



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Reseña anual:
Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Ximena Oyarce L.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ximena.oyarce@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Transelec S.A.

Enero 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2019

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 25 años	Nº 481 de 09.11.2006
Serie D (BNTRA-D)	Primera Emisión
Línea a 30 años	Nº 599 de 31.07.2009
Serie H (BNTRA-H)	Primera Emisión
Serie K (BNTRA-K)	Segunda Emisión
Serie M (BNTRA-M)	Tercera Emisión
Serie N (BNTRA-N)	Tercera Emisión
Línea a 10 años	Nº 743 de 05.02.2013
Línea a 30 años	Nº 744 de 05.02.2013
Serie Q (BNTRA-Q)	Primera Emisión
Línea a 10 años	Nº 833 de 03.06.2016
Línea a 30 años	Nº 834 de 03.06.2016

Estado de Resultados Consolidados, IFRS						
MM\$	2014	2015	2016	2017	2018	Sept-2019
Ingresos de Actividades Ordinarias	250.525	276.737	281.715	278.599	329.217	267.154
Costo de Ventas	-75.950	-83.121	-77.682	-83.319	-82.877	-63.557
Ganancia bruta	174.575	193.616	204.033	195.280	246.340	203.596
Gasto Administración y Venta	-17.609	-16.842	-22.591	-22.953	-25.791	-17.431
Resultado Operacional	156.965	176.774	181.442	172.327	220.549	186.165
Gastos Financieros	-56.710	-59.138	-65.459	-69.326	-68.692	-54.378
Utilidad Neta	66.773	83.628	80.983	78.249	105.468	96.415
EBITDA	215.159	238.806	238.497	231.262	278.152	324.963

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS

MM\$	2014	2015	2016	2017	2018	Sept-2019
Activos Corrientes	128.514	92.078	124.719	145.839	182.590	226.717
Activos No Corrientes	2.028.552	2.157.149	2.182.103	2.199.796	2.267.861	2.323.834
Total Activos	2.157.066	2.249.227	2.306.822	2.345.635	2.450.450	2.550.551
Pasivos Corrientes	96.930	257.921	92.253	116.590	91.041	67.606
Pasivos No Corrientes	1.254.884	1.200.658	1.442.089	1.442.685	1.558.516	1.656.018
Total Pasivos	1.351.814	1.458.579	1.534.342	1.559.275	1.649.557	1.723.623
Patrimonio	805.252	790.649	772.481	786.360	800.893	826.927
Total Pasivos y Patrimonio	2.157.066	2.249.227	2.306.822	2.345.635	2.450.450	2.550.551
Deuda Financiera Total	1.248.215	1.358.639	1.415.472	1.404.033	1.475.385	1.524.024

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Transelec S.A. (Transelec) es una empresa de transmisión eléctrica que opera en el Sistema Eléctrico Nacional. Según información pública, al 31 de diciembre de 2018, la compañía cuenta con un total de 9.672 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV conectadas a 61 subestaciones en ambos sistemas.

A la misma fecha, **Transelec** es dueña del 35% de las líneas de 500 kV construidas, tiene una participación de 40% como propietario de líneas de 220 kV, y además posee un 83% en líneas de 154 kV y el 10% en el segmento de líneas de 110 kV y 66 kV. Sin embargo, independiente de la participación de mercado, la remuneración obtenida por la empresa depende de su capacidad instalada.

En 2018, la empresa generó ingresos por US\$ 473,9¹ millones y un EBITDA de US\$ 400,0 millones. Por su parte, en el tercer trimestre de 2019, sus ingresos alcanzaron a US\$ 366,9 millones², con un EBITDA de US\$ 445,1 millones (año móvil), mientras que su deuda financiera al 30 de septiembre de 2019 ascendía al equivalente de US\$ 2.092,8 millones, compuesta en un 51% por bonos emitidos en Chile, 49% por papeles colocados en EE.UU. y 0,4% por otras obligaciones financieras.

La clasificación de riesgo de los títulos de deuda emitidos por **Transelec** en "Categoría AA" se fundamenta, principalmente, en las características del negocio, con importantes economías de escala y un ambiente adecuadamente regulado. Esto genera una elevada relación del EBITDA, como porcentaje del ingreso y una adecuada estabilidad de sus ingresos y costos operacionales. En efecto, considerando que la transmisión

¹ Tipo de cambio usado: \$ 694,77/USD.

² Tipo de cambio usado: \$ 728,21/USD.

eléctrica es intensiva en inversión, pero con una estructura de bajos costos operativos, las ganancias operacionales representan un porcentaje importante de los ingresos del emisor (la razón EBITDA/ingresos se ha mantenido por encima del 80% en los últimos años).

Por su parte, la estabilidad de flujos se ve favorecida porque los ingresos de **Transelec** no dependen del volumen de energía transmitido, las tarifas remuneran el derecho a uso de sus instalaciones. Por otra parte, si a la existencia de un marco regulatorio regido por criterios técnicos e institucionalmente sólidos, se suma la importancia de la industria energética para el desarrollo del país, se puede concluir que el riesgo propio de la actividad presenta una fuerte correlación con el riesgo general del país.

A su vez, esta clasificación se fundamenta en la capacidad mostrada por el emisor, y ratificada en los hechos, para acceder a diversas fuentes de financiamiento, nacionales e internacionales, característica que le permite una adecuada flexibilidad para financiar sus inversiones y/o refinanciar sus pasivos, pero además aprovechar las oportunidades de tasas que se presenten en mercados específicos. Esta flexibilidad financiera reduce los riesgos de refinanciamiento producto de una menor liquidez en el mercado local.

En forma complementaria, se evalúa como positivo el liderazgo de la compañía en el negocio de la transmisión eléctrica, lo que conlleva un amplio *know-how* tanto en la construcción de nuevas instalaciones, como en la operación de las mismas. Dado ello, a juicio de **Humphreys**, la compañía dispone del conocimiento técnico necesario para evaluar de manera adecuada los negocios no regulados ligados a contratos directos con grandes clientes.

La clasificación también valora que el plan de inversión de la compañía esté distribuido en múltiples proyectos distintos (por lo tanto, existe diversificación), enmarcados en el giro habitual de la sociedad. Además, las inversiones de carácter forzoso, dado los montos involucrados, no presionan significativamente el flujo de caja del emisor.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra supeditada al nivel de endeudamiento relativo respecto de su generación anual de flujos. Considerando los datos a septiembre de 2019, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 4,7 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de aproximadamente de 3,6 veces. Mientras que la relación deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) es de 8,4 veces.

