



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

INVERSIONES ELÉCTRICAS DEL SUR S.A.

Contenido:

Resumen de Clasificación	2
Fortalezas y Debilidades de la Compañía	4
Hechos Relevantes	4
Antecedentes de la Compañía	4
La Industria Eléctrica	7
Marco Regulatorio	8
Análisis Financiero	11
Características de los Instrumentos	13

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



Reseña Anual de Clasificación
Mayo 2011

Clasificación

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación</u>	<u>Tendencia</u>
Líneas de Bonos N°s 506, 558, 559 y 646	A+	Estable

Estados Financieros: Diciembre 2010

RESUMEN DE CLASIFICACIÓN

ICR Clasificadora de Riesgo ratifica en Categoría A+ con Tendencia “Estable”, la clasificación asignada a las Líneas de Bonos N°s 506, 558, 559 y 646 de Inversiones Eléctricas del Sur S.A. Esta clasificación considera que las principales filiales de la sociedad operan en un mercado de características de monopolio natural, que enfrenta una demanda estable, lo que favorece una generación de flujos consistente en el tiempo.

El año 2010 se caracterizó por un leve descenso en los ingresos operacionales de la sociedad, debido principalmente a una contracción en la demanda de electricidad por parte de clientes industriales. Al 31 de diciembre de 2010, los ingresos consolidados totalizaban M\$ 350.045.152, lo que representa un descenso de 2,58% respecto al período anterior. Asimismo, el Resultado Operacional se redujo en un 6,96%, siendo relevante el alza en gastos por depreciación en sus filiales, y en los costos fijos de Frontel, debido a que se incurrió en gastos adicionales para reparar activos dañados luego del terremoto de febrero de 2010.

Lo anterior se tradujo en una variación real negativa del Ebitda (-1,17%), que alcanzó un valor de M\$ 53.868.515 al cierre del ejercicio 2010. Por otro lado, la Cobertura de Gastos Financieros Netos se situó en 3,10 veces. Si bien, este indicador exhibió un debilitamiento respecto al año anterior, se mantiene en una sólida posición respecto al resguardo que contemplan los contratos de emisión de bonos de la compañía.

En términos de endeudamiento, destaca el rescate anticipado de los bonos serie E de Saesa en octubre de 2010. Esto generó un descenso tanto en la deuda financiera consolidada como en el ratio de leverage de Inversiones Eléctricas del Sur S.A. A diciembre de 2010, el endeudamiento de la compañía se situaba en 1,18 veces, evidenciando una mejora respecto a diciembre de 2009 (1,22 veces).

Con respecto al ratio de Deuda Financiera Neta / Ebitda, el indicador exhibió un deterioro respecto al ejercicio anterior, debido a los menores saldos en efectivo mantenidos a diciembre de 2010. Esto se explica principalmente por la disminución de capital de Saesa efectuada en mayo de 2010, que implicó un importante desembolso de efectivo. El mencionado ratio alcanzó a diciembre de 2010 un valor de 5,47 veces, manteniendo una suficiente holgura respecto al resguardo adoptado en los contratos de emisión.

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 295.000 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 Stanley 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.

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.

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe:
Mayo.2011

FORTALEZAS Y DEBILIDADES 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.

HECHOS RELEVANTES

- Con fecha 25 de noviembre de 2010 se efectuó la colocación de bonos Serie E, por la suma de UF 4 millones.
- En sesión de Directorio, de fecha 25 de noviembre de 2010, se acordó llevar a cabo el rescate total de los bonos Serie A, el que se efectuó con fecha 28 de diciembre de 2010.

ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA

Inversiones Eléctricas del Sur S.A., es el vehículo de inversión a través del cual el conglomerado conformado por *Morgan Stanley Infrastructure* y *Ontario Teacher's Pension Plan*, controla las compañías ligadas al Grupo Saesa. La entidad se constituyó como una sociedad por acciones denominada Inversiones SF SpA, por escritura pública de fecha 10 de junio de 2008, otorgada en la Notaría de Santiago de don Raúl Undurraga Laso bajo el Repertorio N° 2.824-2008. Posteriormente, mediante escritura pública de fecha 31 de julio de 2008, otorgada en la Notaría de Santiago de don Raúl Undurraga Laso, Inversiones SF SpA fue transformada en una sociedad anónima cerrada y se modificó su razón social a Inversiones Eléctricas del Sur S.A.

El objeto de la compañía 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.

