ICR Chile

ACCIÓN DE RATING

04 de junio, 2020

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Empresa Eléctrica de la Frontera

Solvencia	AA-
Bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	4Q-2019

Para mayor información, ir a sección Evolución de ratings

METODOLOGÍAS

Metodología general de clasificación de empresas

Criterio: Clasificación de compañías holdings y sus filiales

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Makarenna Gálvez +56 2 2896 8210
Subgerente de Clasificación
mgalvez@icrchile.cl

Inversiones Eléctricas del Sur S.A.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría AA-/Estable la clasificación de solvencia y bonos de Inversiones Eléctricas del Sur, sustentado principalmente en la fortaleza financiera de sus filiales, permitiéndole recibir dividendos suficientes para cubrir con holgura suficiente sus obligaciones financieras, destacando que el holding ha mantenido un apropiado nivel de endeudamiento, en línea con el criterio de clasificación de holdings y filiales utilizado por ICR. Al respecto, las principales filiales repartieron en torno a $25.000 millones, monto suficiente para que el holding cubra sus obligaciones financieras adecuadamente.

Si bien, actualmente las principales filiales del grupo se encuentran expuestas a una serie de exigencias legales que podrían afectar la posición de liquidez y niveles de generación de EBITDA, debido al plan de medidas definidas por el gobierno de Chile para apoyar al 40% de la población más vulnerable y otros efectos de la pandemia, tales como cambios en los niveles de consumo energético de clientes podría verse impactada transitoriamente, opinamos que la situación financiera de la compañía no se vería afectada de manera permanente, aun cuando esto pueda propiciar escenarios de debilitamiento en los indicadores que consideran el EBITDA y niveles de efectivo y equivalentes en su cálculo.

Por otra parte, consideramos que el holding tiene suficiente acceso a liquidez derivado de: (1) flujos constantes y estables de sus filiales; (2) la industria en la cual está inserto; y (3) acceso a financiamiento en el mercado.

En términos generales, para Inversiones Eléctricas del Sur, tanto su riesgo financiero a nivel individual, como la fortaleza de sus inversiones, impactan en su clasificación de riesgo actual. Por una parte, el rating ponderado asignado por esta clasificadora a sus principales filiales es AA+, mientras que la subordinación estructural y su endeudamiento individual, disminuyen esta clasificación en dos notches, considerando que la compañía se encuentra en una etapa de inversión intensiva, quedando finalmente clasificado en categoría AA-.

Fortalezas crediticias

- Características de monopolio natural regulado aportan estabilidad en sus flujos.
- Procesos de fijación tarifaria aseguran niveles de rentabilidad de las inversiones.
- Respaldo de accionistas.

Amenazas crediticias

- Modificaciones en el actual escenario regulatorio, características del proyecto de ley que beneficia a sectores vulnerables y otros matices del proyecto que aún no han sido definidos.
- Incertidumbre respecto a la duración del estado de catástrofe y su efecto en la actividad económica.
- Cambios conductuales en usuarios, asociados a implementación de nuevos regímenes laborales y restricciones horarias que puedan afectar el consumo energético de clientes residenciales de manera sostenida.

Perfil de la Empresa

Inversiones Eléctricas del Sur S.A., es el vehículo de inversión a través del cual el conglomerado conformado por Alberta Investment Management Corporation (a través de Cóndor Holding SpA) y Ontario Teachers' Pensión Plan (a través de AndesCan SpA), controlan las compañías ligadas al grupo Saesa, cada uno con un 50% de participación. Por otro lado, Inversiones Grupo Saesa Ltda. es titular del 99,9% del patrimonio de Inversiones Eléctricas del Sur S.A. siendo el controlador directo de la compañía.

Respecto a la estructura funcional de Inversiones Eléctricas Del Sur, las filiales del grupo operan de manera independiente, vale decir, existe separación legal y funcional de sus filiales, donde la clasificación final del holding refleja a las principales unidades de negocios. Esta operación independiente implica que las filiales mantienen su propia estructura de financiamiento, donde la matriz en general las apoya asistiendo con préstamos a relacionadas ya que tanto el holding como las empresas operativas se endeudan.

Con todo, esta independencia de las filiales no significa que el grupo esté ajeno a las operaciones de ellas, sino que también participa en las actividades de planificación y gestión.

Las filiales de Inversiones Grupo Saesa Limitada, vale decir, Inversiones Eléctricas del Sur S.A., Sociedad Austral de Electricidad S.A (y sus filiales) y Empresa Eléctrica de La Frontera S.A. se componen por un directorio de ocho integrantes, además de una plana ejecutiva superior que desempeña los mismos cargos y funciones en las sociedades del grupo, exceptuando la línea de transmisión Cabo Leones S.A., cuyo directorio se compone por gerentes de la matriz.

