por la demanda del sector residencial y agrícola; aproximadamente un 60% de las ventas de energía de Conafe están dirigidas al sector residencial y comercial, lo que contribuye con estabilidad al flujo ya que sus ingresos se encuentran atomizados.

Si bien históricamente en Chile la demanda por electricidad ha crecido entre un 5,0% y un 6,0% anual, durante los últimos períodos las ventas físicas de Conafe, al igual que la mayor parte de las filiales de distribución del grupo CGE, se vieron impactadas por un decrecimiento de la demanda por electricidad. Durante el año 2009 y el primer trimestre de 2010 las menor venta física tuvo su origen principalmente en la desaceleración económica global y en los efectos del terremoto. Sin embargo, a partir de Mayo 2010 la demanda comenzó a presentar una fuerte tendencia de recuperación y se 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

Conafe mantiene contratos de largo plazo de suministro de energía y potencia eléctrica para el abastecimiento de sus clientes regulados y libres. Para abastecer a sus clientes de la zona de Viña de Mar, Conafe mantiene un contrato con Colbún S.A. ('A+(cl)' e IDR 'BBB' por Fitch) que tiene vigencia hasta el 30 de abril de 2020, sin embargo Colbún tiene la opción de poner término anticipado a este contrato el 30 de abril de 2015. Para el abastecimiento de el restos de sus clientes regulados ubicados tanto en la región de Coquimbo como la de Valparaíso, la compañía mantiene otro contrato con Empresa Eléctrica Guacolda S.A. ('A(cl)' por Fitch), vigente hasta el 31 de octubre 2015.

Con respecto a su subsidiaria, Enelsa, esta mantiene contratos de suministro de energía y potencia con Empresa Nacional de Electricidad S.A (Endesa-Chile, 'AA(cl)' e IDR 'BBB+' por Fitch) con vencimiento el 31 de diciembre de 2019, y otros dos contratos con la empresa Colbún, también con vigencia hasta el 31 de diciembre de 2019.

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

Líneas de Bonos N°377 (Serie D) y N°378 (Serie C)

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 2.735.294 y con las características que se detallan en el siguiente cuadro:

Serie D	
Cargo a la Línea de Bonos	N° 377
Fecha Emisión Nominal	01/06/2004
Monto	MM UF 2,7
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 Pasivo Total a Patrimonio no superior a 1,2 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 al final de cada trimestre un Patrimonio Mínimo equivalente a UF 4.500.000, 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.

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. (consolidado)

(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	14.022	14.529	17.565	16.886	16.322
Margen de EBITDA (%)	9,0	8,8	11,6	13,1	15,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(3,7)	1,6	(2,3)	(1,2)	1,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	2,5	5,2	5,9	7,8	6,2
Coberturas (x)					
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	4,7	4,0	5,2	6,1	6,3
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,9	1,9	2,4	3,6	5,9
FCF / Servicio de Deuda	(0,4)	0,8	0	0,3	1,4
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	1,3	0,4	0,8	1,7
CFO / Inversiones de Capital	0,9	2,4	1,4	2,2	2,2
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	4,6	4,3	3,9	3,5	3,4
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	4,4	4,0	3,8	3,4	3,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,5	5,6	5,2	4,8	4,5
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0,1	0,1	0,1	0	0
Balance					
Total Activos	273.003	254.138	227.611	205.190	179.542
Caja e Inversiones Corrientes	1.919	3.749	2.962	2.339	931
Deuda Financiera Corto Plazo	4.451	3.802	4.086	1.940	195
Deuda Financiera Largo Plazo	59.510	58.586	65.108	57.137	55.009
Deuda Financiera Total	63.961	62.388	69.194	59.077	55.204
Total Patrimonio	154.901	156.029	122.079	113.542	105.163
Capitalización Ajustada	218.862	218.417	191.273	172.619	160.367
Flujo de Caja					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	3.864	13.317	11.206	14.647	17.940
Inversión en Activo Fijo	(4.527)	(5.589)	(7.887)	(6.768)	(8.264)
Dividendos	(5.081)	(5.081)	(6.775)	(9.433)	(8.345)
Flujo de Fondos Libre (FCF)	(5.744)	2.647	(3.456)	(1.554)	1.331
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	4.657	4.670	(2.735)	(2.234)	2.920
Otras Inversiones, Neto	(28)	(243)	(2.465)	(205)	(4.471)
Variación Neta de Deuda	(5.001)	(5.001)	4.414	0	(2.922)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	6.170	(1.276)	4.854	5.456	3.115
Variación de Caja	54	797	612	1.463	(27)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	156.182	164.274	151.168	128.777	106.454
Crecimiento Ventas Netas (%)		8,7	17,4	21,0	3,0
EBIT	7.953	9.701	13.720	13.649	13.466
Gastos Financieros	2.984	3.667	3.364	2.769	2.583
Resultado Neto	3.812	7.197	6.964	8.484	7.141

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.