SECTOR ELÉCTRICO

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe: Mayo.2011

A continuación se presenta una descripción de sus principales filiales, Saesa y Frontel:

Saesa y Filiales

La principal actividad de la compañía es la distribución de energía en la zona sur del país. En conjunto con sus filiales, Edelayen y Luz Osorno, Saesa abastece un área que comprende desde la provincia de Cautín, IX Región, hasta Villa O'Higgins, XI Región, participando también en el negocio de transmisión eléctrica a través de STS y en comercialización de energía, a través de SGA.

Saesa, en los últimos años, ha presentado una tasa media de crecimiento en ventas de energía cercana al 7%. Factor clave en este crecimiento ha sido el importante desarrollo que ha experimentado la industria salmonera y forestal, especialmente en las provincias de Llanquihue y Chiloé, así como el sector forestal en la Provincia de Valdivia, además del sostenido crecimiento del consumo residencial.

Las empresas de distribución del Grupo Saesa no tienen competencia relevante para clientes sujetos a regulación de precios en su zona de concesión, salvo algunas cooperativas con altos costos fijos o respecto de clientes que no representan más del 3,5% de los clientes de las empresas del Grupo Saesa.

La descripción de las principales filiales de la sociedad es la siguiente:

- Saesa Individual: En forma individual, Saesa distribuye energía eléctrica entre las provincias de Cautín, IX Región, y Palena, X Región, atendiendo junto a su filial Luz Osorno a cerca del 95% de la demanda. Participa además en el segmento de transmisión y subtransmisión, contando con más de 200 km. de líneas de 110 KV y 20 MVA instalados en subestaciones de regulación de tensión, cuyo mantenimiento y operación están a cargo de su filial STS.
- STS: Sistema de Transmisión del Sur S.A. es la filial de Saesa, a través de la cual se desarrolla el negocio de transmisión. Presta servicios de transporte a las generadoras con contrato de suministro con empresas distribuidoras de las regiones del Bío Bío, La Araucanía, Los Ríos y Los Lagos. Además presta servicios en todas las especialidades relacionadas con los sistemas eléctricos de transporte y transformación, tales como asesorías de diseño, construcción, mantenimiento y operación de sistemas.
- Edelayen: Empresa Eléctrica de Aisén opera en los sectores de generación, transmisión y distribución en la provincia de Palena, X Región, y en la XI Región, a través de cinco sistemas aislados: Cisnes, Huichas, Villa O'Higgins, Amengual-La Tapera y Santa Bárbara (Nueva Chaitén); y tres sistemas medianos: Aysén, Palena y General Carrera. Además, vende energía a Saesa en la provincia de Palena.
- Luz Osorno: Compañía Eléctrica Osorno S.A. distribuye energía eléctrica en sectores rurales de la provincia de Osorno y en algunas localidades de las provincias de Valdivia y Llanquihue. Sus principales proveedores de energía son Saesa y SGA.
- SGA: Sociedad Generadora Austral S.A. tiene como objeto el desarrollo y comercialización de sistemas eléctricos, de su propiedad o de terceros, destinados a la transmisión y transformación de energía eléctrica y la adquisición de los mismos. Asimismo, presta servicios y asesorías en todas las especialidades de la ingeniería y de diseño, construcción, mantención y operación de sistemas de transmisión para terceros, comercialización de energía y las demás actividades relacionadas.

Frontel

Frontel es una empresa cuya principal actividad es la distribución de electricidad en la zona sur del país, en un área comprendida entre las provincias de Concepción (VIII Región) y Cautín (IX Región). Frontel opera principalmente en

SECTOR ELÉCTRICO

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

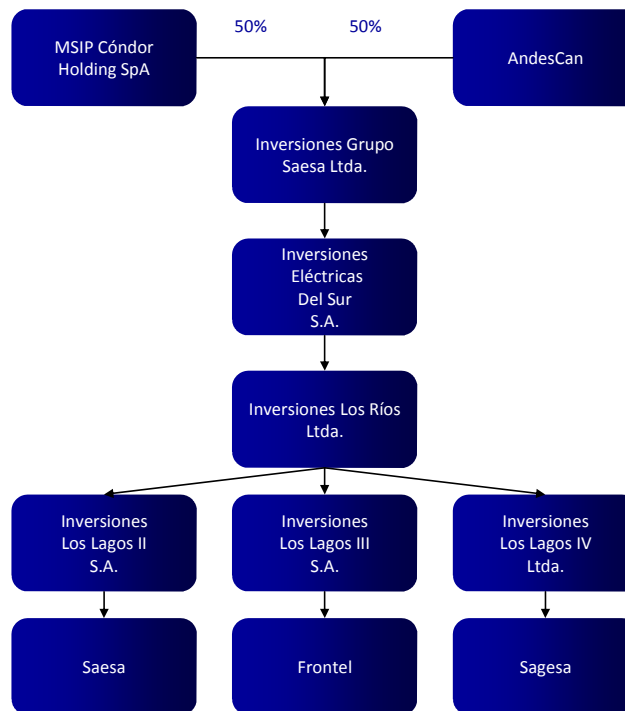
Fecha informe: Mayo.2011

los sectores rurales de estas regiones, abasteciendo cerca del 20% de la demanda. Asimismo, complementando esa actividad, está presente en los negocios de transmisión y, para un sistema aislado, generación.

