



Knowledge & Trust

S T R A T E G I C A L L I A N C E W I T H



Insight beyond the rating.

Inversiones Eléctricas Del Sur S.A.

Informe de Nuevo Instrumento Octubre 2010

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

Clasificación

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>	<u>Tendencia</u>	<u>Anterior</u>
Nueva Línea a 30 años plazo, repertorio N° 13.760/2010	A+	Estable	-

Analista Responsable: Fernando Villa P. fvilla@icrchile.cl

Estados Financieros: 30 de junio de 2010

RESUMEN DE CLASIFICACIÓN

ICR Clasificadora de Riesgo clasifica en Categoría A+, con Tendencia "Estable" la nueva Línea de bonos a 30 años plazo de Inversiones Eléctricas del Sur S.A.

Inversiones Eléctricas del Sur S.A. es el vehículo a través del cual el conglomerado compuesto por Morgan Stanley Infrastructure y Ontario Teacher's Pension Plan, controla las compañías ligadas al Grupo Saesa, las cuales operan en la industria eléctrica, principalmente en el segmento de distribución.

Inversiones Eléctricas del Sur S.A. se constituyó como una sociedad por acciones denominada Inversiones SF SpA, por escritura pública, con fecha 10 de junio de 2008. Posteriormente, mediante escritura pública de fecha 31 de julio de 2008, Inversiones SF SpA fue transformada en una sociedad anónima cerrada, cuya razón social se modificó a Inversiones Eléctricas del Sur S.A. El objetivo de la sociedad es la realización de inversiones en toda clase de bienes muebles e inmuebles, incluyendo toda clase de valores mobiliarios e instrumentos de inversión y la administración de estas inversiones y sus frutos.

ICR considera que los controladores de la sociedad son entidades de primer nivel, y refuerzan la estructura societaria del Grupo. Específicamente, Ontario Teacher's Pension Plan, conocida ya en Chile por tomar posición en otras compañías de sectores regulados, es la compañía de pensiones más grande de este tipo en Canadá, y presenta una clasificación de riesgo internacional de AAA por DBRS. Como corporación independiente, es responsable de invertir los activos de los fondos de pensión y administrar las pensiones de 289.000 profesores activos y retirados en Ontario.

El portafolio de inversiones en infraestructuras de OTTP comenzó el año 2001 y se concentra en la adquisición y retención en el largo plazo, de activos que presenten larga vida económica, bajo riesgo y de confiables niveles de rentabilidad.

Por su parte, MSI es una plataforma de inversión global que se concentra en inversiones de largo plazo, asociadas a empresas de servicios o de bienes públicos esenciales alrededor del mundo. Con oficinas en Norteamérica, Europa y Asia, MSI es parte de Morgan Sanley Investment Management.

Definición de Categorías

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece, o en la economía.

La Subcategoría "+" denota una mayor protección dentro de la categoría correspondiente.

Inversiones
Eléctricas del
Sur S.A.

Fecha informe:
Octubre-2010

FORTALEZAS Y DEBILIDADES O RIESGOS DE LA COMPAÑÍA

Fortalezas

- Bajo riesgo operacional de la industria: Debido a la condición de monopolio natural y a que gran parte de sus principales variables se encuentran acotadas o son altamente predecibles, como el nivel de demanda, la oferta requerida, el margen de contribución y la lealtad de los clientes.
- Las empresas de distribución ligadas al Grupo Saesa cuentan con zonas de concesión definidas por ley. Por lo tanto, dichas empresas no tienen competencia relevante para clientes regulados en sus áreas de cobertura. El Grupo Saesa, opera en la zona sur del país, entre las regiones VIII y XI, localidad que se ha caracterizado por un fuerte desarrollo industrial.
- Sólida y ordenada situación financiera de las empresas del Grupo, principalmente de sus dos principales filiales, Saesa y Frontel, que presentan fuerte y estable capacidad operacional para generar flujos de caja y favorables indicadores de cobertura de intereses y de endeudamiento.
- Consistencia en el Management: La administración del Grupo se ha mantenido estable, asimismo la estructura operacional descentralizada y la gestión centralizada del Grupo, le ha permitido maximizar sinergias y economías de escala.
- Mejora significativa en los estándares de calidad de servicio de las empresas del Grupo Saesa.

