

## Transelec S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Diego Segovia Cisternas  
Savka Vielma Huaiquiñir  
Hernán Jiménez Aguayo  
[diego.segovia@humphreys.cl](mailto:diego.segovia@humphreys.cl)  
[savka.vielma@humphreys.cl](mailto:savka.vielma@humphreys.cl)  
[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

FECHA  
Noviembre 2025

Categoría de riesgo <sup>1</sup>	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos	<b>AA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	30 de junio de 2025

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda			
Línea a 25 años	N°481 de 09.11.16	Línea a 29,9 años	N°1142 de 12.04.23
Serie D (BNTRA-D)	Primera emisión	Serie U (BNTRA-U)	Primera emisión <sup>2</sup>
Línea a 30 años	N°599 de 31.07.09	Serie V (BNTRA-V)	Primera emisión
Serie H (BNTRA-H)	Primera emisión	Serie W (BNTRA-W)	Primera emisión <sup>3</sup>
Serie K (BNTRA-K)	Segunda emisión	Serie X (BNTRA-X)	Primera emisión
Serie M (BNTRA-M)	Tercera emisión	Línea a 30 años	N°1182 de 16.08.2024
Serie N (BNTRA-N)	Tercera emisión	Serie AA (BNTRA-AA)	Primera emisión <sup>4</sup>
Línea a 30 años	N°744 de 05.02.2013	Serie AB (BNTRA-AB)	Primera emisión
Serie Q (BNTRA-Q)	Primera emisión	Línea a 10 años	N° 1183 de 16.08.2024
Línea a 10 años	N°833 de 03.06.16	Serie Y (BNTRA-Y)	Primera emisión
Línea a 30 años	N°834 de 03.06.16	Serie Z (BNTRA-Z)	Primera emisión <sup>2</sup>

MM\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Ingresos de actividades ordinarias	333.303	305.858	439.592	471.267	445.475	177.327
Costo de ventas	-93.224	-88.389	-93.079	-95.610	-102.050	-54.451
<b>Ganancia bruta</b>	<b>240.078</b>	<b>217.469</b>	<b>346.513</b>	<b>375.657</b>	<b>343.426</b>	<b>122.876</b>
Gastos de administración y ventas	-24.392	-26.302	-35.196	-35.487	-39.964	-16.063
<b>Resultado operacional</b>	<b>215.686</b>	<b>191.167</b>	<b>311.317</b>	<b>340.170</b>	<b>303.462</b>	<b>106.813</b>
Gastos financieros	-75.998	-70.229	-75.068	-84.016	-95.066	-37.470
<b>Utilidad neta</b>	<b>96.265</b>	<b>58.749</b>	<b>109.095</b>	<b>179.486</b>	<b>132.235</b>	<b>34.902</b>
EBITDA	275.978	248.115	368.765	397.725	366.179	145.215

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Empresas Concesionarias (29-02-2024).

<sup>2</sup> Emisión inscrita y no colocada.

<sup>3</sup> Emisión inscrita y no colocada.

<sup>4</sup> Emisión inscrita y no colocada.

<b>Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS</b>						
<b>MM\$ de cada año</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>jun-25</b>
Activos corrientes	238.530	331.639	516.058	304.495	567.092	338.463
Activos no corrientes	2.505.485	2.824.749	2.939.870	3.075.033	3.369.447	3.622.148
<b>Total activos</b>	<b>2.744.015</b>	<b>3.156.388</b>	<b>3.455.928</b>	<b>3.379.527</b>	<b>3.936.540</b>	<b>3.960.611</b>
Pasivos corrientes	124.717	233.561	608.146	213.584	620.371	513.040
Pasivos no corrientes	1.726.208	1.950.919	1.841.809	2.231.423	2.242.117	2.296.780
Patrimonio	893.090	971.908	1.005.973	934.521	1.074.052	1.150.792
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>2.744.015</b>	<b>3.156.388</b>	<b>3.455.928</b>	<b>3.379.527</b>	<b>3.936.540</b>	<b>3.960.611</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Transelec S.A. (Transelec)** es una empresa de transmisión eléctrica que opera en el Sistema Eléctrico Nacional (SEN). Según información pública, al cierre de 2024, la compañía contaba con un total de 10.082 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV, conectadas a 79 subestaciones, con una capacidad de transformación de 21.257 MVA.

La empresa es dueña del 26% de las líneas de 500 kV construidas del SEN, tiene una participación del 49% de las líneas de 220 kV, además, posee un 90% de las líneas 154 kV y un 10% en el segmento de líneas de 110 kV y 66 kV. Al cierre del primer semestre de 2025, **Transelec** generó ingresos por \$ 177.327 millones, mantenía una deuda financiera, de emisión nacional y extranjera, por \$ 1.914.334 millones y un patrimonio de \$ 1.150.792 millones.

La clasificación del 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 debidamente regulado. Esto genera una elevada relación del EBITDA, como porcentaje de ingresos y una adecuada estabilidad de sus ingresos y costos operacionales. En efecto, considerando que la transmisión 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 estabilidad de flujos se ve favorecida porque los ingresos de **Transelec** no dependen del volumen de energía transmitido, las tarifas remuneran la capacidad de transmisión instalada. Por otra parte, 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 mitiga los riesgos de refinanciamiento asociados a 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 a un amplio *know-how* tanto en la construcción de nuevas

instalaciones, como en la operación de estas. 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, 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. A junio de 2025, **Transelec** presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 6,4 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de aproximadamente de 3,9 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).

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.

