

Empresas Emel S.A.

Emel Análisis de Riesgo

Calificaciones

Nacional		
Línea de Bonos N°466	A+(cl)	
Línea de Bonos N°465 (Serie D)	A+(cl)	
Acciones	Nivel 4	
Outlook		
Líneas de Bonos y Bonos	Estable	

Resumen Financiero

Empresas Emel S.A.

Consolidado	30/06/11	31/12/10
(Ch\$MM)	12 meses	12 meses
Total Activos	127.378	483.124
Total Deuda		
Financiera	50.111	122.890
Ingresos	179.962	339.166
EBITDA	22.325	38.392
Deuda/ EBITDA	2,2	3,2
EBITDA/Gastos		
Financieros	4,3	5,6

Informes relacionados

CGE, Septiembre 2010
 CGE Distribución, Septiembre 2010
 Trasnet, Septiembre 2010
 Conafe, Septiembre 2010
 Edelmag, Noviembre 2010
 Gasco, Octubre 2010

Analistas

Ana Paula Ares
 54-11 4506-5525
ana.ares@fitchratings.com

Rina Jarufe
 56-2 499-3310
Rina.jarufe@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Baja en la clasificación de las filiales eléctricas del grupo CGE: La baja en la clasificación de las filiales eléctricas del grupo CGE (Clasificaciones Fitch: IDR en BBB- / escala nacional A+(cl) / acciones en Nivel 2; Outlook Estable), entre ellas Emel, a A+(cl) desde AA-(cl) realizada por Fitch el 14 de septiembre reciente, refleja la mayor presión en la flexibilidad financiera de estas compañías debido a la deuda de la compañía holding. De acuerdo a la metodología de clasificación de matrices y subsidiarias de Fitch, el análisis del grupo está enfocado en cifras consolidadas dado que la relación entre la compañía matriz y sus subsidiarias es suficientemente fuerte tal que un deterioro en el perfil financiero de la matriz afecta la calidad crediticia de las compañías operacionales.

CGE controla la política de dividendos de sus filiales eléctricas y depende de ellos como la principal fuente de fondos para el servicio de su propia deuda; a la vez que no existen mecanismos que limiten el flujo de caja desde la subsidiaria hacia la matriz. CGE centraliza el manejo de la tesorería del grupo (excluyendo Gasco); las compañías operativas transfieren el exceso de caja a la matriz, la que a su vez provee financiamiento a través de créditos intercompañía a sus filiales. Fitch espera un mayor nivel de endeudamiento en las filiales del sector eléctrico debido a la combinación de mayores necesidades de capital de trabajo generado en el segmento de distribución, la reorganización de activos que fusionó deudas en el segmento de transmisión y las proyecciones de crecimiento e inversiones para el grupo.

Indicadores Crediticios Consolidados Débiles: La baja en la clasificación internacional (IDR) de CGE de BBB a BBB- (Rating en escala local A+(cl) por Fitch) incorpora el continuo debilitamiento de sus indicadores crediticios y la falta de perspectivas de mejoras significativas en el mediano plazo. El nivel de endeudamiento, medido como Deuda/Ebitda se deterioró a 5,8 veces (x) para el periodo de 12 meses al 30 de junio de 2011 comparado con 4,9x al 31 de diciembre de 2009, aunque muestra una leve mejora con respecto a las 6,2x alcanzadas al 31 de diciembre de 2010. Este indicador incluye el efecto temporal de aumentos en necesidades de capital de trabajo de su negocio de distribución eléctrica debido a un problema de facturación.

Diversificación del Portafolio de Activos / Sólido Entorno Regulatorio: CGE se beneficia de un diversificado portafolio de activos en el sector energético chileno, que opera en un marco regulatorio transparente. El segmento eléctrico represento aproximadamente el 49% del Ebitda consolidado por \$304 mil millones registrado en el periodo de 12 meses al 30 de junio de 2011 y casi un 70% del total de dividendos recibidos por la matriz. La estabilidad de la generación de flujo de caja de CGE se sustenta por el crecimiento esperado de la demanda por electricidad en Chile, la transferencia del costo de la energía al consumidor final, y la existencia de contratos de energía con mecanismos de indexación a los costos de combustible. La construcción de la unidad Ñuble y el potencial para los contratos con compañías mineras se espera que impacte positivamente la generación de flujo de caja de CGE. Las clasificaciones también consideran la constante recuperación del negocio de gas en Chile.

Reorganización de Emel: En agosto de 2010, CGE anunció una reestructuración de los activos de Emel adquiridos en 2007, para simplificar la estructura de propiedad de dichas empresas y organizar sus activos de acuerdo a la situación geográfica y de negocios de las empresas eléctricas del grupo CGE. Sobre esta base, Transnet concentrará casi la totalidad de los activos de sub-transmisión del grupo, entre ellos los activos de transmisión de Emel y sus pasivos. Hasta que la fusión ocurra, Transnet será codeudor solidario del bono Serie D de Emel. Luego de la reestructuración, dicho bono quedará definitivamente en Transnet,.

