

Sector Eléctrico
Chile
Análisis de Riesgo

Empresas Emel S.A. (Emel)

Ratings

	Rating Actual
Línea de Bonos N°466 (Serie C)	AA-(cl)
Línea de Bonos N°465 (Serie D)	AA-(cl)
Acciones	Nivel 4
IDR (MD/ME)	NC

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

Outlook

Estable

Watch

-

Información Financiera

Empresas Emel S.A. (Ch\$MM nominales - Consolidado)	31/03/10	31/12/09
	12m-IFRS	12m-IFRS
Total Activos	456.907	454.756
Total Deuda Financiera	141.063	136.402
Ingresos	361.440	380.647
EBITDA	43.765	47.054
Deuda Financiera	3,2	2,9
Total/EBITDA (x)		
EBITDA/Gastos Financieros (x)	5,9	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

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

Fundamentos

- La clasificación de Emel se fundamenta en el bajo riesgo y en la estabilidad asociada a sus flujos operacionales, ya que las empresas de distribución y subtransmisión de electricidad operan como monopolio natural en sus zonas de concesión. Adicionalmente, las subsidiarias de Emel llevan 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, Emel 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. Desde 2007 Emel pertenece en un 97,9% 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.
- Emel es clasificada un notch por sobre la clasificación de su matriz en escala nacional, reflejando tanto el mejor perfil crediticio que la compañía presenta en relación 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.
- Recientemente, CGE ha anunciado que llevará a cabo una reestructuración de los activos de Emel adquiridos en 2007, con el fin de lograr mayores sinergias en el grupo. Esta reestructuración podría cambiar los niveles de endeudamiento versus el flujo operacional de Emel y de otras filiales eléctricas, por lo que Fitch se mantendrá atento a los efectos que esta reorganización de activos pudiera tener en el perfil crediticio del grupo.
- 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 un bajo free float de 2,1%. Con información bursátil al 31 de julio de 2010, la presencia bursátil era igual a un 0,8%, presentando en los últimos doce meses un nulo volumen transado.

¿Qué Podría Gatillar un Cambio en la Clasificación?

La clasificación de riesgo de Emel 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 Emel y sus filiales operan, 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 ('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.

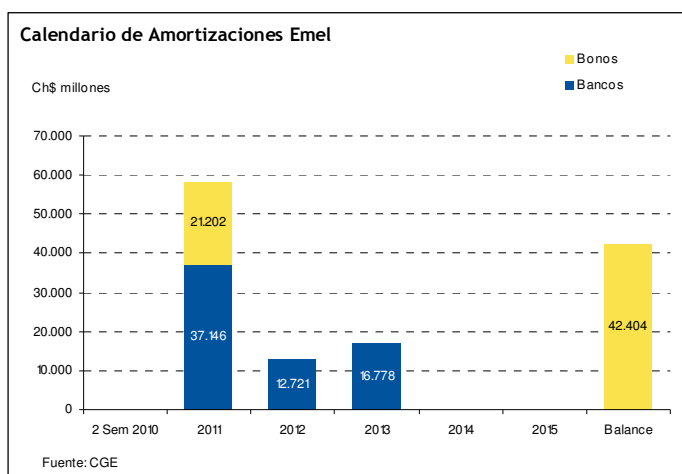
Nuevas Tarifas de Servicios Asociados

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.

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.

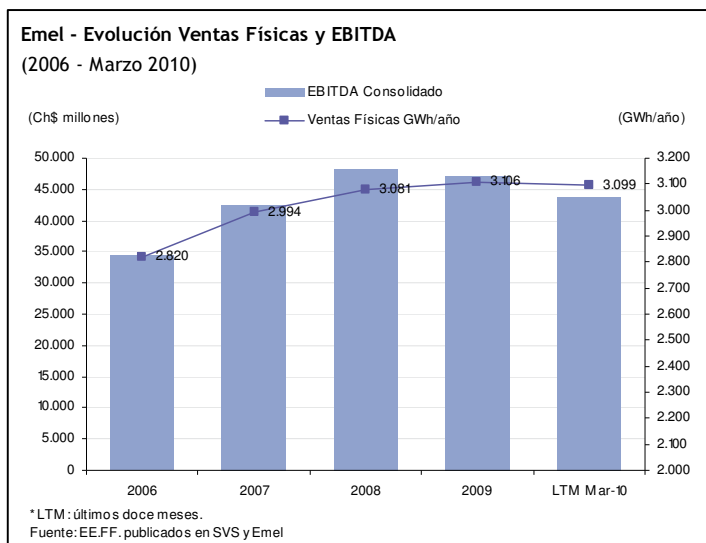
El grupo CGE opera a través de una tesorería centralizada que permite optimizar el manejo de los recursos financieros de corto plazo, mediante la mantención de cuentas corriente mercantiles, administrando así los excedentes o déficit que presenten sus filiales del sector electricidad y sector servicios.