Frontel inicia sus actividades de distribución de energía eléctrica para Concepción, Ñuble, Arauco, Bio-Bio, Malleco y Cautín en 1956 como filial de Endesa, la que luego la transformaría en una sociedad anónima, quedándose con un 83,7% de participación en su propiedad. En 1981, Copec adquiere la participación accionaria de Endesa en Frontel. Luego, en 1982, Saesa compra a Copec el 70% de las acciones de Frontel convirtiéndola en una filial de Saesa, quedando ambas bajo una misma administración. En agosto de 2001, Inversiones PSEG Chile I Limitada adquiere el 13,71% de las acciones de Frontel, propiedad de Copec, así como el 93,88% de las acciones de Saesa. Posteriormente Saesa se divide, separándose Frontel de ésta.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Inversiones Eléctricas del Sur S.A., controlada por Inversiones Grupo Saesa Ltda., es el brazo a través del cual *Ontario Teacher's Pension Plan* y *Morgan Stanley Infrastructure*, controlan el grupo Saesa. A continuación se presenta la estructura de propiedad de la Compañía.



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, además 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 295.000 profesores activos y retirados de Ontario. El portafolio de inversiones en infraestructuras de OTPP 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

SECTOR ELÉCTRICO

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe:
Mayo.2011

Asia, MSI es parte de *Morgan Stanley Investment Management*.

DIRECTORIO Y ADMINISTRACIÓN

El Directorio y la plana ejecutiva de Inversiones Eléctricas del Sur S.A. y filiales lo integran los siguientes miembros:

Nombre	Cargo
Ivan Díaz Molina	Presidente del Directorio
Jorge Lesser García-Huidobro	Vicepresidente del Directorio
John Watt	Director
Kevin Kerr	Director
Stacey Purcell	Director
Adil Rahmathulla	Director
Francisco Mualim Tietz	Gerente General
Ramón Díaz Cortez	Gerente Ingeniería y Proyectos
Francisco Alliende Arriagada	Subgerente General
Rodrigo Miranda Díaz	Gerente de Operaciones
Marcelo Bobadilla Morales	Gerente Generación y Comercialización
Carlos Riquelme Henríquez	Subgerente Prevención de Riesgos y Capacitación
Jorge Castillo Quiroz	Subgerente Auditoría
María Dolores Labbé Daniel	Subgerente de Personas
Iván Reyes Trujillo	Gerente Comercial
Sebastián Sáez Rees	Gerente Legal

Quienes a su vez, conforman los Directorios y equipos gerenciales de las empresas filiales de la sociedad.

LA INDUSTRIA ELÉCTRICA

El sector eléctrico en Chile está compuesto por las actividades de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica. Estas tareas son llevadas a cabo por empresas que se encuentran controladas en su totalidad por capitales privados, mientras que el Estado se limita a ejercer funciones de regulación, fiscalización y planificación de inversiones en generación y transmisión. Esta última no constituye una obligación, sino que una recomendación para las compañías.

La industria eléctrica nacional está conformada por 31 empresas generadoras, 5 empresas transmisoras y 36 empresas distribuidoras, que en conjunto, abastecen una demanda que se localiza territorialmente en cuatro sistemas eléctricos: SING, SIC, Aysén y Magallanes.

1. El Sistema Interconectado del Norte Grande (SING): Este sistema abastece a la zona norte del país, desde el norte de Arica hasta la localidad de Coloso por el sur. La capacidad instalada es 99% de origen térmico y alcanzaba a 3.572,7MW a diciembre de 2009.
2. El Sistema Interconectado Central (SIC): Abastece la zona central de Chile, desde Taltal por el norte hasta Quellón, en la isla de Chiloé, por el sur. La distancia entre ambas localidades es de aproximadamente 2.100 km. La potencia instalada es principalmente hidroeléctrica, y a diciembre de 2009, alcanzaba un total de 11.147,2 MW.
3. El Sistema Eléctrico de Aysén: Ubicado en la zona sur, el sistema de Aysén cuenta con una potencia de 51,45 MW a diciembre de 2009, presentando una combinación termo hidráulica balanceada. La generación térmica es en base a petróleo diesel.
4. El Sistema Eléctrico de Magallanes: Las ciudades ubicadas en la zona de Magallanes, situada al extremo más austral del país, son abastecidas por generación térmica a gas natural. La potencia total alcanzada a diciembre de 2009, era de 99,2 MW.