Debilidades o Riesgos

- Procesos de fijación tarifaria de distribución y de servicios asociados a la distribución que pudiesen perjudicar los flujos de las compañías.
- Eventuales modificaciones al marco regulatorio existente.

Inversiones
Eléctricas del
Sur S.A.

Fecha informe:
Octubre-2010

ANÁLISIS FINANCIERO

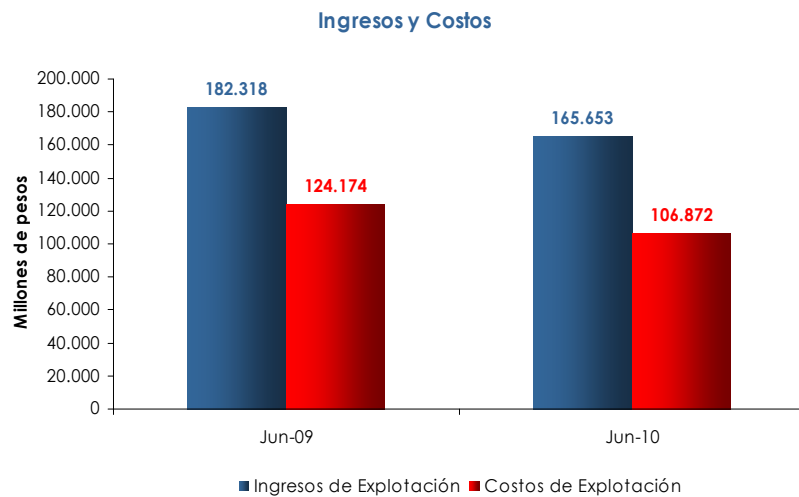
Eléctricas del Sur S.A. es la continuadora legal de Inversiones Eléctricas del Sur II Ltda., sociedad que a diciembre de 2007, manejaba un patrimonio de M\$ 255.346.496, y presentaba un Ebitda por M\$ 50.798.808.

Las fuentes de ingresos de la sociedad corresponden a las empresas operativas del Grupo Saesa: Frontel, Saesa y sus filiales, y Sagesa. En conjunto, abastecieron alrededor de 680 mil clientes durante el año 2009, vendiendo un total de 2.556 GWh.

Durante el primer semestre del año 2010, se aprecia, a nivel general, una disminución de la demanda de energía eléctrica por parte de los clientes industriales – situación ligada al terremoto de febrero – lo que se ha traducido en un menor flujo de ingresos en las filiales operativas de la sociedad. La relevancia de este hecho radica en que las ventas de energía eléctrica representan el 90,81% del total de los ingresos consolidados.

El margen de explotación de las principales filiales operativas (Frontel y Saesa) se vio afectado además, por la entrada en vigencia de las nuevas tarifas, lo que generó un efecto directo en los ingresos de ambas.

Pese a lo anterior, durante el primer semestre del año 2010 se aprecia un incremento en el margen de explotación de Eléctricas (en términos porcentuales), debido al cobro de una indemnización, proveniente de un seguro vinculado a una turbina de la filial Sagesa. Dicha indemnización alcanzó los M\$ 3.575.377, y quedó registrada como ítem "otros ingresos por naturaleza", por una única vez.



Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

Lo anterior se tradujo en una leve alza del indicador Ebitda, el cual experimentó una variación real de 0,96%, alcanzando los M\$ 32.233.080 para el primer semestre del año 2010. En cuanto al Margen Ebitda, también exhibe un alza, desde 17,51% en junio de 2009 a 19,46% en junio de 2010.