Otro aspecto analizado es la exposición a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico como de las exigencias ambientales. Eventuales modificaciones en estas áreas podrían presionar los ingresos de la compañía, incrementar sus costos o, incluso, cambiar el modelo de negocio (esto último, en opinión de **Humphreys**, con muy baja probabilidad de ocurrencia considerando, como ya se mencionó, las características técnicas con que se norma el sector eléctrico en Chile). Sin embargo, las discusiones que se han generado tras los eventos del 18 de octubre aumentarían la probabilidad de que estos elementos

normativos afecten en alguna medida la generación de flujos de la compañía, los que en primera instancia no afectarían la clasificación asignada mientras prevalezcan las consideraciones técnicas de las normas.

Con todo, se debe tener en consideración que la estabilidad de los flujos de caja del emisor y el bajo riesgo del negocio facultan a **Transelec** para enfrentar un endeudamiento más elevado que empresas de igual clasificación y con estructuras de deuda de más largo plazo.

Otro factor de riesgo considerado dice relación con la concentración de clientes. De hecho, el 89% de los ingresos de **Transelec**, en los nueve primeros meses de 2019, provino de cuatro clientes: Enel Generación con un 39%; Compañía General de Electricidad con un 18%, y Aes Gener junto con Colbún, ambas con un 16%. Sin perjuicio de esta exposición a un grupo reducido de clientes, el riesgo se ve fuertemente atenuado por el hecho que los principales clientes presentan un nivel de solvencia adecuado.

A futuro, la clasificación de riesgo podría verse favorecida si la sociedad mejora la relación entre deuda financiera y capacidad anual de generación de flujos en un contexto que implique planes de inversión que no comprometan, significativamente, sus flujos futuros y/o asegure un nivel de flujo suficiente que permita hacer frente al total de la deuda financiera dentro del plazo de duración de ésta.

Asimismo, para mantener la clasificación es necesario que el emisor no incremente de manera importante su endeudamiento relativo, de forma que la razón deuda financiera a EBITDA, salvo excepciones transitorias, se mantenga en niveles no superiores a las 6,5 veces.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Los ingresos no responden a los volúmenes de energía transmitidos, sino que provienen del derecho de utilizar las instalaciones, independiente de la participación de mercado. Ello asimila el riesgo de los ingresos al riesgo país.
- Elevada y estable capacidad de generación de flujos. El margen EBITDA ha promediado un 80% desde 2010 a la fecha.

Fortalezas complementarias

- Importancia del sector eléctrico para el desarrollo y funcionamiento del país.
- Competencia limitada y altas barreras a la entrada.
- Elevado acceso a las fuentes de financiamiento.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo de los accionistas, quienes poseen amplias inversiones en el negocio eléctrico en América Latina, Estados Unidos, Canadá y China.
- Principal operador en su sector.

Riesgos considerados

- Alta concentración de clientes (riesgo atenuado por la elevada solvencia de los principales deudores).
- Alto nivel de deuda, en relación con otros emisores de similar *rating* (riesgo controlable).
- Sector sujeto a marcos regulatorios susceptibles de cambios (riesgo bajo).

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos 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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Hechos recientes

Resultados 2018

Los ingresos de **Transelec** llegaron a \$ 329.217 millones en 2018, lo que representa un aumento de 18,2% respecto de igual período de 2017. Este aumento se explica principalmente por: (i) la entrada en vigencia del Decreto 6T que implementa las nuevas tarifas de transmisión del segmento Zonal para los años 2018-2019, (ii) los ingresos de los nuevos proyectos que entraron en operación en los últimos doce meses y (iii) por efecto de factores macroeconómicos.

El total entre los costos y gastos de la operación de la compañía aumentaron en un 2,3% a \$ 108.668 con respecto al mismo período del año 2017. Este aumento se debió, particularmente, por el aumento de un 0,9% en el costo fijo de venta, a consecuencia de mayores costos de mantenimiento asociado al incremento de actividades preventivas. En cuanto a los gastos de administración y ventas, estos crecieron en un 20,2% en relación al cierre del año anterior. Dicho incremento es explicado por el aumento de mayores gastos de personal, asociados a negociación colectiva con uno de los sindicatos y por gastos en consultorías.

De esta forma, en el ejercicio de 2018 el EBITDA³ de la compañía finalizó en \$ 278.152 millones presentando así un margen EBITDA igual a 84,5%, porcentaje que en 2017 fue de 83,4%. Las utilidades del periodo se incrementaron en un 34,8% totalizando \$ 105.467 millones.

Resultados a septiembre de 2019

Entre enero y septiembre de 2019, los ingresos de **Transelec** llegaron a \$ 267.154 millones, lo que representa un aumento de 21,2% respecto de igual período de 2018. Esta alza responde, principalmente, al aumento en un 21,9% en la venta de peajes y en el incremento de un 26,2% en servicios a terceros.

Los costos de explotación llegaron a \$ 80.988 millones presentando un aumento de 2,4%, en particular por el incremento en los costos fijos de venta que registraron un alza de 1,6%. Dicho aumento se debe, principalmente, por mayores costos de servicios con empresas relacionadas. En cuanto a los gastos de administración, estos tuvieron un descenso en un 3,7% con respecto al mismo trimestre del año anterior. La depreciación de los bienes de activo fijo representa un 51,4% de los costos antes mencionados. De esta forma, el EBITDA de la compañía fue de \$ 230.288 millones, cifra 25,4% mayor con respecto a septiembre de 2018. Igual comportamiento tuvo el margen EBITDA, el cual se incrementó a un 86,2%. Este último ratio fue de 83,3% los nueve primeros meses de 2018.

En tanto, la deuda financiera de la compañía fue de \$1.524.024 millones, lo que implica un incremento de 5,2% respecto del mismo periodo de 2018.

Oportunidades y fortalezas

Fortaleza de la demanda: La operación del negocio responde a una demanda por capacidad de transmisión y transformación de electricidad, sector en constante crecimiento, que ha ido a la par de la expansión del PIB y que presenta baja sensibilidad a períodos de crisis económicas (en 2009 la generación bruta no cayó, a pesar de la contracción del PIB durante ese año). Hay que destacar, desde el 1 de enero de 2018 el 100% de los ingresos de transmisión de **Transelec** no dependen de la demanda eléctrica, ya que las tarifas remuneran el derecho a uso de sus instalaciones de transmisión nacional y zonal e instalaciones dedicadas a

³ En este apartado se presenta el EBITDA reportado por la compañía en sus estados financieros. En el resto del informe, el EBITDA corresponde al calculado por esta clasificadora.

clientes privados, ingresos que aumentan en la medida que sea necesario construir nuevas instalaciones de transporte de electricidad⁴.

Importancia del sector eléctrico: El crecimiento económico y el funcionamiento normal del país requiere de un suministro eléctrico seguro y estable en el largo plazo. Por ello, independiente de la situación financiera de las empresas generadoras, en un momento particular, se puede presumir que las autoridades económicas contarán con el apoyo político para tomar medidas que aseguren el normal abastecimiento de la energía. Desde esta perspectiva, el desenvolvimiento del negocio de transmisión presenta un bajo riesgo en términos de su viabilidad de mediano y largo plazo.