En cuanto a la composición de ingresos de **Transelec** al cierre del primer semestre de 2025, un 72% correspondían a ingresos regulados, conformados por un 57% de transmisión nacional y un 15% de ingresos zonales. Por su parte, el 28% restante proviene de ingresos no regulados, donde dictan los contratos dedicados y otros servicios.

Otro factor de riesgo considerado dice relación con la concentración de clientes. Al cierre de junio de 2025, el 68,38% de los ingresos provenía de siete clientes, siendo Enel Generación el principal, el cual representa el 25,6% de los ingresos de **Transelec**. 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 alto nivel de solvencia. Adicionalmente, la ley de transmisión en Chile garantiza el flujo de ingresos regulados, de modo que, si un cliente dentro de este segmento es incapaz de pagar, los demás tomadores en conjunto deben cubrir la cantidad no pagada.

En el ámbito de ASG (o ESG por sus siglas en inglés), **Transelec** cumple los estándares internacionales de sostenibilidad, bajo marcos que ayudan a las instituciones a gestionar los riesgos ambientales y sociales en sus proyectos.

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.

## 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 82,9% en los últimos cinco años.

### Fortalezas complementarias

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

### Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo de los accionistas, quienes posee 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 categoría de riesgo

## 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.

## Tendencia Estable

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

# Hechos recientes

## Resultados junio 2025

Durante el primer semestre de 2025, **Transelec** generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 177.327 millones, lo que representó una disminución 29,8% con respecto al mismo periodo en 2024, justificado, principalmente, por provisiones con efecto retroactivo. Por su parte, los costos por venta alcanzaron los \$ 54.451 millones aumentando un 7,6% con respecto a igual periodo 2024. Con todo, la utilidad neta totalizó \$ 34.902 millones.

En el marco del apagón ocurrido en febrero del presente año, el Coordinador Eléctrico Nacional (CEN) solicitó a Quanta Technology la realización de una auditoría al sistema SCADA de **Transelec**. Durante octubre, esta empresa externa entregó su informe, el cual incluyó recomendaciones sobre mejores prácticas en distintos aspectos de la operación, sin embargo, detalla que **Transelec** cumple con los requisitos establecidos por las autoridades en estas materias. En el informe se identificaron tres aspectos que requerían corregir: el mecanismo de recuperación ante pérdida de señal, las baterías del sistema SCADA y las pruebas de "avalancha de datos". Acciones que ya fueron implementadas por la sociedad.

Si bien las autoridades podrían imponer sanciones económicas de elevada magnitud, a juicio de **Humphreys**, y de manera preliminar, esto no se considera como un hecho que pueda afectar la calidad crediticia de **Transelec**, dado su manejo de caja, la disponibilidad de línea de crédito y su acceso a financiamiento. Esta solidez se ve reforzada por su rol como operador principal de la transmisión eléctrica en el país, cuyos flujos son predecibles y estables, junto con una política de endeudamiento que ha tendido a ser relativamente estable (una relación pasivo exigible sobre patrimonio entre las 2,0 y 2,7 veces y un ratio de deuda financiera a EBITDA en torno, a las 6,4 veces a junio de 2025. No obstante, la clasificadora continuará monitoreando el desarrollo de las resoluciones y el impacto de estas a la clasificación de riesgo otorgada.

Por otra parte, durante octubre de 2025 el Ministerio de Energía informó errores en el cálculo en las tarifas debido a inconsistencias en los registros de instalaciones de transmisión. Ante esto, **Transelec** señaló que estos errores fueron comunicados voluntariamente a finales de 2024.

El 24 de octubre, el Ministerio de Energía y CNE determinaron que el monto final a ser devuelto a los clientes finales será por \$ 130,8 mil millones, que va en línea con las estimaciones de la compañía. Dicha cifra fue provisionada con anterioridad por la transmisora por lo que no tendrá un impacto adicional en los estados de resultados de la compañía.

## 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. Hay que destacar que 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 clientes privados, ingresos que aumentan en la medida que sea necesario construir nuevas instalaciones de transporte de electricidad.

**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; para ello es necesario contar con red adecuada de transmisión. En consecuencia, se puede presumir que el sector contará con el apoyo de las autoridades para asegurar 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; en particular por su aporte a la eficiencia del sistema como un todo.

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 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. Al cierre de junio de 2025, el EBITDA de la empresa representó cerca de 81,9% de los ingresos. En los últimos cinco años el ratio ha fluctuado entre 81,1% y 84,4%.

**Experiencia y apoyo de los accionistas:** Los propietarios de la compañía —Canadian Pension Plan Investment Board (CPP), British Columbia Investment Management Corp. (BCI), Public Sector Pension Investment Board (PSP) y China Southern Power Grid International (CSGI)— presentan una elevada solidez financiera. Al cierre de junio de 2025, CPP administraba activos por CAD\$ 731,7 mil millones, mientras que a marzo de 2025 los activos bajo gestión de BCI y PSP alcanzaban CAD\$ 251,6 mil millones y CAD\$ 299,7 mil millones, respectivamente. En cuanto a CSGI, si bien no se dispone de información pública reciente, cabe destacar que es una filial de China Southern Power Grid, la segunda mayor compañía eléctrica de China, lo que refleja su relevancia y respaldo financiero.

**Buen acceso a las fuentes de financiamiento externo:** 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, durante el 2020 renegoció sus líneas de crédito de hasta US\$ 250 millones por un año, en 2021 por tres años y en 2024 nuevamente por tres años más. Adicional a eso, durante el 2023 emitió dos bonos locales por UF 7 millones y, en agosto de 2024, dos bonos nacionales que totalizaron UF cinco 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.