DIRECTORIO	
Jorge Lesser García-Huidobro	Presidente
Iván Díaz Molina	Vicepresidente
Waldo Fortín Cabezas	Director
Juan Parot Becker	Director
Ben Hawkins	Director
Christopher Powell	Director
Ashley Munroe	Director
Stacey Purcell	Director
Fuente: CMF, mayo 2020	

PRINCIPALES EJECUTIVOS	
Francisco Alliende A.	Gerente general
Raúl González R.	Gerente corporativo de operaciones
Víctor Vidal V.	Gerente de administración y finanzas
Sebastián Sáez R	Gerente legal
Marcelo Bobadilla M.	Gerente de comercialización
Paolo Rodríguez	Gerente de proyectos de distribución
Rodrigo Miranda D.	Gerente de regulación
María Dolores L.	Gerente de personas
Charles Naylor D.	Gerente de desarrollo de negocios
Marcela Ellwanger H.	Gerente de planificación, gestión y riesgo
Marcelo Matus C.	Gerente de operaciones transmisión
Leonel Martínez M.	Gerente de operaciones
Bárbara Boekemeyer S.	Gerente de clientes
Diego Moenne-Loccoz	Gerente de explotación
Patricio Turén A.	Gerente de proyecto SAP comercial
Jorge Castillo Q.	Director de auditoría
Fuente: CMF y la compañía	

Sector Eléctrico en Chile

Beneficios a sectores vulnerables de la población, medidas de mitigación implementadas por el gobierno de Chile a causa de la contingencia COVID-19, impactaran en las principales filiales del grupo

Considerando el estado de catástrofe instaurado a nivel nacional, la Cámara de Diputados aprobó y envió al Senado un proyecto de ley donde se establecen beneficios para el 40% más vulnerable de la población, que contemplan la suspensión del cobro de los servicios básicos y la prohibición de cortar el suministro de éstos, incorporando cláusulas que obligan a las empresas a asegurar la continuidad del abastecimiento ante todo evento. Respecto a los pagos, inicialmente el proyecto contempla que tales deudas serían prorrateadas durante los doce próximos meses siguientes a la fecha de levantamiento del estado de catástrofe, sin incurrir en intereses ni multas.

Si bien, el proyecto de ley aún no ha sido aprobado en última instancia, el escenario de evaluación de la situación financiera realizado por ICR considera que podrían continuar incorporándose cambios en la definición de los clientes que podrían acogerse a este sistema, así como también, de las características de su aplicación, mecanismos de pago, cortes de suministro, etc.

Ley 21.194 perfecciona los procesos tarifarios y rebaja la rentabilidad de las empresas del sector distribución

El sector eléctrico en Chile contempla actividades de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, las que son desarrolladas por el sector privado, cumpliendo el Estado y otros organismos estatales, una función reguladora, fiscalizadora y subsidiaria. Las empresas tienen capacidad de decisión respecto de sus inversiones, la comercialización de sus servicios y la operación de sus instalaciones, siendo, por tanto, responsables de la calidad del servicio otorgado en cada segmento, según lo estipule el marco regulatorio del sector.

Sin embargo, durante diciembre de 2019 se incorporaron iniciativas para regular el sector, las que principalmente apuntan a ajustar la rentabilidad de la tarifa revisable y agudizan el proceso de fijación tarifaria.

Situación financiera consolidada

Características de los servicios y marco regulatorio favorecen los flujos de efectivo de las principales filiales

Históricamente, tanto los ingresos y flujos consolidados de la compañía han mostrado un crecimiento sostenido, dadas las características reguladas del sector donde sus principales filiales operan. Asimismo, la existencia de concesiones y las características de los servicios que entregan sustentan esta tendencia.

Dado esto, en 2019 los ingresos consolidados se incrementaron en $67.606 millones, impulsados principalmente por el crecimiento registrado en los ingresos de Saesa y Frontel, principales filiales en términos de aportes de dividendos y generación de flujos (destacando la variación de $30.931 millones que registró Frontel, respecto a 2018), sustentado en las mejoras tarifarias asociadas a las inversiones destinadas a la nueva norma técnica de calidad de servicio en distribución la calidad de suministro (decreto 5T, publicado en septiembre de 2018, en el que se establece la vigencia de las tarifas hasta el 3 de noviembre de 2020).