Considerando la importante participación de **Transelec** en las líneas de transmisión de alta y muy alta tensión (154, 220 y 500 kV), resultan esenciales las operaciones del emisor para el normal funcionamiento del mayor sistema eléctrico del país.

Elevada capacidad de generación de flujos: El negocio de transmisión es intensivo en inversión fija, pero de bajo costo operativo, lo que implica elevados márgenes operacionales. Producto de esta situación, una alta proporción de los ingresos se traduce, efectivamente, en disponibilidad de caja para el emisor. En los últimos cuatro años, el EBITDA de la empresa ha representado siempre cerca del 85% de los ingresos y ha promediado un 81,2% desde 2010 a la fecha.

Experiencia y apoyo de los accionistas: Los propietarios de la compañía—Canadian Pension Plan Investment Board (CPP), British Columbia Investment Management Corp. (bcIMC), Public Sector Pension Investment (PSP) y China Southern Power Grid International (CSGI)—poseen una elevada o adecuada fortaleza financiera. A marzo de 2019, CPP administraba activos por US\$ 293,3 mil millones, mientras que bcIMC US\$ 153,4 mil millones; en el caso de PSP, gestionaba, a la misma fecha que los anteriores, activos por US\$ 125,7 mil millones. Por su parte, CSGI, al cierre del año fiscal 2017, presentaba activos por US\$ 118,7 mil millones.

Buen acceso a las fuentes de financiamientos externos: La empresa ha mostrado, en los hechos, que tiene un adecuado acceso a los créditos de bancos e inversionistas, tanto locales como extranjeros. Durante el año 2016, se colocó en el exterior un bono por US\$ 350 millones y durante el 2017 renegoció sus líneas de crédito de hasta US\$ 250 millones. Debe tenerse en consideración que las características del negocio de **Transelec**, sumado a la seriedad regulatoria del mercado eléctrico chileno, dan a la empresa un buen perfil como sujeto de crédito.

⁴ Cabe señalar que en 2016 se aprobó una nueva ley de transmisión que cambia la remuneración del segmento zonal, los que se retribuirían por el derecho a uso de estas instalaciones desde el 1 de enero de 2018.

Factores de riesgo

Concentración de clientes: El 89% de los ingresos de **Transelec**, en los nueve primeros meses de 2019, provino de cuatro clientes: Enel Generación 39%; Grupo CGE 18% y AES Gener junto a Colbún, ambas con un 16%. Sin perjuicio de esta exposición a un grupo reducido de clientes, el riesgo se ve fuertemente atenuado por el hecho que los principales clientes presentan un nivel de solvencia elevada.

Riesgo financiero: Considerando datos a septiembre de 2019, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 4,7 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de, aproximadamente, 3,6 veces. Mientras que la deuda financiera (relativa al FCLP de la compañía) es de 8,8 veces a esa misma fecha. Con todo, se debe tener en consideración la estabilidad de los flujos del emisor, dada por el robusto marco regulatorio y la viabilidad de largo plazo del sector, situación que permite un mayor nivel de endeudamiento, debido a la alta factibilidad de estructurar deudas de largo plazo o refinanciar los pasivos. Sin perjuicio de ello, en los hechos, los ratios mencionados podrían ser considerados elevados por el mercado y, por ende, reducir el acceso al crédito de la compañía (siempre bajo la perspectiva de una empresa clasificada en AA).

Leyes y normativas reguladoras: Considerando las regulaciones específicas que afectan al sector eléctrico, el emisor no está inmune a los posibles cambios que pudiese experimentar la legislación sectorial, incluyendo reformas a la normativa sobre tarificación de transmisión eléctrica o en las tarifas fijadas bajo la ley actualmente vigente. Asimismo, la ejecución de los nuevos proyectos debe someterse a normas medioambientales que podrían incrementar sus niveles de exigencia a través del tiempo. No obstante, se considera como atenuante que las legislaciones sectoriales del país han tendido a ser analizadas y modificadas bajo criterios técnicos.

Antecedentes generales de Transelec

La Compañía

El desarrollo del actual sistema de transmisión de **Transelec** se inicia en 1943 con la creación de la Empresa Nacional de Electricidad S.A. como filial de la Corporación de Fomento a la Producción, CORFO.

Esta entidad estatal desarrolló el Plan de Electrificación en todo el territorio nacional, construyendo centrales generadoras y líneas de transmisión que con el tiempo se unieron hasta conformar el actual Sistema Interconectado Central de Chile, como asimismo otros sistemas aislados.

Actualmente, la compañía es controlada por China Southern Power Grid International, Canadian Pension Plan Investment Board (CPP), British Columbia Investment Management Corp (BcIMC) y Public Sector Pension (PSP).

Al cierre del año fiscal 2017 China Southern Power Grid International presentaba activos por US\$ 118,7 mil millones, ubicándola en la segunda mayor empresa eléctrica en China.

CPP maneja activos en representación del plan de pensiones canadiense establecido para más de 19 millones de canadienses, con activos administrados a marzo de 2018 por US\$ 276.068 millones⁵.

BcIMC es una compañía dedicada a la administración de inversiones. Administra activos invertidos en representación de los planes de pensiones del gobierno provincial y del sector público de la provincia de British Columbia, la tercera mayor de Canadá, por un total de US\$ 112,9 mil millones a marzo de 2018.

PSP, el fondo de Pensiones del Servicio Público Federal administra los fondos aportados por el Gobierno de Canadá para los planes de pensión del Servicio Público, las fuerzas Armadas de Canadá y de la Royal Canadian Mounted Police, con alrededor de US\$ 122,9 mil millones⁶ en activos bajo su administración a septiembre de 2018.

Líneas de negocio

De acuerdo con los estatutos de la sociedad, el objeto de la empresa es:

- Explotar y desarrollar sistemas eléctricos, de su propiedad o de terceros, destinados al transporte o transmisión de energía eléctrica, pudiendo para tales efectos obtener, adquirir y gozar las concesiones y permisos respectivos y ejercer todos los derechos y facultades que la legislación vigente confiera a las empresas eléctricas. Se comprende en el objeto social la comercialización de la capacidad de transporte de las líneas y de transformación de las subestaciones y equipos asociados a éstas con el propósito que las centrales generadoras puedan transmitir la energía eléctrica que producen y llegar hasta sus centros de consumo.
- Prestar servicios de consultoría en las especialidades de ingeniería y gestión de empresas relacionadas con su objeto exclusivo y desarrollar otras actividades comerciales e industriales que se relacionen con el aprovechamiento de la infraestructura destinada a la transmisión eléctrica.