Durante el año 2009, Emel pagó parte de sus obligaciones con la matriz mediante cuenta corriente mercantil, refinanciando dichos pasivos en el mercado de deuda. Al 31 de Marzo de 2010, Emel mantiene en su cuenta corriente mercantil con la matriz un saldo de cuentas por cobrar (neto de obligaciones) de Ch\$5.281 millones. La deuda financiera de Emel totaliza Ch\$141.063 millones a Marzo de 2010, y presenta indicadores crediticios relativamente estables, con una relación deuda financiera a EBITDA en 3,2 veces (x) y una cobertura de gastos financieros de 5,9x.

Emel concentra vencimientos de deuda especialmente en el año 2011, cuando vencen sus bonos Serie C y parte de su deuda bancaria. 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 Emel mantiene bajos niveles de caja y equivalentes, ya que sus excedentes de caja son repartidos a la matriz mediante dividendos o son administrados por esta 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 un 32% de la deuda total a Marzo de 2010.



Resultados Operacionales y Flujo de Caja

Para el año móvil terminado en Marzo de 2010, Emel presenta un EBITDA consolidado de Ch\$43.765 millones, levemente por debajo de los Ch\$47.054 millones registrados durante 2009. Este menor EBITDA se explica por menores ventas físicas y los efectos del terremoto, principalmente de la filial Emelectric (la filial más importante en tamaño y términos de flujo operacional) y por un menor margen de servicios asociados.

Asimismo, a los doce meses terminados en Marzo de 2010, Emel presenta un Flujo de Caja Operativo (CFO) de Ch\$48.907 millones (Ch\$53.292 millones durante 2009), principalmente producto de los menores resultados operacionales explicados anteriormente. Las inversiones en activos fijos se han mantenido estables, representando un 1,7x la depreciación. Así, a pesar del menor resultado operacional del primer trimestre 2010, Emel continúa

presentando un Flujo de Caja Libre (FCF) positivo para el año móvil terminado en Marzo 2010.

Perfil y Operaciones

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. Para el año móvil terminado en Marzo de 2010, Emel representa un 16% del EBITDA consolidado y aproximadamente un 18% de los dividendos recibidos por CGE.

Emel participa en el negocio de distribución eléctrica en Chile a través de seis sociedades, con distinta participación accionaria. Las actividades de la empresa se desarrollan en la zona norte y central del país. Dentro del SING, Emel es la principal distribuidora, mientras que en el SIC, es una empresa minoritaria dentro de las participaciones totales.

Principales Filiales Emel y Pérdidas de Energía

Filial	Área	Sistema	Negocio	Pérdidas de Energía **
Emelari	Arica	SING	Dx y Tx	8,2%
Eliqsa	Iquique	SING	Dx y Tx	9,4%
Elecda	Antof.	SING	Dx y Tx	9,0%
Emelat	Copiapó	SIC	Dx y Tx	6,4%
Emelectric*	V a VIII	SIC	Dx y Tx	10,8%
Transemel	I y II	SING	Tx	

Dx: Distribución, Tx: Subtransmisión y Transmisión.

* Tiene como filial a Emelat, con operaciones en Talca.