## Factores de riesgo

**Concentración de clientes:** El 68,38% de los ingresos de **Transelec** al cierre de junio de 2025 provino de siete clientes, siendo el principal Enel Generación, el cual representaban el 25,58%. Sin perjuicio de esta exposición a un grupo reducido de clientes, el riesgo se ve fuertemente atenuado por la ley de transmisión en Chile que garantiza el flujo de ingresos, de modo que, si un cliente es incapaz de pagar, los demás tomadores en conjunto deben cubrir la cantidad no pagada. Por su parte, el riesgo de los clientes dedicados no regulados se mitiga por el elevado nivel de solvencia presentada.

**Riesgo financiero:** Al cierre de junio de 2025, **Transelec** presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 6,4 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de 3,1 veces. Mientras que la deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>5</sup> es de 6,52 veces a la misma fecha. Con todo, se debe

<sup>5</sup> El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros e impuestos. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas para diferentes años.

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 ellos, 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 calificada en "Categoría 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

### 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).

Actualmente, la compañía es controlada por China Southwer Power Grid International (CSGI, con un 27,79%), Canadian Pensión Plan Investment Board (CCP, con un 27,73%), British Columbia Investment Management Corporation (BCI, con un 26,00%) y Public Sector Pension Investment Board (PSP, con un 18,48%).

**Transelec** es la empresa propietaria y operadora de la gran mayoría de las instalaciones de transmisión eléctrica nacional y se extiende desde Arica a la Isla Grande de Chiloé. Al cierre de 2024, la empresa poseía 10.082 km 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 21.257 MVA distribuida en 79 subestaciones.

La empresa se encuentra dividida regionalmente en cuatro gerencias zonales: Norte Grande, Norte Chico, Central y Zona 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 nacionales con voltajes iguales o superiores a 154 kV. De este modo, **Transelec** se posiciona como la empresa transmisora más importante a nivel nacional.

### Unidades de negocios

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.
- 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.

Al cierre de junio de 2025, los ingresos alcanzaron los \$ 177.327 millones, de los cuales un 56,8% corresponde a ingresos nacionales, 15,2% a ingresos zonales, 25,6% a ingresos dedicados y 2,3% a servicios complementarios. La evolución de los ingresos de **Transelec** se presenta en Ilustración 1.

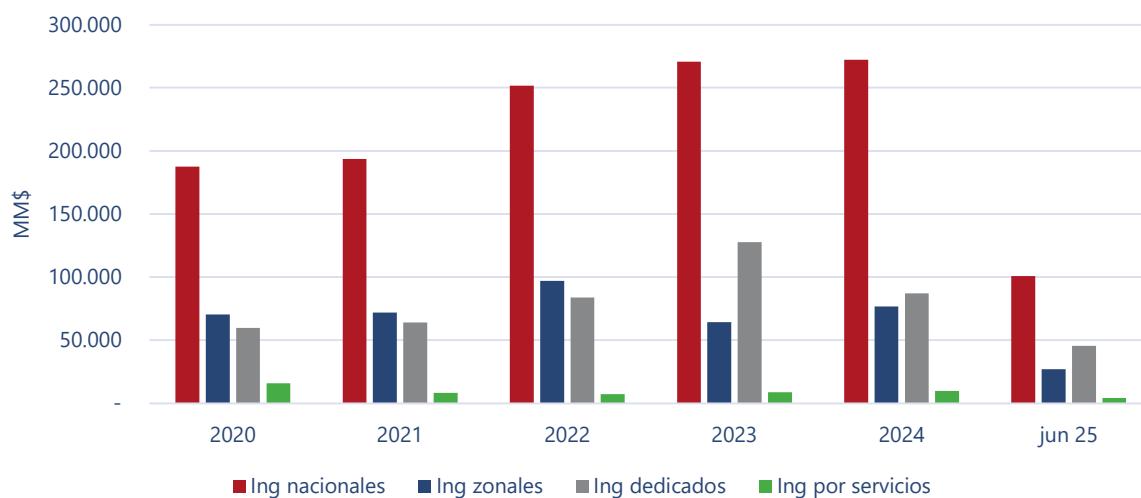


Ilustración 1: Distribución de los ingresos

## Clients

El mercado en que participa **Transelec** está conformado principalmente por generadoras que inyectan energía en los sistemas de transmisión para llegar a sus clientes. Bajo la antigua ley, 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 junio de 2025, destaca Enel Generación con el 25,58% y los siete principales clientes representan un 68,38% en la participación de los ingresos, tal como lo muestra la Ilustración 2. Estos ingresos están amparados por ley y por contratos de largo plazo.