El incremento en la partida de ingresos logró compensar el aumento de costos operacionales del grupo, reflejándose en un resultado operacional positivo, de $94.330 millones, desencadenando niveles de EBITDA[1] de $130.678 millones y un margen EBITDA[2] de 22,9%.

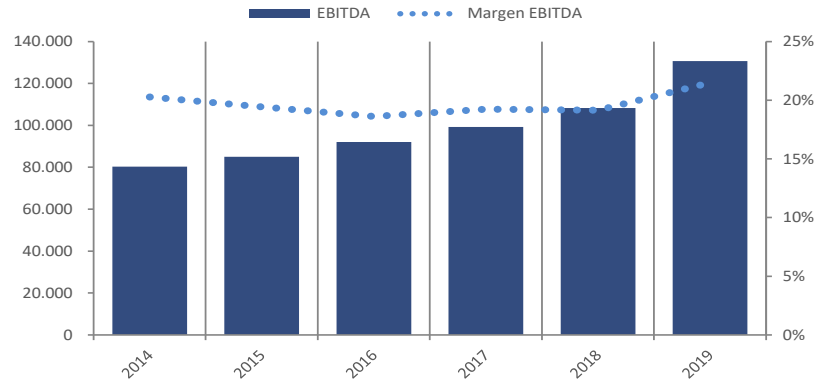
Respecto al CAPEX[3] de la compañía, ascendió a $196.132 millones durante 2019, exhibiendo un crecimiento de 37,7% respecto al ejercicio anterior, condicionado por los mayores requerimientos de desembolsos por la adjudicación de obras y nuevos requerimientos de calidad de servicio. En términos generales, el monto de CAPEX para el 2020 mantendría esta tendencia creciente.

En contraste con el año 2018, el nivel de deuda financiera consolidado ascendió a $775.409 millones mostrando un crecimiento de $178.448 millones, provenientes mayoritariamente de la colocación de bonos serie A de la filial STS durante enero de 2019 por UF 4 millones, en conjunto con la colocación de los bonos serie J por parte de Inversiones Eléctricas del Sur, por UF 5 millones y mayor utilización de préstamos bancarios por parte de Frontel, aun cuando se realizó el prepago de otros pasivos financieros (serie D Inversiones Eléctricas del Sur).

No obstante, la estructura de vencimientos de las empresas del grupo se encuentra estructurada en el largo plazo y con posibilidades de continuar mejorando en función de las intenciones de la compañía de realizar prepago de pasivos financieros durante el ejercicio actual o posteriores.

Decreto 5T asegura tarifas de distribución durante 2019 y 2020. EBITDA mantendría su tendencia creciente, a pesar de mayores gastos asociados al fortalecimiento de procesos y mayor actividad

Evolución EBITDA (MM$) y margen EBITDA (%) de Inversiones Eléctricas del Sur



Fuente: CMF

PRINCIPALES ACTIVIDADES DEL SECTOR ELÉCTRICO NACIONAL

Generación: Actividad de libre participación, que se caracteriza por la no obligatoriedad de obtener concesiones, salvo para la construcción y operación de centrales hidroeléctricas. En el SEN se distingue el mercado de grandes clientes, mayorista y de clientes regulados, de acuerdo con el tipo de clientes que abastecen y al tipo de tarifa que aplican.

Transmisión: Se identifican los sistemas de transmisión nacional, zonal y de transmisión dedicada. Destacando que el sistema nacional y zonal se caracterizan por ser de acceso abierto y operar con tarifas reguladas. Por su parte, la transmisión dedicada se rige por contratos privados entre las partes.

Distribución: Las compañías dedicadas a este segmento, operan bajo el sistema de concesiones, que define los territorios en los que cada compañía se obliga a servir a clientes regulados considerando un régimen de tarifa máxima, conjugado a un modelo de empresa eficiente, fijada por la autoridad regulatoria.

Se distinguen las ventas a clientes regulados: Las tarifas que las distribuidoras aplican a regulados se componen por el precio nudo, cargo por transmisión nacional-zonal y el VAD.

Ventas a clientes libres o cobro de peajes: La tarifa cobrada a este tipo de cliente es fijada entre el suministrador y el cliente, de acuerdo con condiciones de mercado que incluyen el VAD.