En la práctica, **Transelec** se ha desarrollado como una empresa de transmisión eléctrica, siendo este negocio el que determina la generación de flujos y los riesgos del emisor.

⁵ Tipo de cambio utilizado en marzo de 2018: CAD\$ 1,2899/USD.

⁶ Tipo de cambio utilizado en septiembre de 2018: CAD\$ 1,2930/USD.

Distribución de ingresos por unidades

A septiembre de 2019, los ingresos alcanzaron un monto de \$ 267.154, en donde un 58,76% corresponde a ingresos nacionales, seguido por un 21,38% en ingresos zonales, 16,67% en ingresos dedicados, y en menor medida ingresos por servicios y otros, los que representan un 2,22% y 1%, respectivamente. En la siguiente imagen se puede observar la distribución de los últimos periodos:

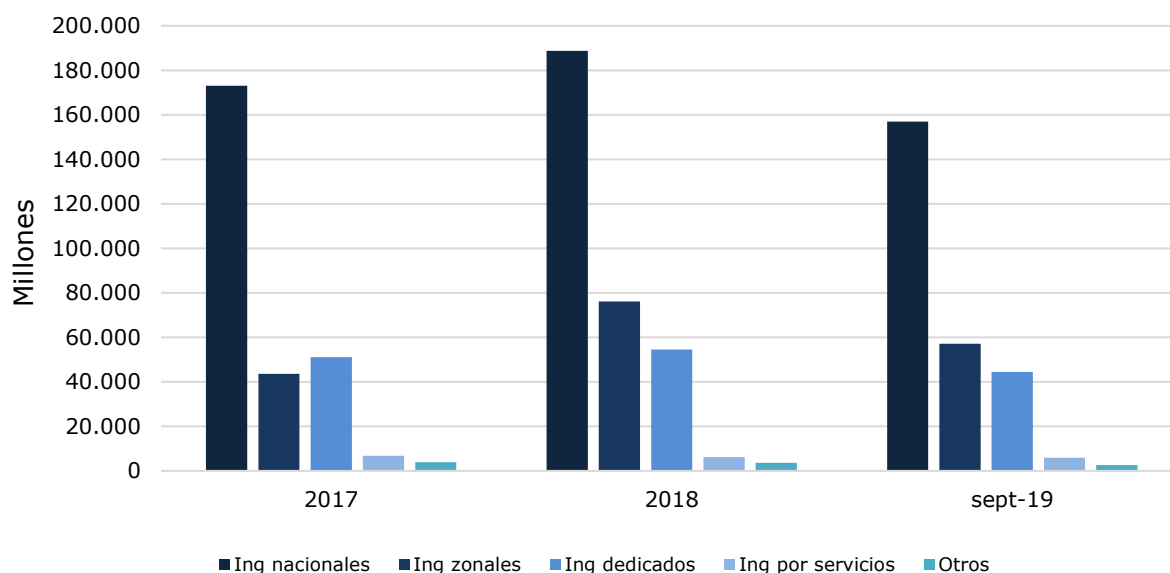


Ilustración 1: Distribución de ingresos

Marco regulatorio

El negocio de transmisión eléctrica se encuentra regulado por la Ley General de Servicios Eléctricos DFL N°4/20.018, considerando las recientes reformas a la Ley de Transmisión.

Esta ley define el sistema de transmisión eléctrica o transporte de electricidad como el conjunto de líneas y subestaciones eléctricas que integran un sistema eléctrico, y que, además, no están destinadas a suministrar el servicio público de distribución.

En cada sistema de transmisión se distinguen los siguientes segmentos: sistema de transmisión nacional, sistema de transmisión para polos de desarrollo, sistema de transmisión zonal, sistema de transmisión dedicado y sistemas de interconexión internacionales.

Según la ley mencionada, el Ministerio de Energía deberá, cada cinco años, desarrollar un proceso de planificación energética de largo plazo, para los distintos escenarios de energía de expansión de la generación y del consumo, en un horizonte de tiempo de al menos 30 años.

Posteriormente, con una periodicidad anual la Comisión Nacional de Energía (Comisión) tendrá que llevar a cabo un proceso de planificación de la transmisión, el que deberá considerar, al menos, un horizonte de 20 años. Esta planificación abarcará las obras de expansión necesarias en los distintos sistemas de transmisión especificados en dicha ley, considerando los escenarios definidos en la Planificación Energética de Largo Plazo. El resultado final de este proceso es la fijación mediante decreto del Ministerio de Energía de las obras de expansión de los sistemas de transmisión indicados, las que podrán ser del tipo obra nueva u obra de ampliación.

Una vez publicado el Plan de Expansión Anual, el Coordinador licitará las obras nuevas y las obras de ampliación establecidas. Las obras nuevas adjudicadas se remunerarán a través del Valor Anual de Transmisión por Tramo (V.A.T.T.) ofertado por la empresa que resulte adjudicada en el proceso de licitación, el que se reajustará periódicamente según las fórmulas de indexación indicadas en los respectivos decretos por un periodo de 20 años (período de tarifa fija).

Las obras de ampliación reciben como remuneración el V.A.T.T. que resulta de la suma de la anualidad del Valor de Inversión (A.V.I.), determinado considerando el Valor de Inversión (V.I.) adjudicado y la tasa de descuento vigente al momento de la adjudicación, más el Costo de Operación, Mantenimiento y Administración Anual (C.O.M.A). El A.V.I. así calculado y reajustado, se mantiene fijo y formará parte de la remuneración de la empresa propietaria por un periodo de 20 años. El C.O.M.A correspondiente se determina cuatrienalmente en los procesos tarifarios siguientes.

Para ambos tipos de obras de expansión, una vez transcurrido el periodo de 20 años, las instalaciones pasan a remunerarse a través de un estudio de valorización que realiza cada cuatro años la Comisión (período de tarifa reajutable).

El estudio de valorización antes mencionado excluye las obras nuevas que se encuentran en el período de tarifa fija, y las obras de ampliación licitadas por el Coordinador, valorizándose aquellas instalaciones denominadas existentes (que no ingresaron a los sistemas de transmisión por medio de los procesos de licitación) y las obras licitadas que hayan finalizado el período de tarifa fija.

La remuneración del V.A.T.T. correspondiente a las instalaciones de transmisión se percibe a través de la suma de los ingresos tarifarios, que corresponde a la diferencia de los costos marginales en cada tramo de línea, más un cargo por uso del sistema de transmisión, que las empresas transmisoras cobran a los suministradores de los clientes del sistema eléctrico nacional.

Activos y clientes

Activos

Transelec es la empresa propietaria y operadora de la gran mayoría de las instalaciones de transmisión eléctrica nacional.