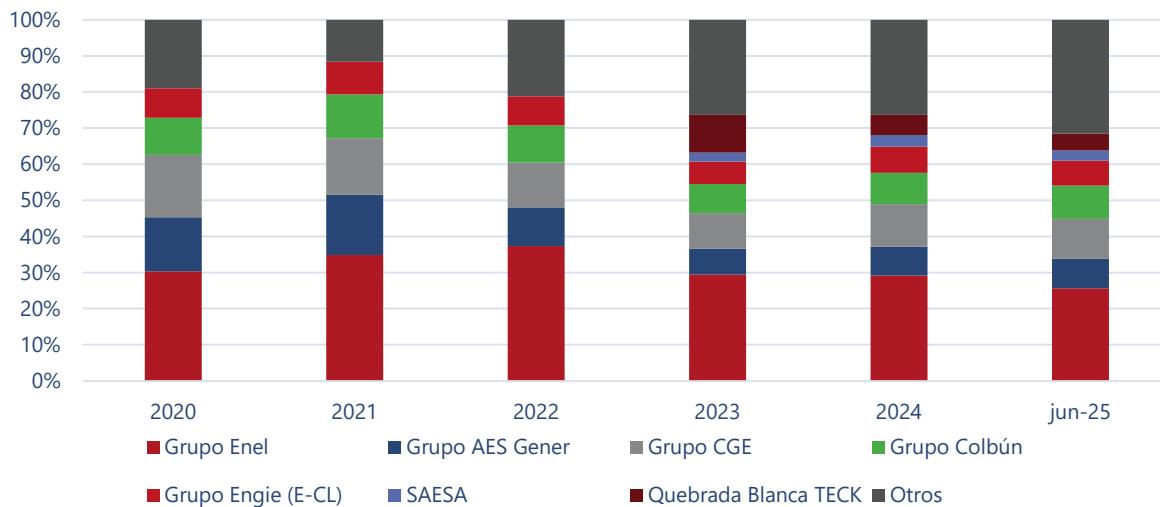


Ilustración 2: Concentración de los ingresos según cliente

## 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 el 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.

Adicionalmente, con una periodicidad anual, la Comisión Nacional de Energía (CNE) tiene que llevar a cabo un proceso de planificación de la transmisión, el que debe considerar, al menos, un horizonte de 20 años. Esta planificación abarca 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 licita las obras nuevas y las obras de ampliación establecidas. Las obras nuevas adjudicadas se remuneran 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 (periodo 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, Mantención y Administración Anual (C.O.M.A). El A.V.I. así calculado y reajustado, se mantiene fijo y forma 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 CNE (periodo de tarifa reajustable).

El estudio de valorización antes mencionado excluye las obras nuevas que se encuentran en el periodo 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 periodo 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.

## Análisis financiero<sup>6</sup>

### Ingresos

Los ingresos de **Transelec** tienden a ser estables, dado que las tarifas reguladas se fijan cada cuatro años y, desde el 1 de enero de 2018, dependen en su totalidad 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. Al cierre de junio de 2025, los ingresos anualizados de la compañía fueron de \$ 376.365 millones, un 27,5% menores a lo alcanzado en el mismo periodo en 2024.

En cuanto al margen EBITDA de la compañía, se aprecia que este ratio durante los últimos cinco años ha superado de forma estable el 80%; al cierre del primer semestre de 2025, el margen EBITDA fue de 78,2%, un 32,6% por debajo a lo obtenido al cierre de junio de 2024, donde el indicador alcanzó el 84,1%, justificado por las provisiones hechas por la compañía. La evolución del ratio se presenta en la Ilustración 3.

<sup>6</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último periodo. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a junio de 2024.

## Endeudamiento

Al cierre de junio de 2025, **Transelec** contaba con una deuda financiera de \$ 1.901.906 millones, los cuales corresponden principalmente a obligaciones con el público. La relación pasivo exigible sobre patrimonio alcanzaba a diciembre de 2024 las 2,67 veces; mientras que, al cierre del primer semestre de 2025, el indicador era de 2,44 veces, tal como se puede apreciar en la Ilustración 4.