SECTOR ELÉCTRICO

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe: Mayo.2011

A continuación se describen las principales actividades propias de la industria eléctrica:

- **Generación:** Este segmento está compuesto por el conjunto de empresas eléctricas propietarias de centrales generadoras de electricidad, la que es transmitida y distribuida a los consumidores finales. Este segmento se caracteriza por ser un mercado competitivo en el cual los precios tienden a reflejar el costo marginal de producción.
- **Transmisión:** Corresponde al conjunto de líneas, subestaciones y equipos destinados al transporte de electricidad desde las unidades de producción (generadores) hasta los centros de consumo o distribución. En Chile, se considera como transmisión a toda línea o subestación con un voltaje o tensión superior a 23 mil Volts. Por ley, las tensiones menores se consideran como distribución. La transmisión es de libre acceso para los generadores, es decir, estos pueden imponer servidumbre de paso sobre la capacidad disponible de transmisión mediante el pago de peajes. Dado las modificaciones incorporadas por la ley 19.940 de marzo de 2004 a la Ley General de Servicios Eléctricos, el transporte de electricidad por sistemas de transmisión troncal y sistemas de subtransmisión es servicio público eléctrico, por tanto, el transmisor tiene obligación de servicio, siendo responsabilidad de éste el invertir en nuevas líneas o en ampliaciones de las mismas.

En el sistema de transmisión se puede identificar el sistema troncal (conjunto de líneas y subestaciones que configuran el mercado común) y los sistemas de subtransmisión (que son aquéllos que permiten retirar la energía desde el sistema troncal hacia los distintos puntos de consumo locales). La coordinación de la operación de las centrales generadoras y las líneas de transmisión, es efectuada en cada sistema eléctrico por los Centros de Despacho Económico de Carga (CDEC). Estos organismos no poseen personalidad jurídica, y están constituidos por las principales empresas generadoras y transmisoras de cada sistema eléctrico.

- **Distribución:** Reconocida su condición de monopolio natural, el negocio de distribución de energía eléctrica se presenta en Chile como una actividad regulada. La normativa vigente le asigna el carácter de actividad de servicio público, estando los operadores obligados a desarrollar las redes de distribución para dar suministro a quien lo solicite en sus respectivas zonas de servicio, establecidas formalmente como zonas de concesión.

En sus zonas de concesión, las empresas distribuidoras atienden a clientes libres y a clientes regulados. La tarifa de distribución de los clientes regulados se construye mediante la adición de los precios a los cuales las distribuidoras compran la energía y potencia al segmento generador, y de una componente de costo de distribución denominada Valor Agregado de Distribución (VAD), que constituye la remuneración propiamente tal de la actividad. Las empresas distribuidoras no obtienen ningún margen de comercialización por el suministro de sus clientes regulados en tanto trasladan a éstos el precio de compra de la energía y potencia directamente como un *pass-through*. De este modo, su remuneración queda constituida por el VAD asociado a cada kilowatt o kilowatt/hora suministrado.

MARCO REGULATORIO

Las normas específicas que regulan el sector eléctrico en Chile están contenidas en la Ley General de Servicios Eléctricos, DFL N°1 de 1982, y una serie de reglamentos que conforman un conjunto de normas subordinadas a dicho cuerpo legal.

El DFL N°1 de 1982 sólo puede ser modificado en el Congreso Nacional, siendo sus modificaciones más relevantes las aplicadas mediante la Ley N° 19.940 de 2004 (Ley Corta I) que reformó el marco regulatorio de la Transmisión, y la Ley N° 20.018 de 2005 (Ley Corta II), la cual reformó el régimen de comercialización entre generadores y distribuidores para el suministro de los clientes regulados. Los reglamentos, por su parte, son elaborados por los organismos sectoriales del Poder Ejecutivo, y deben someterse a las disposiciones establecidas en la Ley.

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe: Mayo.2011

Dentro de las instituciones participantes del mercado eléctrico, encontramos:

- **Comisión Nacional de Energía (CNE):** Es el organismo de mayor nivel en materia de energía dentro de la administración del Estado. Está a cargo de los siguientes aspectos:
 - Proponer al Ejecutivo la política energética y llevarla a cabo.
 - Monitorear el comportamiento del sector y proponer las leyes y reglamentos que sean pertinentes.
 - Aprobar o rechazar los estudios de factibilidad económica de los proyectos propuestos por las empresas estatales (actualmente sólo en el sector petróleo).
 - Determinar los precios de electricidad que están sujetos a regulación.