Si bien, el indicador de (EBITDA - CAPEX) se mantiene deficitario (-$65.456 millones en 2019), al igual que en el caso de sus principales filiales, ICR opina que esto sería adecuado al perfil del negocio, destacando que grupo Saesa se caracteriza por financiar sus inversiones principalmente a través de recursos propios, provenientes de estrategias de retención de dividendos, créditos entre compañías y aumentos de capital de sus accionistas. Asimismo, grupo Saesa cuenta con USD 200 millones de capital pre aprobados para el financiamiento de inversiones, en caso de requerirlos, dando cuenta de su compromiso con el desarrollo del plan de inversiones de sus filiales.

Por otra parte, aun cuando la contingencia COVID-19 debilitaría la capacidad de generar flujos de EBITDA de la compañía y su situación de liquidez, opinamos que la compañía cuenta con medidas de mitigación robustas que le permitirían mantener inamovibles las variables de CAPEX y OPEX, considerando que la continuidad y calidad del suministro en periodos de pandemia son factores.

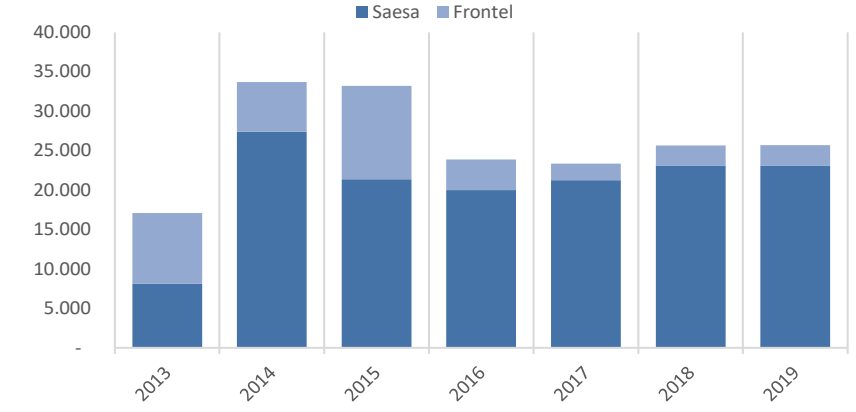
Situación financiera individual

Flujos percibidos por concepto de dividendos se mantienen en rangos adecuados al perfil de vencimientos de Inversiones Eléctricas del Sur

Inversiones Eléctricas del Sur percibe flujos a través de los dividendos de sus filiales para financiar principalmente el pago de intereses y amortizaciones de capital (pagos de capital estructurados para el 2029), asociados a los bonos del holding y para el reparto hacia sus accionistas, destacando estos últimos solo se efectúan en función de las necesidades de las filiales operativas del grupo, priorizando su retención.

Respecto a lo anterior, la compañía percibió dividendos por un monto superior a $25.000 millones provenientes de la política de dividendos de sus filiales Saesa y Frontel, con cargo a los resultados del ejercicio de 2019. Inversiones Eléctricas del Sur, posee una participación mayor al 99% sobre todas sus filiales, permitiéndole tomar el control de las políticas de dividendos. Cabe mencionar que la política de dividendos que actualmente mantienen las principales filiales del grupo considera el pago de al menos un 30% de la utilidad líquida distribuible del ejercicio anterior.

Intensivo plan de inversiones y requerimientos de capital de sus filiales son factores estratégicos en la decisión de repartos de dividendos hacia Inversiones Eléctricas del Sur
Dividendos recibidos por la compañía (MM$)

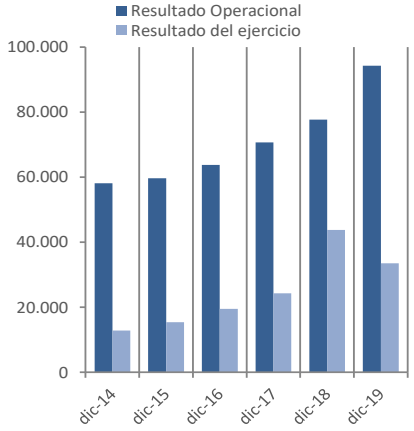


Fuente: La compañía

Endeudamiento individual de la compañía[4] supera las 0,3 veces, por efectos transitorios

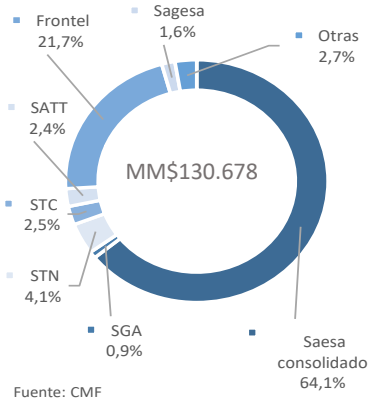
Considerando el intensivo plan de inversiones que las filiales del grupo están desarrollando, los niveles de deuda de algunas de éstas se han incrementado con el objeto de financiar tales obras y sostener el crecimiento en términos de proyectos adjudicados.