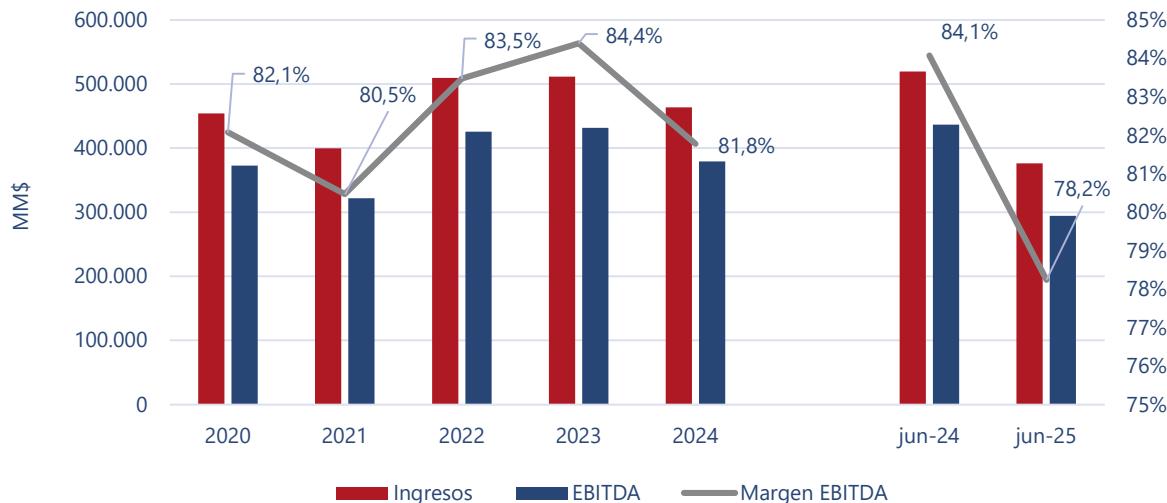


Ilustración 3: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

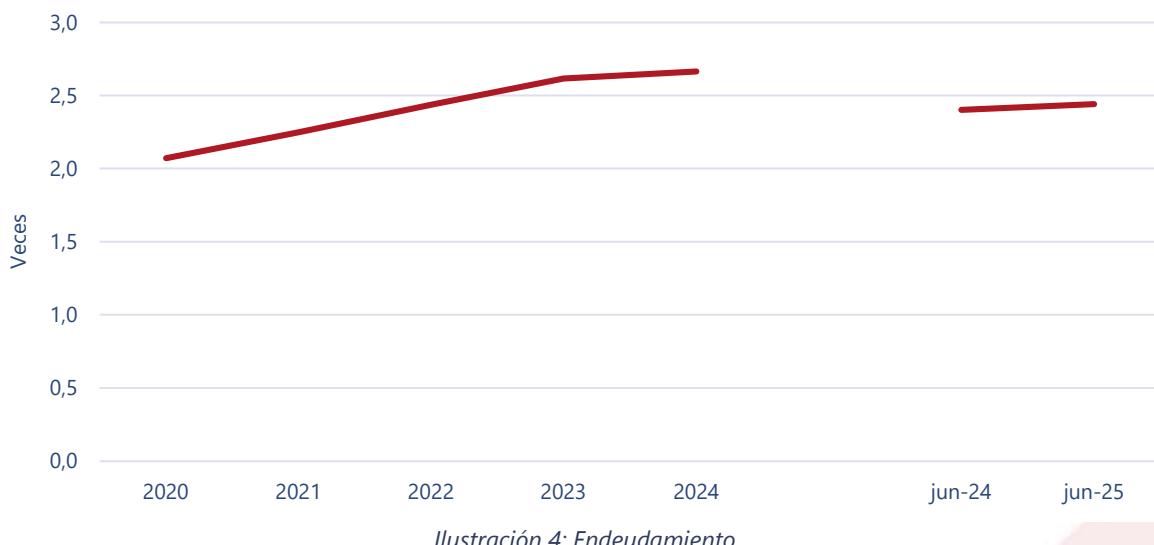


Ilustración 4: Endeudamiento

Al cierre de 2024, la razón de deuda financiera sobre FCLP alcanzaba 7,79 veces, reduciéndose a 6,52 veces al primer semestre de 2025. Por su parte, el indicador de deuda financiera sobre EBITDA se situó en 6,12 veces a diciembre de 2024 y en torno a 6,46 veces a junio de 2025. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 5.

Tanto los bonos nacionales como extranjeros son tipo *bullet* y, tal como se puede apreciar en la Ilustración 6, con el nivel actual de FCLP, la compañía no sería capaz de enfrentar los próximos vencimientos programados de los años 2027 y 2029; sin embargo, bajo criterio de la clasificadora, **Transelec** presenta adecuadas posibilidades de refinanciamiento, lo que hace que esta deuda sea considerada concordante con el nivel de riesgo otorgado a la empresa.

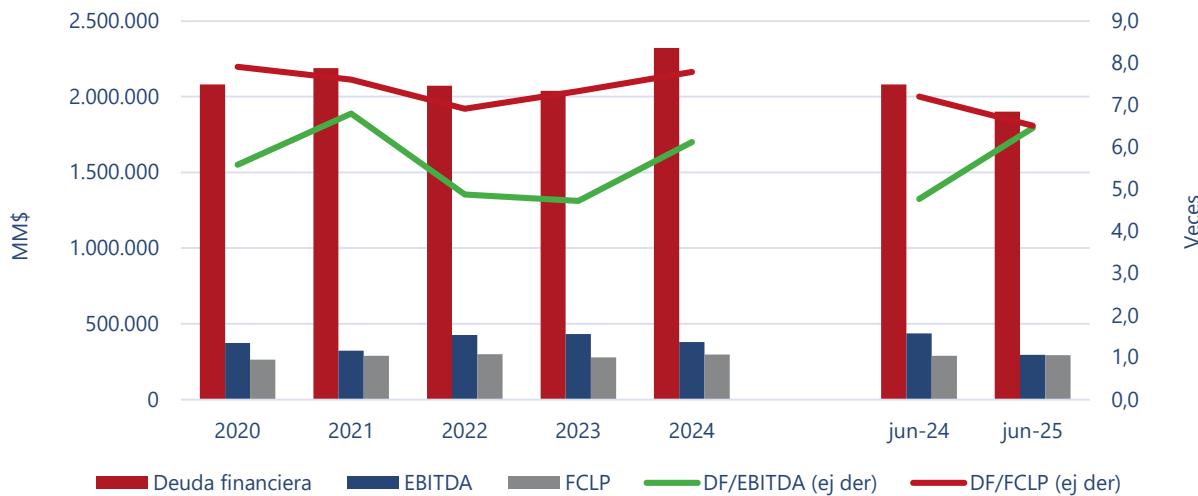


Ilustración 5: Evolución de la deuda financiera, FCLP y EBITDA

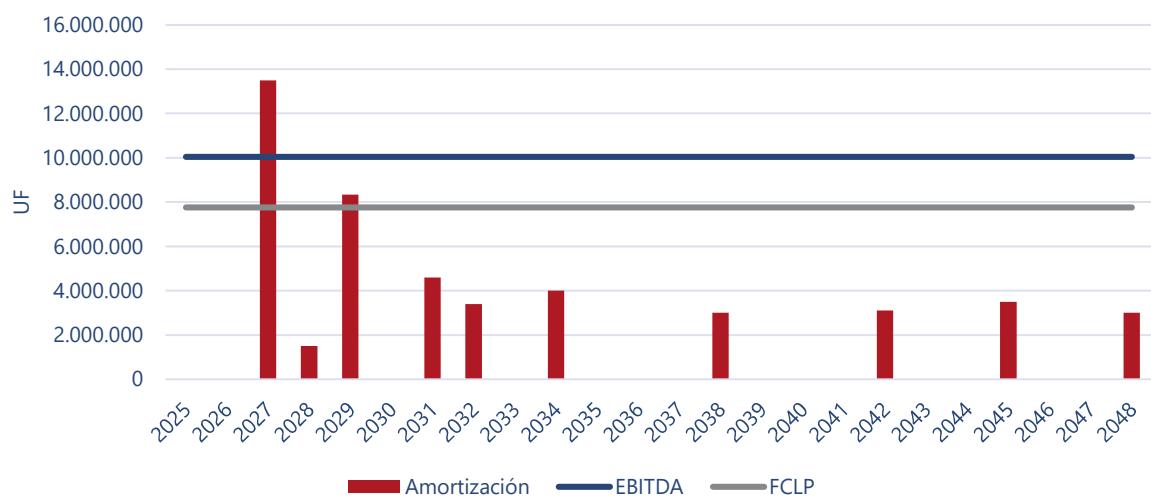


Ilustración 6: Perfil de vencimiento

## Indicador de Cobertura Global

El Indicador de Cobertura Global (ICG) es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el periodo de vigencia del bono, descontado a la tasa de este, y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor

a la unidad, se asume que la compañía está en condiciones de responder a sus obligaciones, bajo el supuesto de calce en los flujos. En la Ilustración 7 se presenta la evolución de este indicador, donde se puede observar que para el año 2025 alcanza las 3,01 veces, manteniéndose hasta el vencimiento de los bonos sobre la unidad.

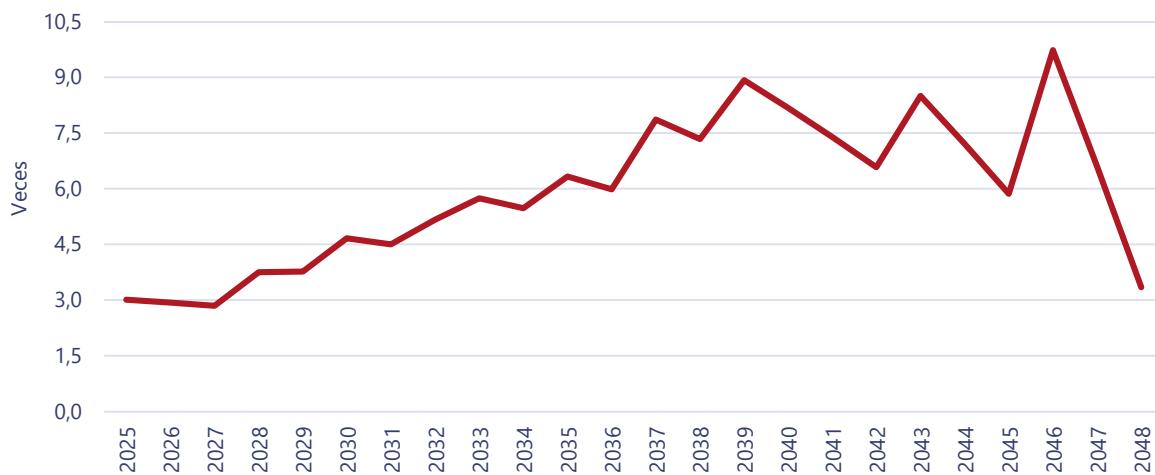


Ilustración 7: Índice de cobertura global

### Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

Dado que para los años 2027 y 2029 los vencimientos serían de unos UF 13,5 millones y UF 8,3 millones, respectivamente, y por tanto podría requerirse refinanciar dichos pagos, se muestra a continuación la relación entre el valor actual estimado para los flujos del año en que se debe realizar el primer refinanciamiento (2027), descontado a las distintas tasas de interés, y el saldo insoluto de la compañía a esa fecha. Para efectos de la determinación del valor actual se toma como referencia los flujos actuales a perpetuidad y se castigan de acuerdo con los mostrados en la Tabla 1.

La tabla refleja, ante la capacidad de generación de flujos que tiene actualmente la compañía, deberían existir aumentos significativos de la tasa de interés de la compañía para deteriorar su calidad financiera.

Tabla 1: Índice de cobertura proyectado

Tasa	Castigo a los flujos						
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
4,0%	4,75	4,27	3,80	3,32	2,85	2,37	1,90
5,5%	3,45	3,11	2,76	2,42	2,07	1,73	1,38
7,0%	2,71	2,44	2,17	1,90	1,63	1,36	1,09
8,5%	2,23	2,01	1,79	1,56	1,34	1,12	0,89
10,0%	1,90	1,71	1,52	1,33	1,14	0,95	0,76

## Liquidez

La razón corriente de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha mantenido por sobre la unidad en la mayoría de los ejercicios analizados, excepto en 2022 y 2024, cuando el indicador se ubicó en 0,85 y 0,91 veces, respectivamente, debido a los vencimientos de los bonos internacionales de primera y segunda emisión. A junio de 2025 se observa una situación similar, con una razón corriente de 0,66 veces, atribuible a la reducción de caja producto del pago del bono internacional efectuado en enero del mismo año.

A pesar de lo anterior, el riesgo asociado a eventuales descalces de liquidez se considera acotado, dado que mantiene una alta predictibilidad en sus flujos operacionales y dispone de una línea de crédito que le otorga flexibilidad para enfrentar este tipo de situaciones. La evolución de la razón circulante de **Transelec** se presenta en la Ilustración 8.



Ilustración 8: Razón corriente

## Rentabilidad<sup>7</sup>

A junio de 2025, la rentabilidad operacional alcanzó 9,2%, inferior al 15,3% registrado en igual periodo de 2024. De igual forma, la rentabilidad total del activo disminuyó desde 5,4% a 1,8%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio se redujo de 17,5% a 6,2%. En tanto, al cierre de 2024, la rentabilidad operacional fue de 12,37%, por debajo del 14,51% observado en 2023, y las rentabilidades sobre el activo y patrimonio se situaron en 3,63% y 13,23%, respectivamente, ambas menores a las del año anterior. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 9.