La CNE está constituida por un Consejo Directivo, integrado por 7 ministros (Presidente de la CNE, Minería, Hacienda, Economía, Planificación, Defensa, Secretario General de la Presidencia).
- **Ministerio de Economía:** En relación al sector eléctrico, el Ministerio de Economía tiene las siguientes funciones:
 - Emitir los decretos y reglamentos de las materias tratadas por la CNE. El Ministerio puede modificar las determinaciones de la Comisión.
 - Otorgar concesiones, de acuerdo a los informes presentados por la CNE y la SEC.
- **Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC):** La SEC controla el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias, así como de las normas de calidad de servicio y seguridad. Asimismo, atiende reclamos de usuarios y aplica multas a productores, transportistas y distribuidores.
- **Centro de Despacho Económico de Cargas (CDEC):** Esta entidad se encarga de operar el sistema y administrar el mercado mayorista en cada sistema eléctrico de más de 200 MW de potencia instalada. Su Directorio está conformado por representantes de las empresas generadoras, transmisoras y un representante de los grandes clientes industriales. El personal operativo de los CDEC es independiente de las empresas. La Ley de Electricidad y su Reglamento establecen las funciones de los CDEC, y su funcionamiento es supervisado por la CNE a través de informes periódicos.
- **Tribunal de la Libre Competencia:** Es un organismo autónomo que recibe, estudia y sanciona las denuncias de colusiones, abuso de posición dominante, precios de dumping, publicidad engañosa, y en general, todo tipo de actividades que directa o indirectamente impliquen atentados contra la libre competencia, la libertad de precios y la transparencia de los mercados. El tribunal está integrado por 5 miembros, dos de los cuales son economistas, dos abogados y un ministro de la Corte Suprema, que lo preside.
- **Panel de Expertos:** Corresponde al mecanismo de resolución de conflictos establecido a través de la Ley Corta I. Lo conforman 2 abogados y 5 ingenieros o economistas con dedicación de tiempo completo, nombrados por 6 años y seleccionados por los miembros del Tribunal de la Libre Competencia. Su actividad consiste en resolver los conflictos que se presenten entre la CNE o el Ministerio de Economía, y los agentes del mercado eléctrico en relación con la aplicación de las normas establecidas en la Ley General de Servicios Eléctricos y sus reglamentos. Este panel también resuelve las discrepancias entre agentes del mercado eléctrico mayorista (miembros del CDEC).
- **Ministerio de Energía:** Es un órgano superior recientemente creado que colabora con el Presidente de la República en materias de administración energética. Su objetivo principal es elaborar y coordinar planes, políticas y normas para el desarrollo y correcto funcionamiento del sector energético, para lo cual, entre otras atribuciones, realiza estudios de demanda y oferta energética en Chile, elabora normas destinadas al cumplimiento de políticas energéticas de carácter general y fija estándares de eficiencia. La administración general de esta entidad está a cargo del Ministro de Energía, mientras que la gestión interna está en manos del Subsecretario de Energía. A su vez, el ministerio opera a través de unidades administrativas especializadas, denominadas Seremis.

SECTOR ELÉCTRICO

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe: Mayo.2011

En general, la legislación vigente establece como premisa básica, que las tarifas deben representar los costos reales de generación, transmisión y distribución de electricidad, asociados a una operación eficiente, de modo de entregar las señales adecuadas tanto a las empresas como a los consumidores, con el objeto de alcanzar un óptimo desarrollo de los sistemas eléctricos.

Uno de los criterios generales es la libertad de precios en aquellos segmentos donde se observan condiciones de competencia. Así, para suministros a usuarios finales cuya potencia conectada es inferior o igual a 500 kw, son considerados sectores donde las características del mercado son de monopolio natural, y por lo tanto, la Ley establece que están afectos a regulación de precios. Alternativamente, para suministros a usuarios finales cuya potencia conectada sea superior a 2.000 kw, la Ley dispone la libertad de precios, suponiéndoles capacidad negociadora y la posibilidad de proveerse de electricidad de otras formas, tales como la autogeneración o el suministro directo desde empresas generadoras. Al primer grupo de clientes se le denomina cliente regulado, y al segundo, cliente libre. Aquellos clientes que posean una potencia conectada superior a 500 kw e inferior a 2.000 kw pueden elegir a cual régimen adscribirse.