Beneficios tarifarios por publicación del 5T fortalecen los resultados de 2019 y 2020
Evolución de los principales resultados (MM$)



Fuente: CMF

Amplia participación de Saesa y sus filiales y de Frontel en términos de generación de EBITDA, a nivel consolidado
Apertura EBITDA por filial (%)



Fuente: CMF

DISTRIBUCIÓN DECRETOS DE CONCESIÓN GRUPO SAESA

Filial	Cantidad de decretos	Superficie (Km²)
Saesa	146	15.118
Frontel	132	24.687
Edelaysen	6	616
Luz Osorno	12	4.360

Fuente: La compañía, memoria 2019

DISTRIBUCIÓN DE ENERGÍA GRUPO SAESA

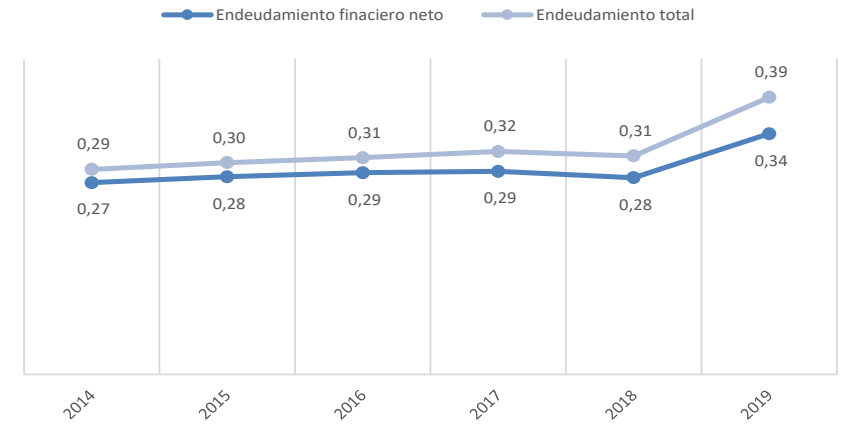
Filial	Zona de distribución	Ventas GWh
Saesa	IX, X y XIV Región	2.351
Frontel	VIII, IX y XVI Región	1.001
Edelaysen	X y XI Región	159
Luz Osorno	X y XIV Región	158

Fuente: La compañía, memoria 2019

Dado esto, los niveles de endeudamiento del holding se han visto presionados al alza, llegando a superar el límite utilizado por ICR como adecuado, alcanzando niveles superiores a 0,3 veces y cercanos a 0,4 veces en el caso del endeudamiento total.

Sin embargo, consideramos que esto atiende al ciclo de crecimiento en el que se encuentran las principales filiales y es consistente con la naturaleza del negocio, destacando los beneficios tarifarios que se han registrado conforme estas obras entran en operaciones.

Indicadores de endeudamiento del holding se deterioran de manera transitoria
Evolución de endeudamiento total y financiero neto (número de veces)



Fuente: CMF

Ante esto, opinamos que una vez que se desarrollen la venta de Eletrans y se prepaguen pasivos entre compañías relacionadas la situación tendería a normalizarse, para regresar a niveles de endeudamiento total similares a los exhibidos en periodos anteriores.

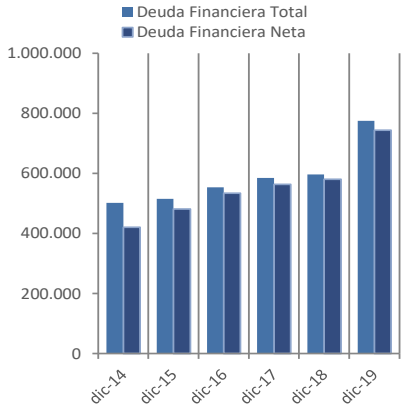
Adicionalmente, esta clasificadora estima que el nivel de dividendos percibidos por Inversiones Eléctricas del Sur, de mantenerse en torno a $20.000 millones, le permitiría servir adecuadamente sus obligaciones durante los próximos tres períodos (en caso de no contraer endeudamiento adicional significativo y sin considerar aumentos de capital futuros).

Escenario pesimista podría debilitar la capacidad de generación de EBITDA y posición de liquidez de la sociedad

ICR considera que los principales indicadores de cobertura de la compañía podrían verse presionados a la baja, en función de la incertidumbre que existe respecto al impacto que la pandemia podría tener en los niveles de liquidez de la compañía, atribuibles a cambios en la regulación vigente y menor consumo de energía, principalmente en los clientes industriales.