<sup>7</sup> Rentabilidad operacional: Resultado operacional / (Activos circulantes o corrientes + Propiedades, planta y equipo, promedio)

Rentabilidad del activo: Utilidad / (Activos totales promedio)

Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio

## Covenants financieros

	Límite	Junio – 2025
Nivel de endeudamiento	No superior a 0,7 veces	0,65 veces
Patrimonio mínimo (LB 481 – LB 599)	UF 15.00.000	UF 29.942.692
Patrimonio mínimo (LB 744)	MM\$350.000	MM\$ 1.175.762
Flujo neto de la operación/Costos financieros	Mayor a 1,5 veces	4,09 veces
Ratio Deuda Neta <sup>8</sup>	No superior a 7,0 veces	5,79 veces

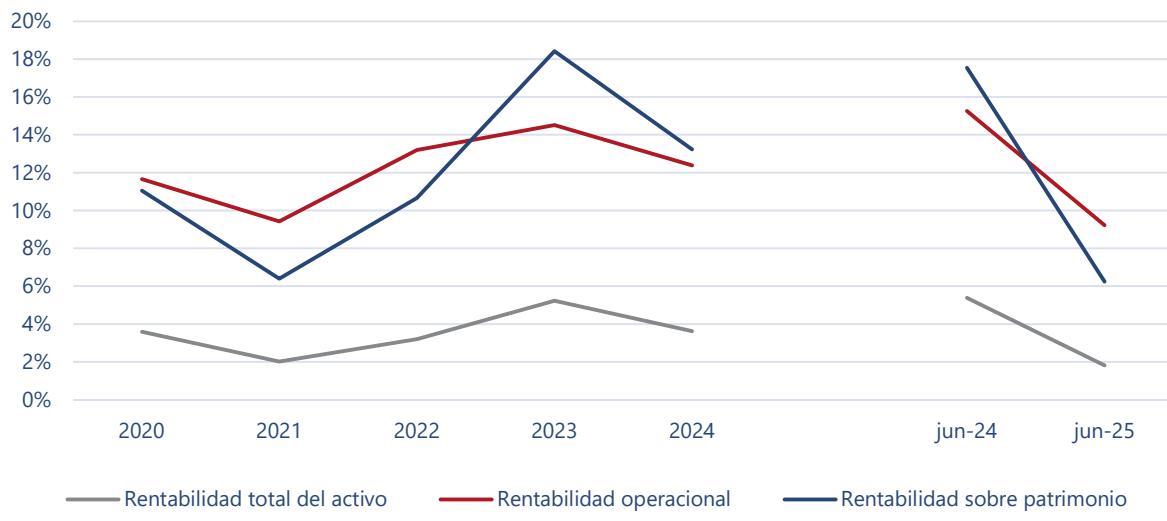
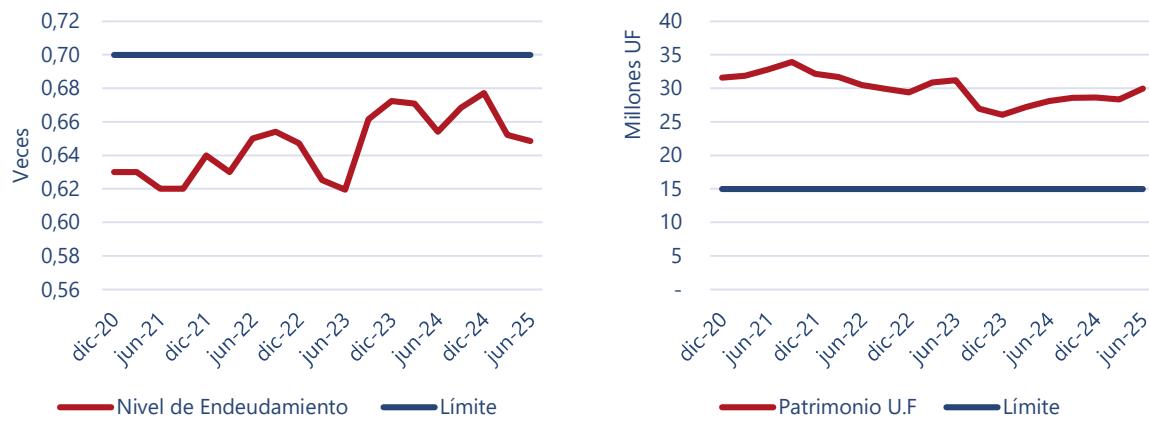


Ilustración 9: Rentabilidades



<sup>8</sup> Covenant incluido en la emisión de los bonos serie V y X de abril de 2023.