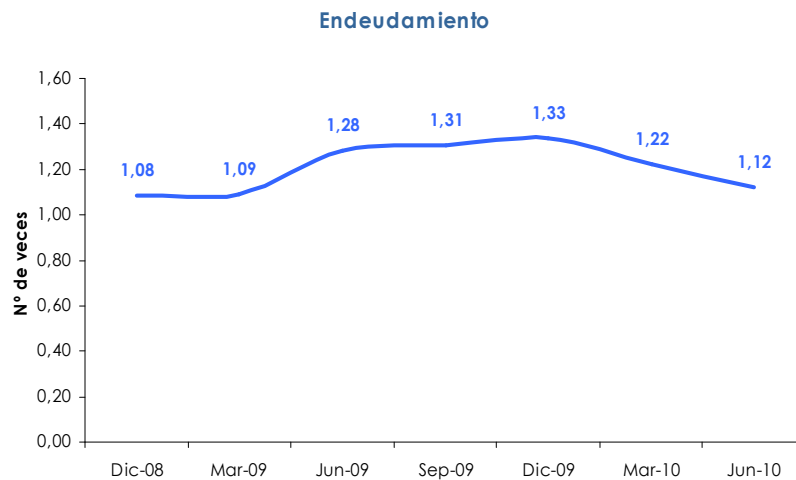
Con respecto a la Cobertura de Gastos Financieros Netos, el incremento en el Ebitda durante el período impulsó este indicador al alza. Al 30 de junio de 2010, este indicador alcanzó un valor de 3,88 veces.

Inversiones Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe: Octubre-2010

El indicador Deuda Financiera Neta / Ebitda también exhibe una mejora, especialmente por un descenso en los pasivos financieros de corto plazo. Este indicador alcanzó al 30 de junio de 2010 las 5,26 veces (anualizado).

En términos generales, se aprecia una disminución general en los pasivos, especialmente en las cuentas por pagar de largo plazo. El menor nivel de pasivos, junto con el incremento en el patrimonio (fundamentalmente por acumulación de utilidades), se tradujo en un menor indicador de endeudamiento, alcanzando las 1,12 veces al 30 de junio de 2010. El indicador de endeudamiento de la sociedad se ha mantenido históricamente bajo.

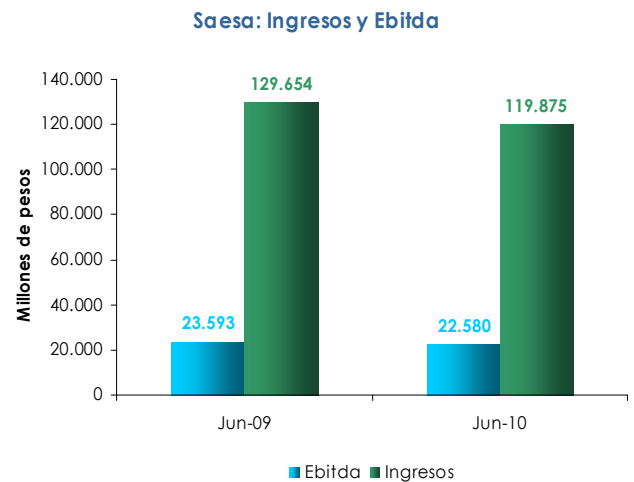


Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

SITUACIÓN FINANCIERA PRINCIPALES FILIALES

Saesa

Como se explicó anteriormente, durante el primer semestre del año 2010 se registró un descenso de la demanda por electricidad en el sector industrial, lo que afectó directamente los ingresos de la sociedad. Se estima, que para Saesa, esta disminución fue del orden del 1%, en relación a igual período del año anterior. Adicionalmente, la entrada en vigencia de las nuevas tarifas constituyó un factor determinante en los menores ingresos por otros servicios regulados.



Con respecto a otras cifras relevantes, la cobertura de gastos financieros netos de la sociedad exhibió un incremento respecto a junio de 2009; la relación Deuda Financiera Neta / Ebitda se mantuvo relativamente constante, y la razón de Endeudamiento se ubicó en niveles inferiores a los registrados en los últimos trimestres.