Al norte, el sistema de transmisión de la empresa se extiende desde las ciudades de Arica a Antofagasta, cubriendo un total de 700 kilómetros aproximados. Al sur, las instalaciones de la empresa se extienden por 2.200 kilómetros desde la localidad de Paposo en la Región de Antofagasta hasta Chiloé en la Región de Los Lagos. En total, a diciembre de 2018, **Transelec** posee 9.672 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de 66 kV a 500 kV. Las instalaciones de transformación de **Transelec** cuentan con una capacidad total de transformación de 18.535 MVA.

La empresa se encuentra dividida, regionalmente, en las siguientes cuatro gerencias zonales: Norte Grande, Central, Centro Sur y Sur. Este esquema tiene como objetivo velar por el correcto funcionamiento de las instalaciones de transmisión de la empresa a lo largo del país. El negocio de **Transelec** se enmarca, principalmente, en la comercialización de la capacidad de transporte y transformación de electricidad de sus instalaciones en el Sistema Eléctrico Nacional. Entre éstas, se destacan aquellas instalaciones de tipo troncal con voltajes iguales o superiores a 154 kV. De este modo, **Transelec** se posiciona como la empresa transmisora más importante a nivel nacional.

Según información pública, la empresa cuenta con 61 subestaciones ubicadas a lo largo del sistema, las que transforman la electricidad transportada en altas tensiones a bajas tensiones para su distribución en las ciudades.

Clientes

El mercado en que participa **Transelec** está conformado por generadoras que inyectan energía en los sistemas de transmisión para llegar a sus clientes. Bajo la antigua ley eléctrica, el 100% de los peajes eran pagados por las generadoras. Las modificaciones establecidas en la denominada ley corta, definen que parte de los pagos se carguen a los generadores y otra porción a los consumidores.

Dentro de las ventas por cliente, en septiembre de 2019, destaca Enel Generación con el 39% en la participación de los ingresos, tal como lo muestra la Ilustración 2. Es importante mencionar que parte de estos ingresos están amparados por contratos de largo plazo.

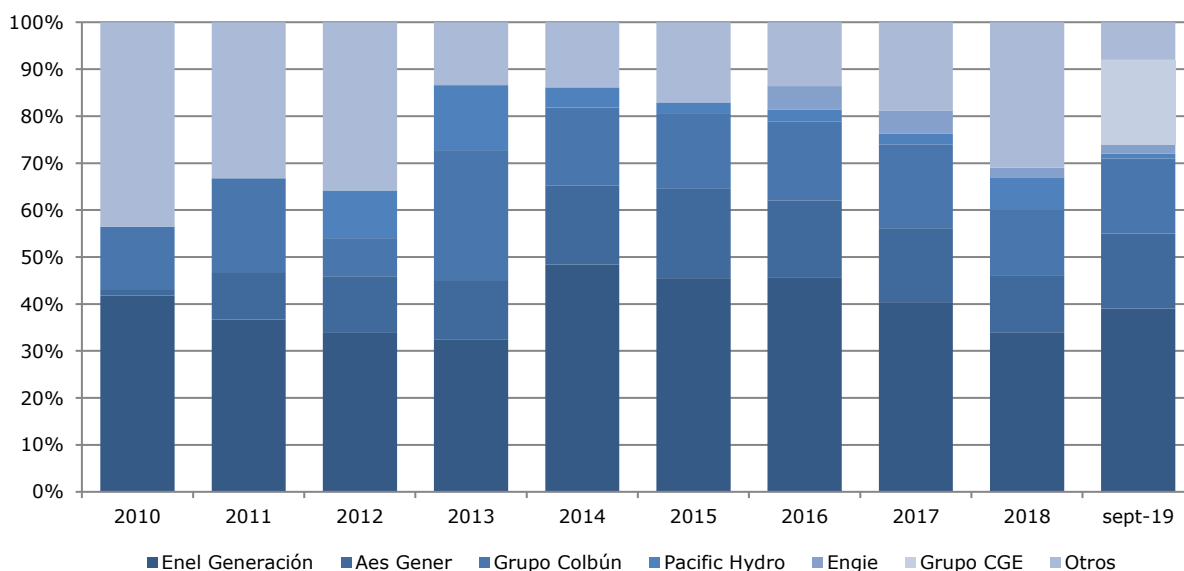


Ilustración 2: Concentración de los ingresos según cliente

Análisis financiero

Evolución de ingresos y EBITDA

Los ingresos de la compañía tienden a ser estables, dado que las tarifas reguladas se fijan cada cuatro años y, desde el 1 de enero de 2018, dependen de la capacidad instalada y no del volumen de energía transportado. Además, existen mecanismos de reajuste que permiten que en términos reales los precios permanezcan con bajo nivel de fluctuación.

Los ingresos pueden aumentar en la medida que se incorporen nuevas obras, en particular, de los tendidos nacionales, en los que la empresa desarrolla la mayor parte de su negocio. Por su parte, el EBITDA sigue muy de cerca la tendencia de los ingresos, manteniéndose una elevada y estable relación de esta variable sobre los ingresos, superior al 80%. Similar tendencia siguen los flujos operacionales y el flujo de caja de largo plazo (FCLP⁷).

⁷ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

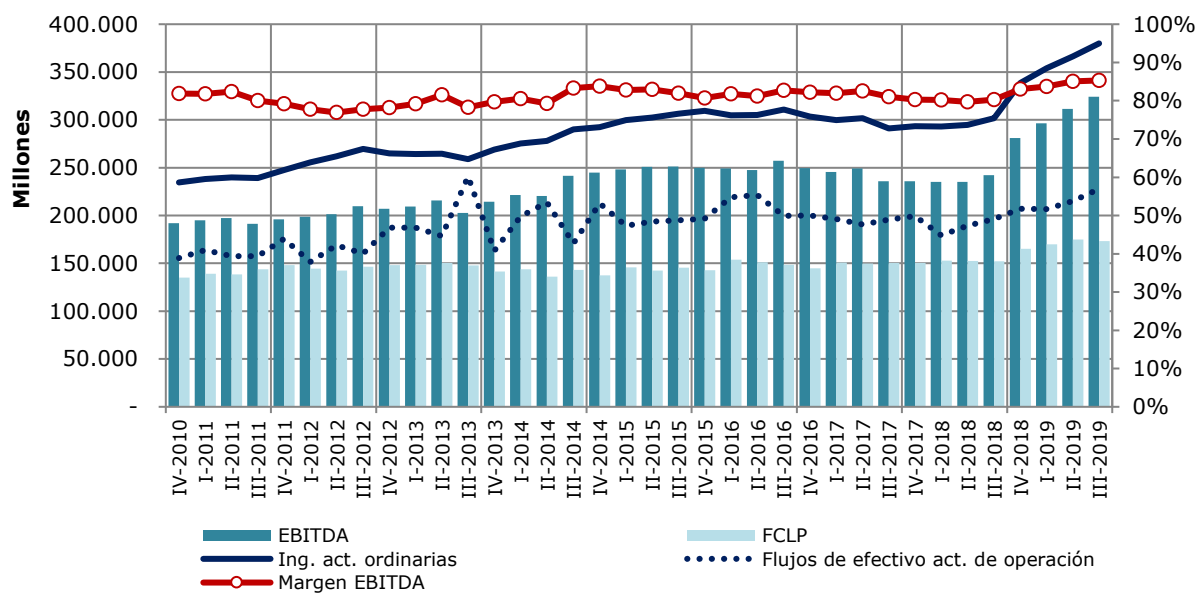


Ilustración 3: Evolución de los ingresos, EBITDA, FCLP y flujo efectivo de la operación