En los sistemas eléctricos cuyo tamaño es superior a 1.500 kw en capacidad instalada de generación, la Ley distingue dos niveles de precios sujetos a fijación:

1. Precios a nivel de generación – transporte, denominados “Precios de Nudo”, y definidos para todas las subestaciones de generación – transporte desde las cuales se efectúe el suministro. Los precios de nudo tendrán dos componentes: precio de energía y precio de potencia de punta.
2. Precios a nivel de distribución. Estos precios se determinarán sobre la base de la suma del precio de nudo, establecido en el punto de conexión con las centrales de distribución, un valor agregado por concepto de distribución, las pérdidas medias calculadas para una empresa modelo y un cargo único o peaje por concepto del uso del sistema de transmisión troncal.

A su vez, las empresas generadoras pueden comercializar su energía y potencia en alguno de los siguientes mercados:

- Mercado de grandes consumidores, a precio libremente acordado.
- Mercado de las empresas distribuidoras, a Precio de Nudo, tratándose de electricidad destinada a clientes de precio regulado.
- El Centro de Despacho Económico de Carga del respectivo sistema (CDEC), a costo marginal horario (precio spot).

Nota 1. El Precio de Nudo de la Energía corresponde a un promedio actualizado de los costos marginales esperados a cuatro años en cada sistema eléctrico, sustentados en un programa óptimo de inversiones que considera las centrales existentes, las centrales en construcción, y los costos de insumos y de tecnologías de generación que resultan los más convenientes y factibles de utilizar. El Precio de la Potencia de Punta, por su parte, es determinado por la CNE como el costo por kilowatt instalado de la unidad que abastece la demanda de punta en la forma más económica, y es el mismo utilizado para remunerar la capacidad firme de las unidades generadoras.

Nota 2. Los precios de nudo se fijan semestralmente, en los meses de abril y octubre de cada año. Su determinación es efectuada por la Comisión Nacional de Energía (CNE), entidad que a través de un Informe Técnico comunica sus resultados al Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, el cual procede a su fijación, mediante un Decreto publicado en el Diario Oficial.

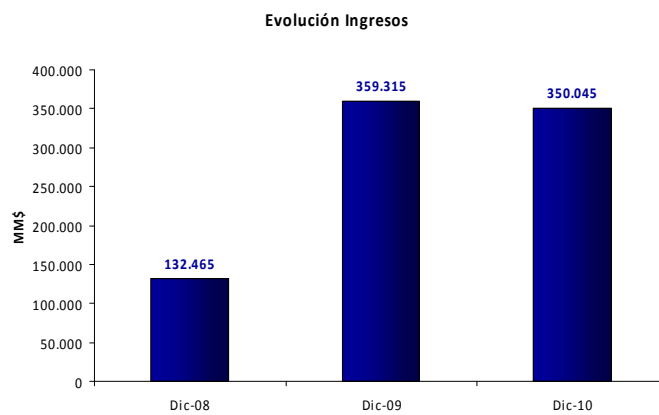
Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe:
Mayo.2011

ANÁLISIS FINANCIERO

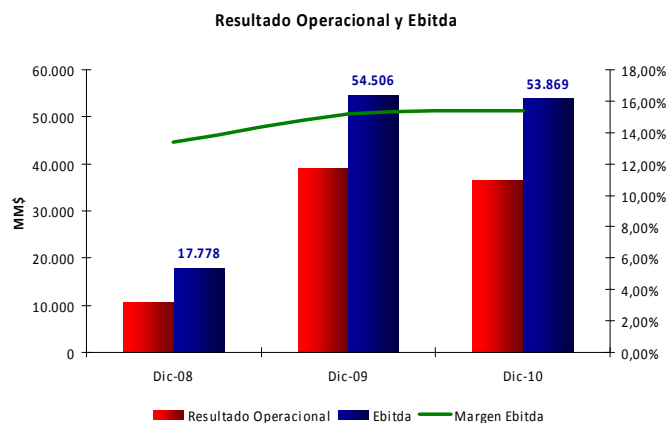
La generación de ingresos de la sociedad ha mantenido una marcada estabilidad en el tiempo, debido a que sus principales filiales participan en un mercado que tiene características de monopolio natural, y enfrenta una demanda estable y más bien inelástica.

El año 2010, la compañía obtuvo ingresos por M\$ 350.045.152, lo que representa un descenso real de 2,58% respecto al período anterior. Esto obedece a los menores ingresos anotados por sus filiales Saesa y Frontel, producto de una disminución en la demanda de parte de clientes industriales. Cabe señalar que dado que la sociedad fue creada en julio de 2008, la consolidación de las filiales comenzó a llevarse a cabo a partir de agosto del mismo año, razón por la cual, los flujos entre 2008 y 2009 no son comparables.



Fuente: Elaboración propia, datos SVS. Cifras en MM\$ del 31 de diciembre de 2010.