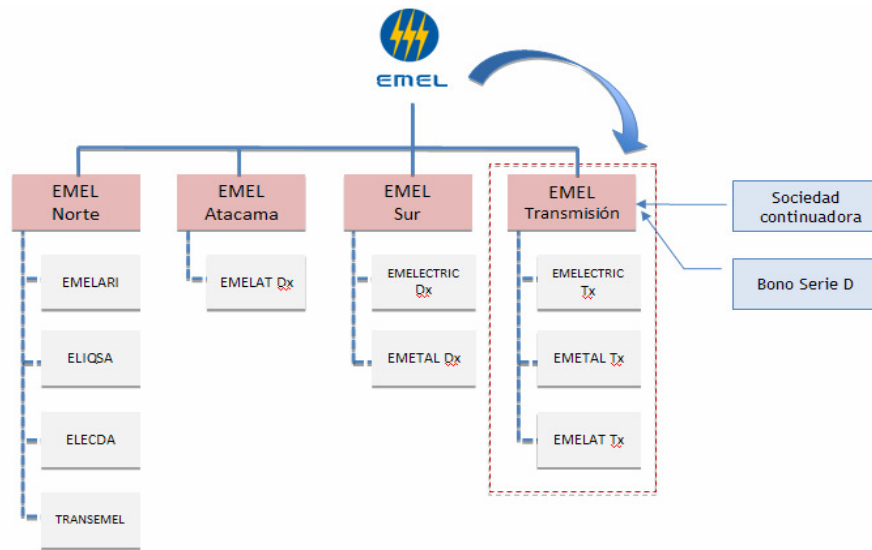
Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Una baja en la clasificación del grupo podría ocurrir si en forma sostenida el indicador Deuda / Flujo de caja operativo aumenta sobre las 6,0x y el indicador de Flujo de caja operativo / gastos financieros se deteriora bajo las 3,0x, debido a adquisiciones financiadas con deuda o inversiones significativas en nuevos proyectos. Una acción de rating positiva se considera poco probable en el mediano plazo.

Acontecimientos Recientes

Reestructuración de Empresas Emel: Con fecha 30 de Agosto de 2010, CGE anunció una reestructuración de los activos de Emel adquiridos en 2007, cuyo propósito es simplificar la actual estructura de propiedad de dichas empresas y organizar sus activos de acuerdo a la situación geográfica y de negocios de las empresas eléctricas del grupo CGE.

El 24 de Marzo de 2011, se aprobó la división de la sociedad en cuatro sociedades anónimas, una es la continuadora legal, conservando su giro, denominación, rut y personalidad jurídica, concentrando los activos de subtransmisión del grupo, y tres nuevas sociedades anónimas cerradas, que surgieron a consecuencia de la división: Emel Norte S.A., Emel Atacama S.A. y Emel Sur S.A.



Continuando con el proceso de reestructuración de los activos del grupo CGE, se materializará una fusión por absorción de la continuadora de Emel en la filial de transmisión del grupo, Transnet. Hasta que esto último ocurra, Transnet es codeudor solidario del bono Serie D de Emel.

Liquidez y Estructura de deuda

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 cifras 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 corrientes mercantiles, administrando así los excedentes o déficit que presenten sus filiales.

Luego de la división de Emel, la deuda que permaneció en la compañía continuadora alcanza a \$50.152 millones, de los cuales un 85% corresponde a los Bonos Serie D, emitidos en UF y a tasa fija. Los Bonos Serie C fueron rescatados en diciembre de 2010. El restante 15% corresponde a deuda bancaria en pesos a tasa variable. Al 30 de junio de 2011, prácticamente la totalidad de la deuda de 2011 está en el largo plazo, a la vez que la compañía mantiene bajos niveles de caja, ya que sus excedentes son repartidos a la matriz mediante dividendos o son administrados por ésta mediante una cuenta corriente mercantil. El saldo neto de dicha cuenta al 30 de junio de 2011 correspondía a un monto por pagar por \$1.480 millones.

Resultados Operacionales y Flujo de Caja

A partir del primer semestre de 2011, los ingresos de Emel reflejan aquellos de las filiales de subtransmisión que permanecieron en la sociedad continuadora luego de la división de Emel. Lo anterior no es comparable con las cifras del primer semestre del año pasado que mostraban además el negocio de distribución y el de subtransmisión reflejado en Transemel (que quedó fuera de Emel). Este corresponde a un periodo de transición mientras Emel se fusiona en Transnet.