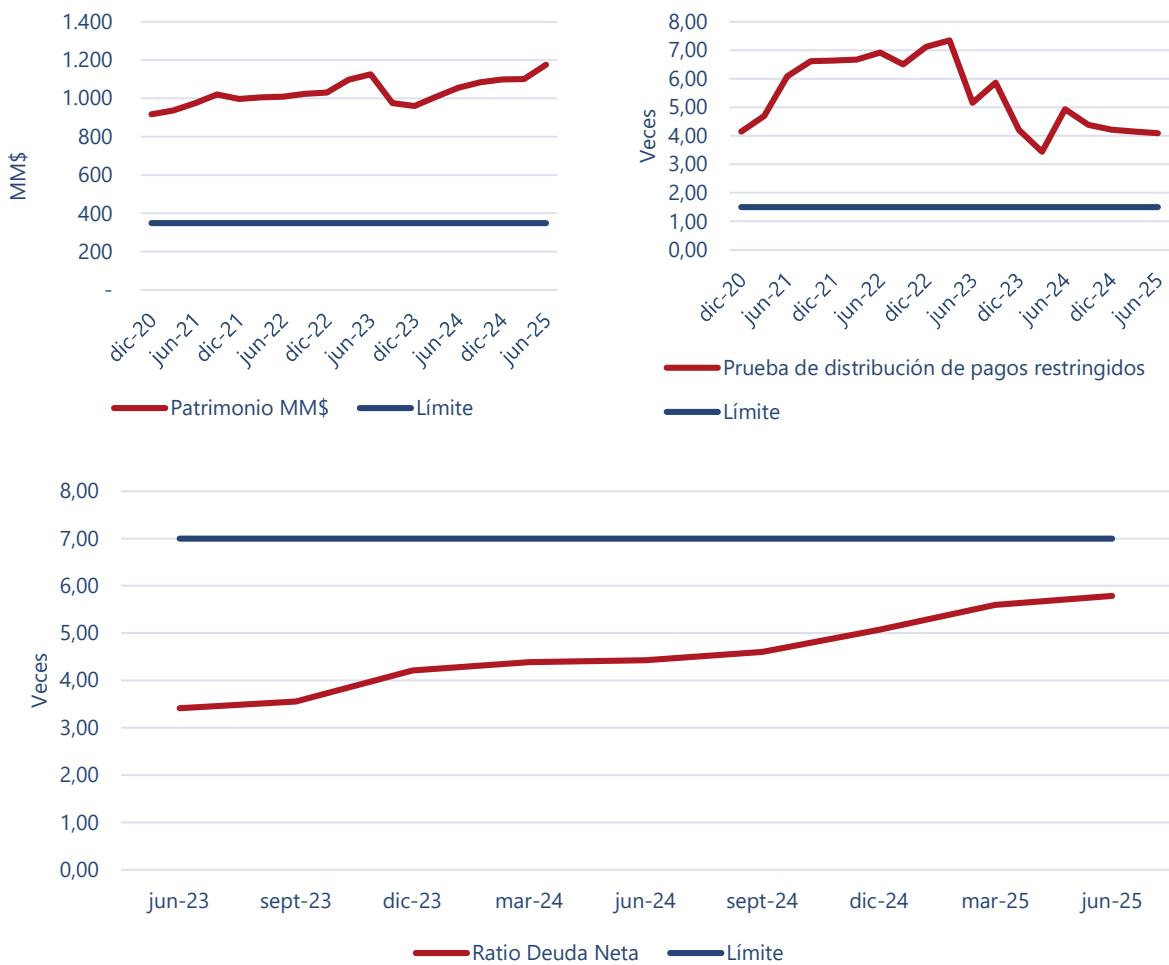


Ilustración 10: Covenants financieros

## Ratios financieros

Ratios de Liquidez		2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Ratios							
Liquidez (veces)		9,42	9,11	11,72	12,35	10,78	8,89
Razón Circulante (Veces)		1,91	1,42	0,85	1,43	0,91	0,66
Razón Ácida (veces)		1,91	1,42	0,85	1,42	0,91	0,66
Rotación de Inventarios (veces)		250,43	165,45	120,92	92,49	66,38	61,38
Promedio Días de Inventarios (días)		1,46	2,21	3,02	3,95	5,50	5,95
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)		2,82	3,78	4,57	6,53	3,21	2,60
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)		129,35	96,61	79,87	55,92	113,63	140,40
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)		0,63	0,20	0,14	0,33	0,31	0,20
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)		579,66	1855,23	2569,38	1115,01	1177,42	1790,69

Diferencia de Días (días)	450,30	1758,62	2489,51	1059,09	1063,79	1650,30
Ciclo Económico (días)	448,85	1756,42	2486,49	1055,15	1058,29	1644,35

<b>Ratios de Endeudamiento</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>jun-25</b>
Endeudamiento (veces)	0,67	0,69	0,71	0,72	0,73	0,71
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,07	2,25	2,44	2,62	2,67	2,44
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,07	0,12	0,33	0,10	0,28	0,22
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	5,58	6,80	4,87	4,72	6,12	6,46
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,18	0,15	0,21	0,21	0,16	0,15
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	83,32%	79,24%	75,84%	78,32%	79,37%	67,69%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,55%	0,80%	1,32%	2,24%	1,15%	9,51%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,74	1,17	1,93	3,00	1,92	1,02

<b>Ratios de Rentabilidad</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>jun-25</b>
Margen Bruto (%)	72,04%	71,19%	78,70%	79,73%	77,13%	71,41%
Margen Neto (%)	28,91%	19,47%	24,59%	38,14%	29,83%	18,48%
Rotación del Activo (%)	12,28%	10,02%	13,22%	14,22%	11,53%	9,50%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,59%	2,02%	3,20%	5,24%	3,63%	1,83%
Inversión de Capital (%)	189,49%	186,83%	193,82%	202,78%	199,76%	195,87%
Ingresaos por Capital de Trabajo (veces)	2,96	3,22	-4,96	5,29	-8,52	-2,16
Rentabilidad Operacional (%)	11,65%	9,41%	13,19%	14,51%	12,37%	9,23%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	11,05%	6,40%	10,66%	18,43%	13,23%	6,25%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	27,96%	28,81%	21,30%	20,27%	22,87%	28,59%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	7,31%	8,56%	7,99%	7,51%	8,94%	10,51%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	24,73%	20,58%	30,66%	34,90%	30,24%	20,59%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	82,08%	80,47%	83,48%	84,39%	81,78%	78,25%

<b>Otros Ratios</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>jun-25</b>
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	23,29%	25,22%	25,39%	28,89%	25,01%	24,12%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,13%	1,01%	0,88%	0,89%	0,76%	0,77%
Capital sobre Patrimonio (%)	86,93%	79,88%	77,17%	83,08%	72,28%	67,60%

"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."