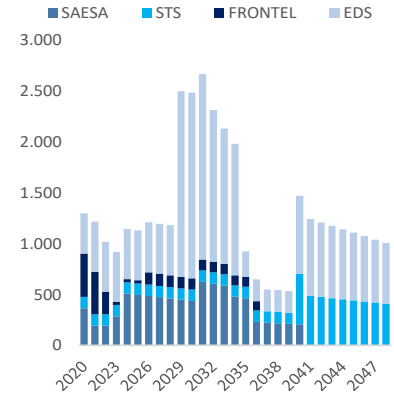
Sin embargo, opinamos que esto correspondería a efectos transitorios, específicamente atribuibles al estado de catástrofe, ratificando nuestra opinión de un perfil financiero adecuado.

Evolución del stock de deuda financiera da cuenta del intensivo plan de inversiones que se está desarrollando en el grupo
Evolución deuda financiera (MM$)



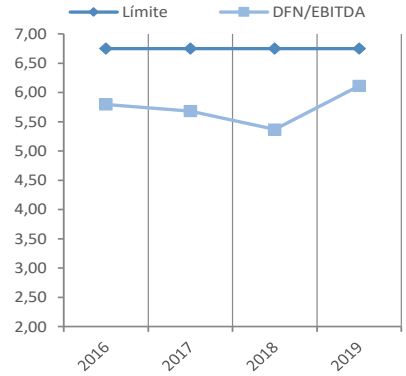
Fuente: CMF

Perfil de vencimientos adecuado a la capacidad de generación de las filiales del grupo
Evolución deuda financiera (MUF)



Fuente: La compañía

Holgura en el indicador de deuda financiera neta/ EBITDA se estrecharía a medida que el estado de catástrofe se extienda
Holgura en el EBITDA en torno a $20.500 millones



Fuente: CMF

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento total[5]	1,79	1,75	1,78	1,99	1,78	2,51
Endeudamiento financiero[6]	1,31	1,28	1,33	1,39	1,19	1,68
Endeudamiento financiero neto[7]	1,10	1,19	1,28	1,34	1,16	1,61
Deuda financiera / EBITDA[8]	6,24	6,06	6,01	5,90	5,52	5,93
Deuda financiera neta / EBITDA[9]	5,24	5,66	5,80	5,68	5,37	5,69
Cobertura gastos financieros[10]	4,39	4,14	4,54	4,79	5,32	2,92
Cobertura gastos financieros netos[11]	5,03	5,02	4,94	4,95	5,56	2,96
Razón circulante[12]	1,53	1,25	0,97	0,72	0,63	0,70
Razón ácida[13]	1,42	1,13	0,87	0,66	0,55	0,61

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Metodología de clasificación

Generalmente, la clasificación de riesgo de solvencia refleja el riesgo de crédito de una compañía dada su deuda total, sin tomar en cuenta la prelación de pagos de los distintos instrumentos. Los holdings son un caso especial, ya que, en general, no son compañías operativas. Por lo tanto, el riesgo de crédito se explica directa e indirectamente por diversos factores, incluyendo: (i) el riesgo financiero/de liquidez del holding; (ii) la fortaleza financiera de sus principales filiales; (iii) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo del holding.

Para establecer clasificaciones de riesgo para holdings, ICR generalmente considera lo siguiente:

1. Estructura corporativa, con el fin de determinar si opera como una entidad única (área de tesorería central, con deuda y toma de decisiones centralizada) o si los miembros del grupo operan de manera independiente, cuyo caso sería el de Inversiones Eléctricas del Sur según lo detallado en Grupo II de Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus filiales.

2. Evaluación de solvencia para las filiales más relevantes. Hecho esto, se determina una clasificación de riesgo para el grupo de empresas que conforman el conglomerado, el que es ajustado, de ser necesario, y asignado a la compañía matriz del holding. El ajuste puede obedecer a muchos factores, sin embargo, la subordinación estructural es generalmente el factor más relevante (los acreedores de las filiales poseen prelación de pagos frente a los acreedores de la matriz) y el nivel de endeudamiento del holding a nivel individual. Usualmente, esto deriva en un ajuste a la baja del rating del holding respecto a sus filiales.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N°s 506, 558, 559, 646, 673, 761, 762, 944 y 945, según el siguiente detalle:

Principales características líneas y series de bonos vigentes

N° de línea	506	559	646	673	761	**762**	**944**	**945**
Fecha inscripción línea	09-07-07	05-12-08	17-11-10	14-07-11	23-08-13	23-08-13	10-05-19	10-05-19
Plazo (años)	30	30	30	10	10	30	10	30
Monto inscrito	UF 4.600.000	UF 4.000.000	UF 10.000.000	UF 1.500.000	UF 8.000.000	UF 8.000.000	UF 10.000.000	UF 10.000.000

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

La compañía mantiene las siguientes colocaciones de series de bonos N°s 945 (serie J), 646 (serie E) y 762 (serie H); según detalle:

Principales características series de bonos colocadas

	Serie J	Serie E	Serie H
N° de inscripción	945	646	762
Fecha inscripción	28-06-19	22-11-10	28-08-13
Plazo (años)	29	20,58	20,83
Monto inscrito	UF 5.000.000	UF 4.000.000	UF 3.000.000
Monto colocado	UF 5.000.000	UF 4.000.000	UF 3.000.000
Deuda vigente	UF 5.000.000	UF 4.000.000	UF 3.000.000
Tasa emisión (%)	1,90%	4,00%	3,9%
Garantía	No contempla	No contempla	No contempla
Vencimiento	30-06-48	30-06-31	30-06-34

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Respecto a los resguardos financieros asociados a tales instrumentos, las restricciones de las emisiones locales se señalan a continuación:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Dic-18	Dic-19
Deuda financiera neta/EBITDA	<= 6,75 veces	5,37 veces	5,69 veces
EBITDA/gastos financieros netos	> 2,0 veces	5,56 veces	2,96 veces

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Evolución de ratings

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bonos	Tendencia	Motivo
30-abr-14	A+	A+	Estable	Reseña anual
30-abr-15	AA-	AA-	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación
28-abr-16	AA-	AA-	Estable	Reseña anual
28-abr-17	AA-	AA-	Estable	Reseña anual
30-abr-18	AA-	AA-	Estable	Reseña anual
12-sep-18	AA-	AA-	Estable	Nuevo instrumento
30-abr-19	AA-	AA-	Estable	Reseña anual
30-abr-20	AA-	AA-	Estable	Reseña anual

Definición de categorías

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría "-" denota una menor protección dentro de la categorías.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activos corrientes	228.123	189.442	175.167	200.156	202.497	258.646
Activos no corrientes	839.492	920.745	983.881	1.061.293	1.190.455	1.361.051
Activos totales	1.067.615	1.110.187	1.159.049	1.261.449	1.392.952	1.619.697
Efectivo y equivalentes	80.304	34.219	19.634	20.545	16.015	31.358
Inventarios	15.771	18.034	17.407	18.027	25.506	32.518
Pasivos corrientes	149.324	151.420	180.320	277.531	305.919	370.276
Pasivos no corrientes	535.092	555.777	561.692	562.529	586.866	788.544
Pasivos totales	684.417	707.197	742.012	840.061	892.785	1.158.820
Deuda financiera corriente	16.120	17.563	53.963	94.362	115.835	127.974
Deuda financiera no corriente	485.519	498.021	499.595	490.682	481.127	644.781
Deuda financiera bruta	501.639	515.584	553.558	585.044	596.961	775.409
Deuda financiera total[14]	-	-	-	-	-	778.063
Deuda financiera neta	421.202	481.365	533.835	563.795	580.947	743.700
Deuda financiera neta[15]	-	-	-	-	-	746.705
Ingresos de explotación	413.522	456.671	478.596	518.007	503.769	571.375
Resultado operacional	58.130	59.695	63.785	70.677	77.761	94.330
Margen operacional (%)	14,06%	13,07%	13,33%	13,64%	15,44%	16,51%
Ingresos financieros	2.329	3.623	1.601	658	877	1.161
Gastos financieros	18.295	20.550	20.264	20.710	20.337	44.711
Gastos financieros netos	15.966	16.928	18.662	20.052	19.459	43.550
Utilidad del ejercicio	12.815	15.424	19.483	24.312	43.747	33.516
Endeudamiento total (Nº de Veces)	1,79	1,75	1,78	1,99	1,78	2,51
Endeudamiento financiero (N° de Veces)	1,31	1,28	1,33	1,39	1,19	1,68
Endeudamiento financiero[16] (N° de Veces)	-	-	-	-	-	1,69
Endeudamiento financiero neto (N° de Veces)	1,10	1,19	1,28	1,34	1,16	1,61
Endeudamiento financiero neto[17] (N° de Veces)	-	-	-	-	-	1,62
EBITDA	80.358	85.060	92.098	99.229	108.231	130.677
Margen EBITDA	19,4%	18,6%	19,2%	19,2%	21,5%	22,9%
Cobertura gastos financieros 12 meses (N° de veces)	4,39	4,14	4,54	4,79	5,32	2,92
Cobertura gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	5,03	5,02	4,94	4,95	5,56	2,96
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de Veces)	6,24	6,06	6,01	5,90	5,52	5,93
Deuda financiera total / EBITDA [18] (Nº de Veces)	-	-	-	-	-	5,95
Deuda Financiera Neta / EBITDA (Nº de Veces)	5,24	5,66	5,80	5,68	5,37	5,69
Deuda Financiera Neta / EBITDA[19] (Nº de Veces)	-	-	-	-	-	5,71
CAPEX	52.840	99.238	123.601	122.145	142.393	196.132
EBITDA-CAPEX	27.518	-14.178	-31.502	-22.916	-34.162	-65.456
Rentabilidad del patrimonio[20] (%)	3,3%	3,9%	4,8%	5,8%	9,5%	7,0%
Rentabilidad de activos[21] (%)	1,0%	1,6%	1,7%	2,0%	3,3%	2,2%