Evolución del endeudamiento y liquidez

El endeudamiento financiero de **Transec**, medido en términos relativos como la relación entre deuda financiera (DF) y el EBITDA, ha fluctuado entre las 6,8 veces en su nivel máximo y 4,7 veces en su nivel mínimo, siendo este último el valor presentado a septiembre de 2019.

Por su parte, el endeudamiento financiero sobre el FCLP, ha sido más elevado, llegando incluso a superar las diez veces. En su nivel más alto, este indicador llegó a las 10,5 veces en 2010 y ha experimentado su nivel mínimo en 2011, con 7,4 veces. A septiembre 2019 este indicador alcanzó 8,8 veces, tal como se muestra en la Ilustración 4.

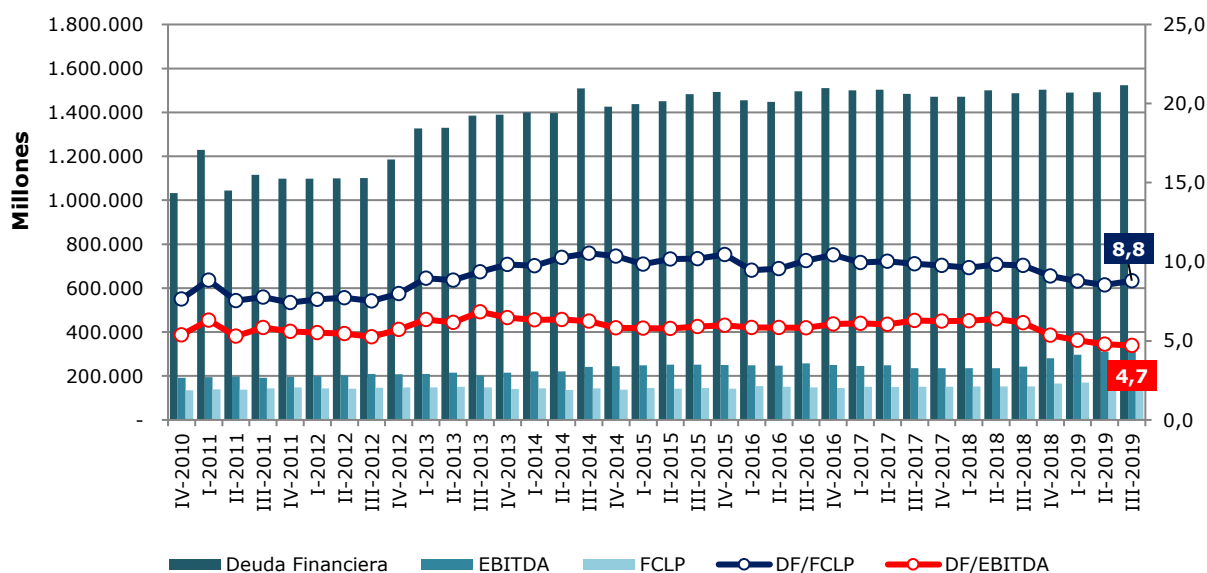


Ilustración 4: Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP

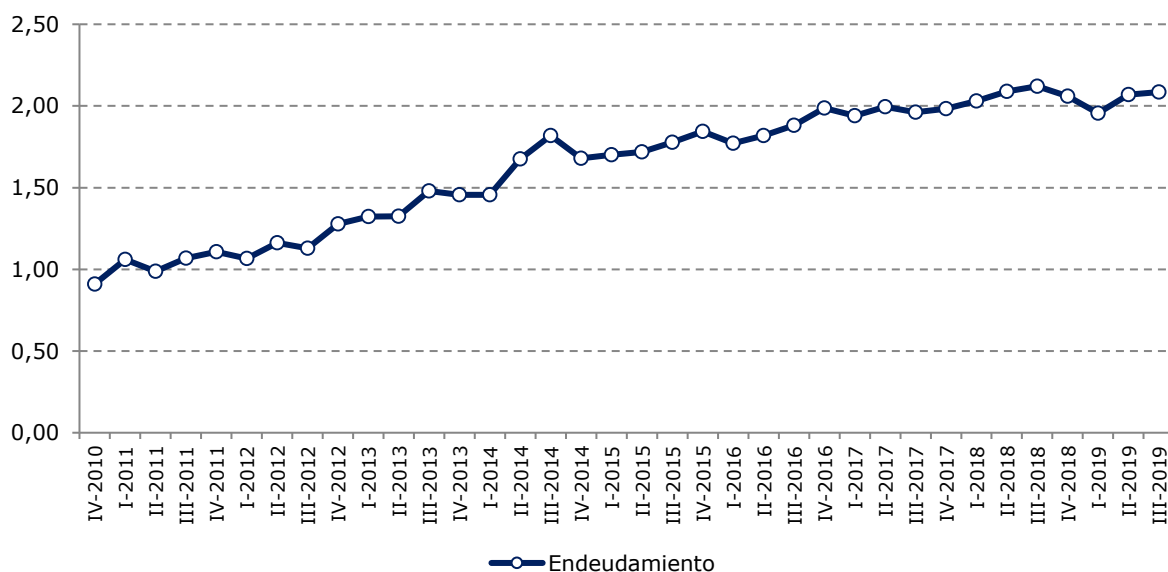


Ilustración 5: Evolución pasivo exigible sobre patrimonio

La evolución del *leverage* de la compañía ha mostrado una tendencia al alza, tal como se muestra en la Ilustración 5. Lo anterior, responde a la decisión, tomada por los accionistas en enero de 2014, de disminuir el capital de la empresa en \$81.560 millones. De esta forma, la relación entre pasivo exigible y patrimonio de la compañía pasó de 1,5 veces—en diciembre de 2013— a 2,1 veces, según los datos de los estados financieros de septiembre de 2019.