Perfil y Operaciones

Empresas Emel S.A. participa en el negocio de subtransmisión con presencia en las Regiones de atacama, Libertador Bernardo O'Higgins, Maule, del Biobío y Región Metropolitana, a través de sus filiales Emelat Transmisión, Emelectric Transmisión, y Emetal Transmisión, (estas dos últimas fusionadas en Emel).

Emel pertenece en un 97,9% a CGE, holding de un grupo de empresas dedicadas principalmente a la distribución y transmisión de energía eléctrica en Chile.

Filiales de Emel

Filial	Área	Sistema	Negocio
Emelectric	V a VIII	SIC	Tx
Emetal	VI	SIC	Tx
Emelat	Copiapó	SIC	Tx

Tx: Subtransmisión y Transmisión.

Fuente: Emel

Marco Regulatorio

El negocio de subtransmisión es un negocio regulado y presenta una baja volatilidad en sus flujos operacionales. La Ley General de Servicios Eléctricos establece que cada 4 años se debe calcular el valor anual de los sistemas de subtransmisión (VASTx), basado en instalaciones económicamente adaptadas a la demanda proyectada para un período de cuatro a diez años, que minimice el costo actualizado de inversión, operación, mantenimiento, administración y falla, eficientemente operadas. El referido VASTx debe remunerar el valor anual estándar de las inversiones, considerando la vida útil de las instalaciones, y descontadas a una tasa anual de 10% (AVI), los costos de operación, mantenimiento y administración (COMA), y las pérdidas medias de subtransmisión en potencia y energía.

Las tarifas de subtransmisión vigentes son las publicadas en el decreto N° 320, del 09 de enero de 2009, las que tenían vigencia hasta el 31 de octubre de 2010 y que han sido aplicadas hasta el primer semestre de 2011 en espera de la publicación de un nuevo decreto.

Características de los Instrumentos

Líneas de Bonos N°466 y N°465 (Series C y D)

El 13 de junio de 2006, Emel inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) las líneas de bonos N°466 y N°465 cada una por un monto máximo de UF 3,0 millones. Las series emitidas no deben superar en conjunto los UF 3,0 millones. Las líneas de bonos N°466 y N°465 tienen un plazo máximo de 10 y 30 años respectivamente, mientras su uso de fondos está definido para el pago o prepago de pasivos y/o financiamiento de inversiones.

	Serie C (No Vigente)	Serie D
Cargo a la Línea de Bonos	N° 466	N° 465
Fecha Emisión	15/06/2006	15/06/2006
Monto	MM UF 1,0	MM UF 2,0
N° Bonos / Valor Bono	500 / UF2.000	4.000 / UF500
Tasa Interés	3,75%	4,50%
Plazo	5 años	21 años
Pago Intereses	Semestral	Semestral
Amortización	Al vencimiento	Semestral
Inicio	-	01/12/2021
Vencimiento	01/06/2011	01/06/2027
Rescate Anticipado	01/06/2009	01/06/2014

El 15 de junio de 2006 se colocaron las Series C y D con cargo a las líneas N°466 y N°465, respectivamente, ambas tuvieron como uso de fondos el pago de obligaciones financieras y el refinanciamiento de la Serie B del bono N°267. Actualmente se encuentra vigente el bono correspondiente a la serie D, mientras que la Serie C se rescató en diciembre de 2010.

Principales Resguardos y Garantías

Paralelamente con el proceso de división de Emel, la compañía modificó los covenants de la línea N°465 con el fin de homologarlos a los de Transnet. Adicionalmente para el periodo comprendido entre la división y la fusión de la continuadora de Emel en Transnet se obtuvo un waiver para dichos resguardos, así como también se constituyó a Transnet en codeudora solidaria del Bono Serie D de Emel. A continuación se describen los covenants que aplicarán a la compañía:

o Endeudamiento Financiero: Mantener una relación Deuda Financiera Neta a Patrimonio menor o igual a 1,1 veces.

o Patrimonio Mínimo: Mantener un patrimonio mínimo de UF 7.000.000.

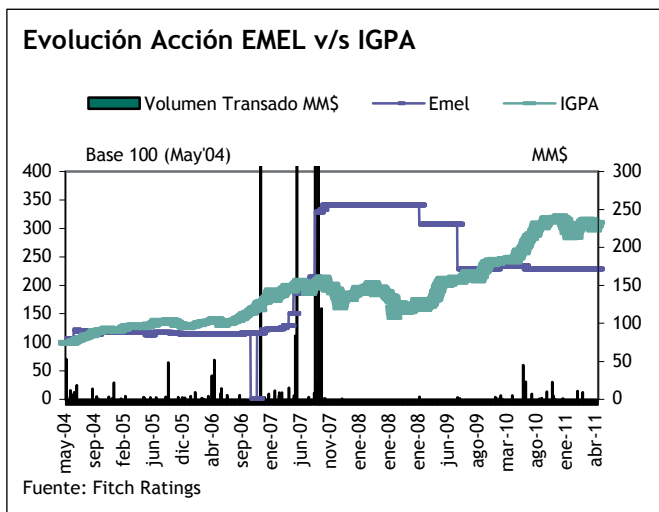
o Activos Libres de Garantías: Mantener activos libres de garantías mayores que 1,2 veces sobre la deuda financiera no garantizada.

o Cross Acceleration: Considera obligaciones financieras mayores al 3% del total de activos consolidados del emisor.

o Cross Default: Considera obligaciones financieras mayores al 3% del total de activos consolidados del emisor, y/o obligaciones financieras de filiales relevantes (aquellas que pudieran representar un 25% o más del total de activos consolidados del emisor).