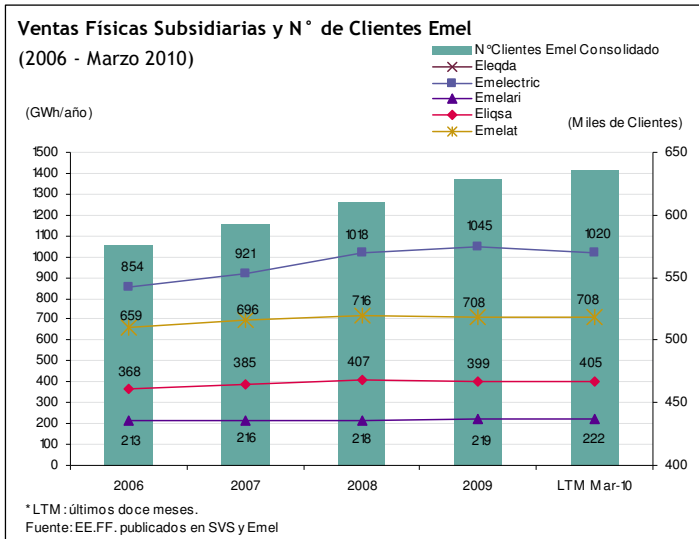
** Pérdidas de energía al 31 de Diciembre de 2009.

Fuente: Emel

A marzo de 2010, en términos consolidados Emel cuenta con más de 635 mil clientes, con ventas físicas de 3.099 GWh (año móvil). Con respecto a sus pérdidas de energía, en general estas se encuentran en niveles económicamente eficientes, siendo mayores en aquellas filiales que operan en zonas de concesión más rurales, como es el caso de Emelectric (ver cuadro adjunto).

Contratos de Suministro

Durante el 2006, de acuerdo a la normativa vigente, Emel licitó el suministro eléctrico para sus clientes del SIC a partir del año 2010. Como resultado se adjudicó el 50% del suministro a Endesa Chile ('AA(cl)' e IDR 'BBB+' por Fitch) a un precio de US\$55,5/MWh, y el otro 50% se adjudicó a AES Gener



(‘A(cl)’ e IDR BBB- por Fitch) a un precio de US\$52,5/MWh.

A la fecha Emel mantiene un contrato de suministro de potencia y energía eléctrica para sus filiales de distribución en el SING con la generadora GasAtacama el cual está vigente hasta el año 2011.

Adicionalmente, durante 2009 las filiales Emelari, Eliqsa y Eleqda concluyeron su proceso de licitación de suministro de energía para el período 2012-2026. La totalidad del suministro fue adjudicado a la empresa generadora Edelnor, por montos crecientes de energía y con precios indexados al precio promedio del GNL Henry Hub y a la inflación estadounidense (CPI).

Subtransmisión

El negocio de subtransmisión es un negocio regulado y presenta una baja volatilidad en sus flujos operacionales.

La filial Transemel presta servicios de subtransmisión a GasAtacama, compañía que a su vez mantiene contratos de suministro con las filiales Emelari, Eliqsa y Eleqda. Adicionalmente todas las empresas distribuidoras de Emel cuentan con activos de subtransmisión propios, los cuales son usados para sus propias operaciones, destacando los casos de Emelat y Emelectric donde estos son de mayor relevancia.

El 9 de enero de 2009 fue publicado el decreto que fijó las tarifas de subtransmisión, el cual determina que los peajes por el uso de instalaciones de subtransmisión que se cobran por cada unidad de energía y potencia retiradas desde el sistema, como por el uso de centrales que inyectan directamente en los sistemas de subtransmisión, son determinadas por la legislación vigente mediante un mecanismo de carácter técnico.

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°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 colocaciones con cargo a dichas líneas no deben superar en conjunto los

	Serie C	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

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.

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. Las Series C y D cuentan con las características que se detallan en el cuadro adjunto.

Principales Resguardos:

- Endeudamiento Financiero Consolidado: Mantener una relación Pasivo Exigible a Patrimonio menor o igual a 1,7 veces.
- Patrimonio Mínimo: Mantener un patrimonio mínimo de UF 4.500.000.
- *Cross Default* y *Cross Acceleration*
- Activos Libres de Garantías: Mantener activos libres de garantías mayores que 1,2 veces sobre los pasivos no garantizados.
- Restricción sobre los activos: Mantener al menos un 70% de los activos totales del emisor en el sector eléctrico.