El perfil de los bonos, nacionales como extranjeros, muestra que todos ellos son del tipo *bullet*, con el pago de la totalidad del capital al vencimiento. Para la mayor parte de los años, el EBITDA, sin considerar crecimiento futuro, es suficiente para el pago de tales obligaciones, sin embargo, se aprecian menores holguras respecto del FCLP (ver Ilustración 6). Por su parte, en los períodos en que los vencimientos son mayores al FCLP de la compañía, en opinión de **Humphreys, Transelec** presenta adecuadas posibilidades de refinanciamiento, lo que hace que esta deuda sea considerada concordante con el nivel de riesgo otorgado a la empresa. Con todo, el año 2027 se presenta un pago importante que tanto con el EBITDA como el FCLP actual no son capaces de cubrir.

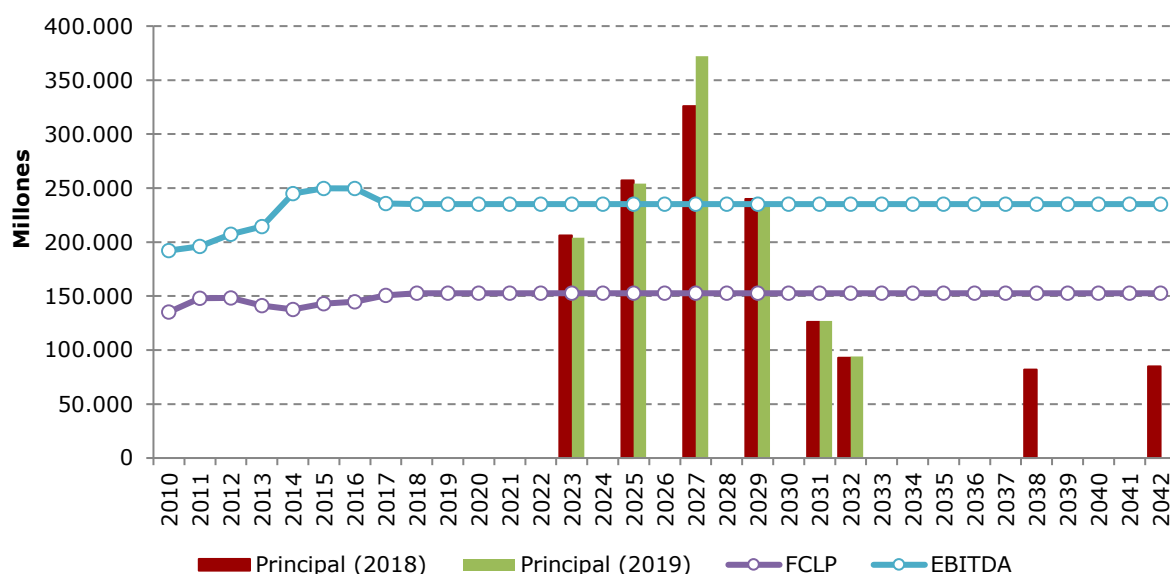


Ilustración 6: Perfil de vencimiento de la deuda

Por su parte, la liquidez⁸ de la empresa ha presentado la mayor parte del tiempo valores adecuados, superiores a una vez. Sin embargo, en 2010, el indicador de razón circulante disminuyó a 0,43 veces como consecuencia del vencimiento en abril de 2011 de los *yankee-bonds* que **Transelec** colocó con anterioridad, y que debieron ser traspasados a pasivos corrientes, los que fueron refinanciados con la colocación en enero de 2011 de los bonos series L, M y N en Chile por un total de UF 7 millones. Situación similar a la que experimentó la compañía a septiembre de 2015, dado por el vencimiento de la Serie C en septiembre de 2016, lo que llevó a la razón circulante a niveles iguales a las 0,4 veces, y que se refinanció con una nueva emisión de US\$ 350 millones, tal como se muestra en la Ilustración 7.

⁸ Razón circulante = activos circulantes o corrientes / pasivos circulantes o corrientes.

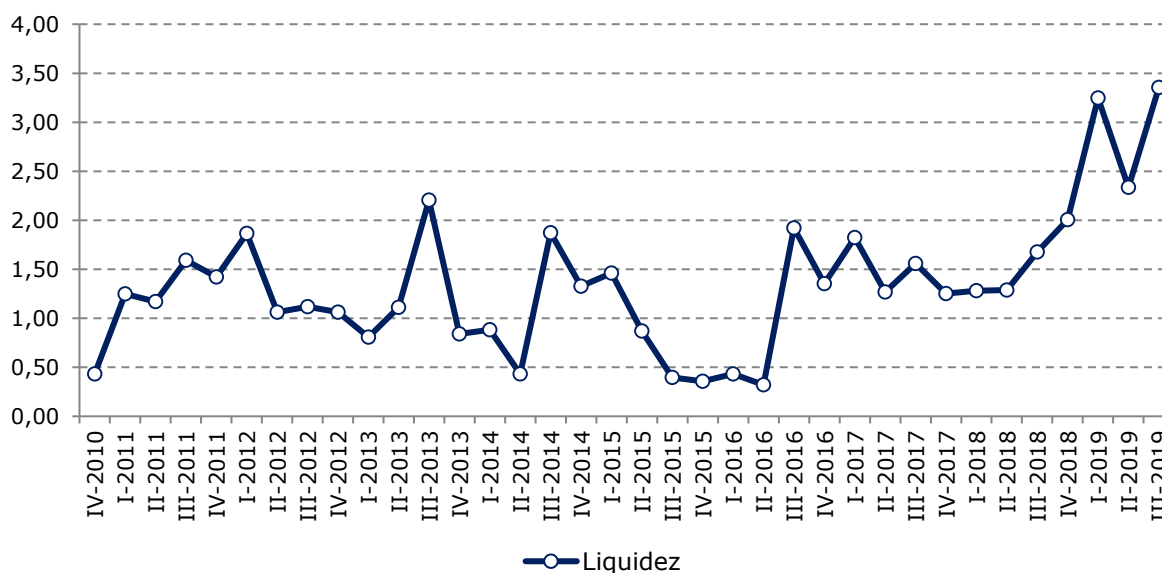


Ilustración 7: Evolución de la razón circulante

Evolución de la rentabilidad⁹

La rentabilidad total del activo y la rentabilidad operacional de **Transelec** han sido bastantes estables en los últimos seis años, lo que es un reflejo precisamente de la estabilidad y el relativamente bajo riesgo del negocio de transmisión eléctrica. Una volatilidad un tanto mayor alcanza la rentabilidad del patrimonio, lo que se explica por factores no operacionales como las tasas de interés pagadas por la deuda de la empresa y cambios en el patrimonio. La rentabilidad se puede apreciar en la Ilustración 8.

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente de los flujos de caja libre proyectados durante el período de vigencia del título de deuda, descontados a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera total que a la fecha mantiene la transmisora. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pagos a los accionistas, son superiores al monto de la deuda. En el caso de **Transelec**, el indicador exhibe durante todo el periodo valores superiores a 2,0 veces, con una tendencia al alza a partir de 2027 donde ya se habrían realizado los dos pagos programados para el 2023 y 2025, reduciendo la necesidad de flujo a valor presente para cubrir el saldo de deuda. La evolución y proyección para la presente década del indicador de cobertura global se muestra a en la Ilustración 9.