Títulos Accionarios

La clasificación asignada a los títulos accionarios de Emel en Primera Clase Nivel 4 se encuentra principalmente restringida por su casi nula liquidez, junto con la concentración de la propiedad. Con información bursátil al 30 de junio de 2011, la presencia bursátil era igual a un 3,1%, presentando en los últimos doce meses un nulo volumen promedio transado. Desde 2007 la propiedad se concentra en CGE, que directa e indirectamente posee un 97,9% de las acciones, lo que se traduce en un bajo *free float* de 2,0%.



Empresas Emel S.A.

Precio de Cierre (\$)	16.000,0
Rango de Precio (\$) (52 semanas)	16.400- 16.000
Capitalización Bursátil (MMUS\$) ⁽¹⁾	497,6
Valor Económico de los Activos (MMUS\$) ⁽²⁾	601,2
Liquidez	
Presencia Bursátil	3,17%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	0
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	1
Pertenece al IPSA	NO
Part. del IGPA (año móvil Jun'11)	0,00%
Free Float	2,00%
Rentabilidad	
Rent. Accionaria (año móvil Jun'11)	-2,49%

(1) Capitalización Bursátil = Número de Acciones * Precio de Cierre. (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. Tipo de cambio al 30/06/11 (US\$468,15).

Resumen Financiero – Empresas Emel S.A. (consolidado)

(Cifras en millones de pesos nominales)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)	468,1	468.0	507,1	636,5	496,9
	Junio				
	2011	2010	2009	2008	2007
	12m	12m	12m	12m	12m
	IFRS	IFRS	IFRS	Chilean GAAP	Chilean GAAP
Rentabilidad (%)					
EBITDA Operativo	22.325	43.765	47.054	48.305	42.618
Margen de EBITDA (%)	12,4	12,1	12,4	13,9	16,4
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(4,0)	0,3	1,4	(1,8)	(2,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	26,8	8,8	12,8	15,2	15,3
Coberturas (x)					
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	4,3	5,9	6,1	7,0	6,5
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	4,2	0,8	1,7	6,0	4,1
FCF / Servicio de Deuda	(0,4)	0,2	0,5	0,1	0
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	0,3	0,6	0,8	0,4
CFO / Inversiones de Capital	1,0	2,4	2,5	1,6	1,8
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	2,2	3,2	2,9	2,6	2,6
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	2,2	3,1	2,8	2,4	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,4	5,8	5,9	5,9	6,1
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0	0,3	0,2	0	0
Balance					
Total Activos	127.378	456.907	454.756	353.880	310.950
Caja e Inversiones Corrientes	917	5.268	4.882	5.740	4.001
Deuda Financiera Corto Plazo	203	45.183	20.516	1.127	3.863
Deuda Financiera Largo Plazo	49.908	95.880	115.886	122.590	107.009
Deuda Financiera Total	50.111	141.063	136.402	123.717	110.872
Total Patrimonio	62.488	220.527	216.704	159.257	141.614
Capitalización Ajustada	112.599	361.590	353.106	282.974	252.486
Flujo de Caja					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	16.379	48.576	53.292	38.185	34.174
Inversión en Activo Fijo	(16.447)	(20.472)	(21.061)	(23.806)	(19.111)
Dividendos	(7.205)	(27.069)	(27.048)	(20.477)	(21.245)
Flujo de Fondos Libre (FCF)	(7.273)	1.034	5.183	(6.098)	(6.182)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.137	445	502	(154)	(128)
Otras Inversiones, Neto	(1.551)	(24.446)	(24.355)	(1.696)	1.769
Variación Neta de Deuda	(21.435)	22.997	17.853	3.710	(1.752)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	29.513	(37.036)	0	5.860	2.063
Variación de Caja	391	(37.005)	(817)	1.622	(4.230)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	179.962	361.440	380.647	347.434	259.856
Crecimiento Ventas Netas		-5,0	9,6	33,7	37,2
EBIT	14.903	31.616	34.924	39.449	34.914
Gastos Financieros	5.145	7.456	7.681	6.896	6.567
Resultado Neto	8.367	20.000	24.016	22.821	20.640

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.