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

Títulos Accionarios

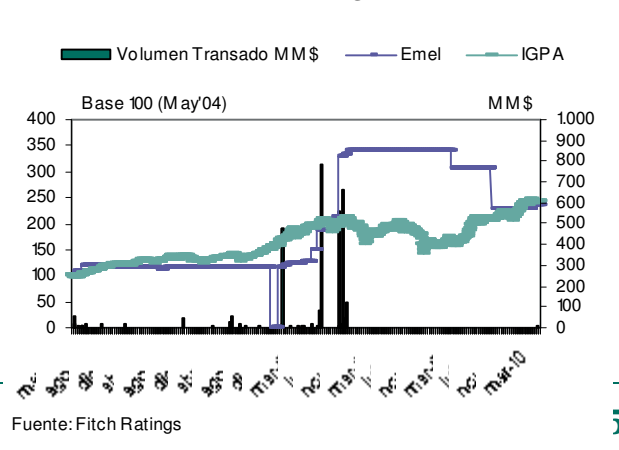
La clasificación asignada a los títulos accionarios de Emel en Primera Clase Nivel 4 se encuentra principalmente restringida por su casi nula liquidez, junto con la concentración de la propiedad. Con información bursátil al 31 de julio de 2010, la presencia bursátil era igual a un 0,8%, presentando en 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 2,1%.

Empresas Emel S.A.

Bursátil	
Fecha de Inicio de Cotización	1.987
Precio de Cierre	16.400
Rango de Precio (52 semanas)	21.500 - 16.000
Capitalización Bursátil (MMUS\$) (1)	457
Valor Económico de los Activos (MMUS\$) (2)	717
Liquidez	
Presencia Bursátil	0,8%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	0
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	0
Pertenece al IPSA	NO
Part. del IGPA (Anual)	0,0%
Rent. Accionaria (año móvil Jul'2010)	-23,7%
Free Float	2,1%

Capitalización Bursátil = Número de Acciones * Precio de Cierre. (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. Tipo de cambio al 31/07/10 (US\$52,75).

Evolución Acción Emel v/s IGPA



Resumen Financiero – Empresas Emel 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
	12m	12m	12m	12m	12m
	IFRS	IFRS	Chilean GAAP	Chilean GAAP	Chilean GAAP
Rentabilidad (%)					
EBITDA Operativo	43.765	47.054	48.305	42.618	34.390
Margen de EBITDA (%)	12,1	12,4	13,9	16,4	18,2
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	0,3	1,4	(1,8)	(2,4)	(3,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	8,8	12,8	15,2	15,3	10,7
Coberturas (x)					
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	5,9	6,1	7,0	6,5	4,0
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,8	1,7	6,0	4,1	3,1
FCF / Servicio de Deuda	0,2	0,5	0,1	0	0,3
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0,6	0,8	0,4	0,9
CFO / Inversiones de Capital	2,4	2,5	1,6	1,8	1,3
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	3,2	2,9	2,6	2,6	3,0
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	3,1	2,8	2,4	2,5	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,8	5,9	5,9	6,1	8,4
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0,3	0,2	0	0	0
Balance					
Total Activos	456.907	454.756	353.880	310.950	277.074
Caja e Inversiones Corrientes	5.268	4.882	5.740	4.001	7.309
Deuda Financiera Corto Plazo	45.183	20.516	1.127	3.863	2.496
Deuda Financiera Largo Plazo	95.880	115.886	122.590	107.009	101.107
Deuda Financiera Total	141.063	136.402	123.717	110.872	103.603
Total Patrimonio	220.527	216.704	159.257	141.614	128.426
Capitalización Ajustada	361.590	353.106	282.974	252.486	232.029
Flujo de Caja					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	48.576	53.292	38.185	34.174	23.986
Inversión en Activo Fijo	(20.472)	(21.061)	(23.806)	(19.111)	(17.821)
Dividendos	(27.069)	(27.048)	(20.477)	(21.245)	(11.813)
Flujo de Fondos Libre (FCF)	1.034	5.183	(6.098)	(6.182)	(5.648)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	445	502	(154)	(128)	(57)
Otras Inversiones, Neto	(24.446)	(24.355)	(1.696)	1.769	73
Variación Neta de Deuda	22.997	17.853	3.710	(1.752)	(1.318)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	(37.036)	0	5.860	2.063	(4.417)
Variación de Caja	(37.005)	(817)	1.622	(4.230)	(11.367)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	361.440	380.647	347.434	259.856	189.419
Crecimiento Ventas Netas		9,6	33,7	37,2	16,5
EBIT	31.616	34.924	39.449	34.914	27.585
Gastos Financieros	7.456	7.681	6.896	6.567	8.680
Resultado Neto	20.000	24.016	22.821	20.640	13.427

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.