ANEXO 2: Resumen situación financiera individual, considerando antecedentes financieros de Inversiones Los Ríos, Los Lagos y Eléctricas del Sur (cifras en millones de pesos)

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activos corrientes	83.555	103.103	125.762	133.206	39.985	49.085
Efectivos y equivalentes	1.499	645	49	174	39	41
Activos no corrientes	1.187.340	1.196.346	1.196.314	1.213.474	1.457.197	1.528.548
Total activos	1.270.895	1.299.449	1.322.076	1.346.680	1.497.182	1.577.633
Pasivos financieros corrientes	5.689	5.919	6.082	6.181	31.389	45.163
Pasivos financieros no corrientes	264.650	275.995	284.327	289.792	288.733	342.981
Total pasivos	287.485	301.243	312.084	324.779	355.510	446.657
Total Patrimonio neto	983.410	998.206	1.009.991	1.021.901	1.141.672	1.130.974
Endeudamiento total (N° de veces)	0,29	0,30	0,31	0,32	0,31	0,39
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,27	0,28	0,29	0,29	0,28	0,34
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,27	0,28	0,29	0,29	0,28	0,34

[1] EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos – gastos por beneficios a los empleados - pérdidas por deterioro de valor (reversiones de pérdidas por deterioro de valor) reconocidas en el resultado del periodo (sin incluir aquellas asociadas a propiedad, planta y equipo) - otros gastos por naturaleza + otras ganancias (pérdidas).

[2] Margen EBITDA= Ingresos totales/ EBITDA.

[3] CAPEX= Compras de propiedades, plantas y equipos, Información publicada en estado de flujos.

[4] Endeudamiento individual considera antecedentes financieros de Inversiones Los Ríos, Inversiones Los Lagos IV y Eléctricas del Sur.

[5] Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

[6] Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Excluyen pasivos financieros por arrendamientos financieros) / patrimonio total.

[7] Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes. Excluyen pasivos financieros por arrendamientos financieros) / patrimonio total.

[8] Deuda financiera / EBITDA= Calculo de deuda financiera no considera pasivos por arrendamiento financiero/ EBITDA anualizado.

[9] Deuda financiera neta / EBITDA= Calculo de deuda financiera neta no considera pasivos por arrendamiento financiero/ EBITDA anualizado.

[10] Cobertura de gastos financieros = EBITDA anualizado/ costos financieros anualizados.

[11] Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA anualizado/ (costos financieros – ingresos financieros, anualizados).

[12] Razón circulante = activo circulante / pasivo circulante.

[13] Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

[14] Deuda financiera total = Pasivos financieros corrientes + pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamiento financiero.

[15] Deuda financiera neta = Pasivos financieros corrientes + pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamiento financiero – efectivo y equivalentes.

[16] Endeudamiento financiero= (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes+ pasivos financieros por arrendamientos) / patrimonio total.

[17] Endeudamiento financiero neto= (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes+ pasivos financieros por arrendamientos – efectivo y equivalentes) / patrimonio total.

[18] Deuda financiera total/EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamiento financiero) / EBITDA anualizado.

[19] Deuda financiera neta/EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamiento financiero – efectivo y equivalentes) / EBITDA anualizado.

[20] Rentabilidad del patrimonio = (Utilidad anualizada) / promedio patrimonio.

[21] Rentabilidad sobre activos = (Utilidad anualizada) / promedio activo.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRIA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TIMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a titulo enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.