⁹ Rentabilidad del activo = utilidad / (activos totales promedio); rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos circulantes o corrientes + activos fijos, promedio); rentabilidad del patrimonio = utilidad del ejercicio/patrimonio promedio). Las rentabilidades a septiembre contemplan flujos del último año móvil correspondiente.

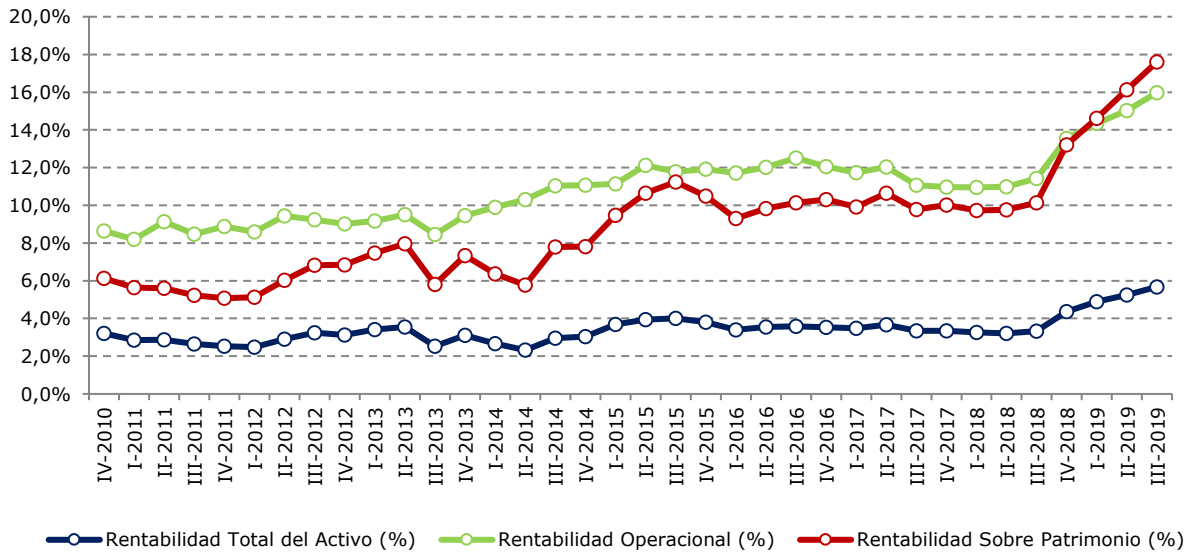


Ilustración 8: Evolución de las rentabilidades

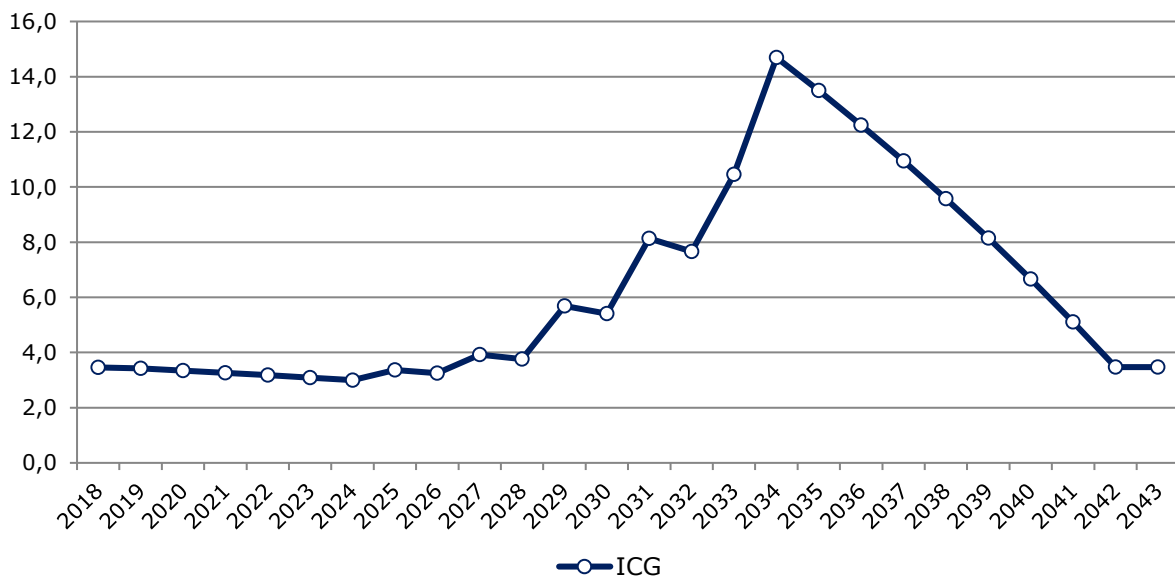


Ilustración 9: Índice de cobertura global

Líneas y series de bonos inscritas y vigentes

Línea de bonos	
Inscripción	481
Fecha de inscripción	09/11/2006
Plazo de la línea	25 años
Monto máximo	UF 19.500.000
Emisiones	
Serie	D
Estado	Colocada
Monto inscrito	UF 13.500.000
Fecha de inscripción	23/11/2006
Tasa de carátula	4,35%
Vencimiento	21 años

Línea de bonos				
Inscripción	599			
Fecha de inscripción	31/07/2009			
Plazo de la línea	30 años			
Monto máximo	UF 20.000.000			
Emisiones				
Serie	H	K	M	N
Estado	Colocada	Colocada	Colocada	Colocada
Monto inscrito	UF 3.000.000	UF 1.600.000	UF 3.400.000	UF 3.000.000
Fecha de inscripción	05/08/2009	16/11/2009	29/12/2010	29/12/2010
Tasa de carátula	4,80%	4,60%	4,05%	3,95%
Vencimiento	22 años	22 años	22 años	28 años

Línea de bonos	
Inscripción	743
Fecha de inscripción	05/02/2013
Plazo de la línea	10 años
Monto máximo	UF 20.000.000

Línea de bonos	
Inscripción	744
Fecha de inscripción	05/02/2013
Plazo de la línea	30 años
Monto máximo	UF 20.000.000
Emisiones	
Serie	Q
Estado	Colocada
Monto inscrito	UF 3.1000.000
Fecha de inscripción	10/04/2013
Tasa de carátula	3,95%
Vencimiento	29,5 años

Línea de bonos		
Inscripción	833	834
Fecha de inscripción	03/06/2016	03/06/2016
Plazo de la línea	10 años	30 años
Monto máximo	UF 20.000.000	UF 20.000.000

"La opinión de las entidades clasificadoras 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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."