**Inversiones
Eléctricas del
Sur S.A.****Fecha informe:
Octubre-2010****Frontel**

Frontel experimentó una disminución de demanda, derivada del deterioro post terremoto, aún mayor a la de Saesa, estimándose en un -3% con respecto al primer semestre del año 2009. Adicionalmente, durante el primer semestre se observó un incremento en los gastos fijos, producto de las diversas reparaciones efectuadas luego del terremoto del 27 de febrero. Esto se tradujo en una caída de cerca de un 30% en el Ebitda, respecto a igual período del año anterior.

Lo anterior derivó en un leve debilitamiento de los indicadores de Cobertura de Gastos Financieros Netos y Deuda Financiera Neta / Ebitda. Sin embargo, la razón de Endeudamiento continuó su tendencia a la baja.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

Las características de la nueva emisión se encuentran definidas en la Escritura Pública de Emisión de Bonos por Línea de Títulos de Deuda, Repertorio N° 13.760/2010, de fecha 07 de octubre de 2010, y se detallan a continuación:

- Monto máximo de la emisión: UF 10 millones.
- Plazo de vencimiento de la línea: 30 años a partir de su fecha de inscripción en el Registro de Valores.
- Moneda de cotización: Unidades de Fomento.
- Reajustabilidad: de acuerdo a la variación de la UF.
- Rescate Anticipado: Total o parcial, a contar de la fecha que se determine en escrituras complementarias.

Adicionalmente, con el objeto de proteger los intereses de los tenedores de bonos, se definen los siguientes resguardos, a ser calculados sobre los estados financieros consolidados de la sociedad:

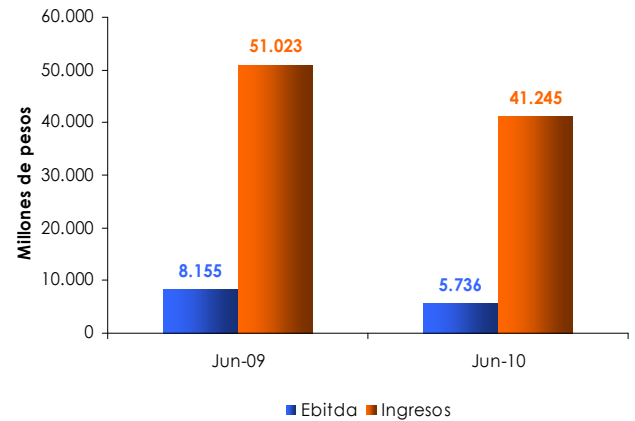
- Mantener una relación de Deuda Financiera Neta / Ebitda menor o igual a 6,75 veces.
- Mantener una relación de Ebitda / Gastos Financieros Netos mayor a 2,0 veces.

Para estos efectos, el cálculo de los indicadores se realizará de la siguiente manera:

Ebitda.

El indicador se calculará como la suma anualizada de las siguientes partidas:

- + Ingresos de actividades ordinarias
- + Otros ingresos por naturaleza
- - Materias primas y consumibles utilizados
- - Gastos por beneficios a los empleados
- - Otros gastos por naturaleza

Frontel: Ingresos y Ebitda

**Inversiones
Eléctricas del
Sur S.A.**

**Fecha informe:
Octubre-2010**

En el caso que durante el período de análisis, se registre una inflación acumulada superior al 5,0%, el Ebitda calculado deberá ajustarse por el factor $(1 + 0,5x \text{ Inflación acumulada})$. Este factor será aplicable para el cálculo del indicador Deuda Financiera Neta / Ebitda.

Deuda Financiera Neta.

Calculado como la suma de las siguientes partidas:

- + Otros pasivos financieros corrientes
- + Otros pasivos financieros no corrientes
- - Efectivo y equivalentes al efectivo
- - Depósitos a plazo
- - Activos de cobertura

Gastos Financieros Netos.

Considerados como la suma de los últimos 12 meses de las siguientes cuentas:

- + Ingresos financieros
- - Costos financieros
- - Activación gastos financieros de costos financieros.