Lo anterior se suma al alza en los costos fijos de Frontel, que debió incurrir en gastos adicionales para reparar activos dañados por el terremoto de febrero de 2010, y en mayores gastos por depreciación por adición de activos fijos, lo que se tradujo en una disminución del resultado de explotación en 6,96%. Asimismo, el Ebitda experimentó una variación real de -1,17%, a raíz de los factores anteriormente señalados.



Fuente: Elaboración propia, datos SVS. Cifras en MM\$ del 31 de diciembre de 2010.

En relación al endeudamiento consolidado, el octubre de 2010, la filial Saesa efectuó el rescate anticipado de la totalidad de los bonos serie E. Esta operación significó una disminución del endeudamiento por bonos de dicha compañía en M\$ 15.635.361. Por otro lado, tanto Saesa como Frontel suscribieron créditos de corto plazo en US\$, por

SECTOR ELÉCTRICO

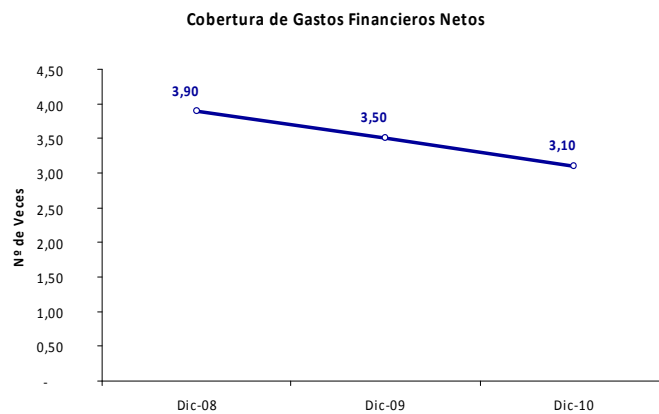
Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe: Mayo.2011

M\$ 19.090.846, lo que compensó parcialmente la disminución en el endeudamiento financiero consolidado de la sociedad. Adicionalmente, en noviembre de 2010, Inversiones Eléctricas del Sur efectuó la colocación de los bonos Serie E, por un monto de UF 4 millones, operación que sirvió para financiar el posterior rescate anticipado de los bonos Serie A, llevado a cabo el 28 de diciembre de 2010.

Al 31 de diciembre de 2010, la deuda financiera total de Inversiones Eléctricas del Sur S.A. alcanzaba un valor de M\$ 314.033.510, lo que representa una disminución de 2,43% respecto al período anterior. No obstante, el ratio de Deuda Financiera Neta / Ebitda exhibió un debilitamiento, lo que se explica por los menores saldos de caja del período, derivados del pago de dividendos efectuado por Frontel y la disminución de capital llevada a cabo por Saesa, en mayo de 2010. De esta manera, dicho indicador pasó de 4,94 veces a diciembre de 2009, a 5,47 veces a diciembre de 2010, mientras que el leverage se redujo de 1,22 a 1,18 veces, debido al menor saldo en pasivos totales y al incremento en el patrimonio generado por las utilidades del período.

Finalmente, con respecto a la cobertura de intereses, a diciembre de 2010 se aprecia un incremento en los gastos financieros netos, debido a mayores gastos por intereses y a menores ingresos financieros, por la liquidación de instrumentos financieros de corto plazo (depósitos a plazo y otros), para efectuar las operaciones de caja antes mencionadas. Lo anterior, influyó negativamente en la Cobertura de Gastos Financieros Netos, que se ubicó en 3,10 veces al cierre del ejercicio 2010.



Fuente: Elaboración propia, datos SVS.

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

Fecha informe:
Mayo.2011

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

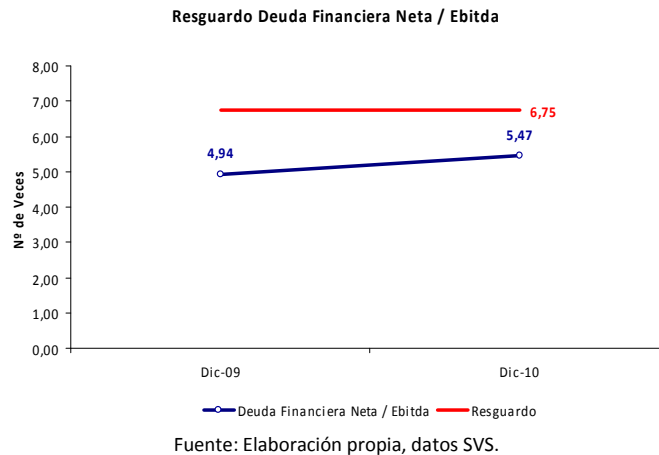
Las principales características de las Líneas de Bonos de Inversiones Eléctricas del Sur S.A. se describen en el siguiente cuadro¹:

	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E
Nº Inscripción	506	558	558	559	646
Nemotécnico	BIELC-A	BIELC-B	BIELC-C	BIELC-D	BIELC-E
Plazo	21,25 Años	5 Años	5 Años	21 Años	21 Años
Fecha Emisión	01-04-2007	30-06-2008	30-06-2008	30-06-2008	22-11-10
Tasa Anual Emisión	3,80%	5,00%	7,50%	5,00%	4,00%
Nº Bonos	4.600	8.000	8.570	8.000	9.000
Moneda	UF	UF	Pesos	UF	UF
Monto Emisión	4.600.000	4.000.000	85.700.000.000	4.000.000	4.500.000
Fecha Vencimiento	30-06-2028	30-06-2013	30-06-2013	30-06-2029	30-06-2031
Pago Cupones	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual

ANÁLISIS DE RESGUARDOS

La compañía mantiene compromisos con los tenedores de bonos, que establecen límites sobre ratios financieros, de tal manera de garantizar la protección de los intereses de los inversionistas. Dichos resguardos son los siguientes:

Ratio de Deuda Financiera / Ebitda no superior a 6,75 veces, calculado para los últimos 12 meses.



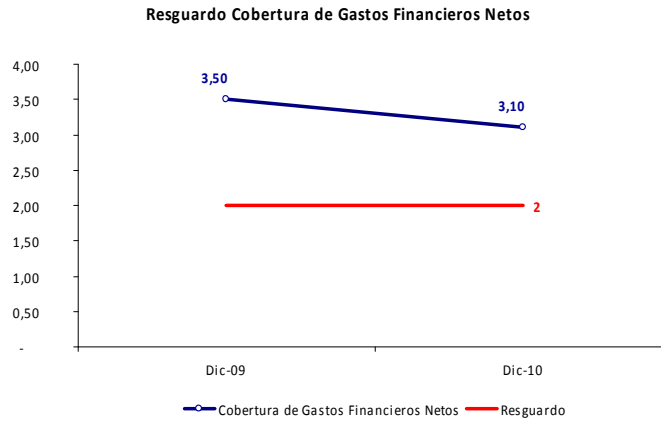
SECTOR ELÉCTRICO

¹ Nota, los Bonos Serie A fueron rescatados anticipadamente con fecha 28 de diciembre de 2010

Inv. Eléctricas del Sur S.A.

**Fecha informe:
Mayo.2011**

Ratio de Cobertura de Gastos Financieros Netos superior a 2,0 veces, calculado para los últimos 12 meses.



Como se observa en los gráficos, la sociedad cumple a plenitud con los compromisos pactados.

Inv. Eléctricas del
Sur S.A.

Fecha informe:
Mayo.2011

Resumen Financiero Inv. Eléctricas del Sur S.A. (en Miles de Pesos de Diciembre 2010)		
	Dic-09	Dic-10
Activos Corrientes	143.595.218	119.548.741
Activos No Corrientes	696.168.664	696.904.441
Pasivos Corrientes	122.400.790	115.493.611
Pasivos No Corrientes	339.892.759	326.776.268
Pasivos Totales	462.293.549	442.269.879
Deuda Financiera Corriente	18.245.014	25.392.072
Deuda Financiera No Corriente	303.609.322	288.641.438
Deuda Financiera Total	321.854.336	314.033.510
Patrimonio	377.470.333	374.183.303
Ingresos de Explotación	359.315.222	350.045.152
Costos de Explotación	247.318.000	229.297.232
Resultado Operacional	39.195.759	36.468.001
Ingresos Financieros	1.432.967	943.395
Gastos Financieros	14.582.927	17.156.879
Utilidad del Ejercicio	22.237.981	13.337.006
Razón Circulante (Nº de Veces)	1,17	1,04
Razón Ácida (Nº de Veces)	1,07	0,93
Capital de Trabajo	21.194.429	4.055.130
Endeudamiento Corto Plazo (Nº de Veces)	0,32	0,31
Endeudamiento Largo Plazo (Nº de Veces)	0,90	0,87
Endeudamiento Total (Nº de Veces)	1,22	1,18
Ebitda	54.505.879	53.868.515
Margen Ebitda	15,17%	15,39%
Cobertura de Gastos Financieros Netos (Nº de Veces)	3,50	3,10
Deuda Financiera Neta / Ebitda (Nº de Veces)	4,94	5,47
Rentabilidad Patrimonio	5,89%	3,59%
Rentabilidad Activos	4,17%	1,82%

SECTOR ELÉCTRICO