



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Transelec S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Diego Segovia Cisternas
Ignacio Muñoz Quezada
diego.segovia@humphreys.cl
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Noviembre 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	AA Estable
EEFF base	30 de junio de 2024

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 ¹
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 ¹
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 ¹
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 ¹

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Ingresos de actividades ordinarias	378.591	333.303	305.858	439.592	471.267	252.534
Costo de ventas	-88.115	-93.224	-88.389	-93.079	-95.610	-50.589
Ganancia bruta	290.476	240.078	217.469	346.513	375.657	201.946
Gastos de administración y ventas	-23.154	-24.392	-26.302	-35.196	-35.487	-17.209
Resultado operacional	267.322	215.686	191.167	311.317	340.170	184.737
Gastos financieros	-73.454	-75.998	-70.229	-75.068	-84.016	-39.104
Utilidad neta	140.612	96.265	58.749	109.095	179.486	98.637
EBITDA	329.066	275.978	248.115	368.765	376.198	214.882

¹ Emisión inscrita y no colocada.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Activos corrientes	222.197	238.530	331.639	516.058	304.495	270.613
Activos no corrientes	2.390.537	2.505.485	2.824.749	2.939.870	3.075.033	3.231.847
Total activos	2.612.734	2.744.015	3.156.388	3.455.928	3.379.527	3.502.460
Pasivos corrientes	64.757	124.717	233.561	608.146	213.584	490.040
Pasivos no corrientes	1.701.026	1.726.208	1.950.919	1.841.809	2.231.423	1.982.575
Patrimonio	846.950	893.090	971.908	1.005.973	934.521	1.029.846
Total patrimonio y pasivos	2.612.734	2.744.015	3.156.388	3.455.928	3.379.527	3.502.460

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 2023, la compañía contaba con un total de 10.049 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV conectadas a 82 subestaciones, con una capacidad de transformación de 20.879 MVA.

A la misma fecha, **Transelec** es la empresa dueña del 14% de las líneas de 500 kV construidas del SEN, tiene una participación del 36% de las líneas de 220 kV, además, posee un 90% de las líneas 154 kV y un 9% en el segmento de líneas de 110 kV y 66 kV. De todos modos, independiente de la participación de mercado, la compañía recibe sus ingresos sobre su capacidad de transmisión instalada.

Al cierre del primer semestre de 2024, **Transelec** generó ingresos por \$ 252.534 millones, mantenía una deuda financiera, de emisión nacional y extranjera, por \$ 2.004.792 millones y un patrimonio de \$ 1.029.846 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 adecuadamente 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.

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 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 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 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. Al cierre del primer semestre de 2024, **Transelec** presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 4,80 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de aproximadamente de 5,29 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 2024, un 78% eran ingresos regulados, que corresponden a un 63% a transmisión nacional y un 15% de ingresos zonales. Por su parte, un 22% son los ingresos no regulados, que provienen de contratos dedicados y otros servicios.

Otro factor de riesgo considerado dice relación con la concentración de clientes. Al cierre de junio de 2024, el 69,77% de los ingresos provenía de seis clientes, siendo Enel Generación el principal, el cual representa el 30,66% 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 nivel de solvencia adecuado. 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, alcanzando un 99% de cumplimiento con los Principios del Ecuador y un 98% con la Corporación Financiera Internacional. Estos marcos ayudan a las instituciones financieras 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 2024

Durante el primer semestre de 2024, **Transelec** generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 252.534 millones, lo que representaba un aumento del 7,5% con respecto al mismo periodo en 2023, justificado principalmente por un aumento en los ingresos regulados. Por su parte, los costos por venta

alcanzaron los \$ 50.589 millones aumentando un 10,5% con respecto a 2023. Por su parte, la utilidad neta totalizó \$ 99.637 millones.

Al cierre de junio de 2024, **Transelec** presentaba activos por \$ 3.502.460 millones, pasivos por \$ 2.472.614 millones y un patrimonio de \$ 1.029.846 millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$1.726.807 millones.

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. 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. Al cierre de junio de 2024, el EBITDA de la empresa representó cerca de 85,1% de los ingresos. En los últimos cinco años el ratio ha fluctuado entre 79,8% y 86,9%.

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 (PSP) y China Southern Power Grid International (CSGI)— poseen una elevada o adecuada fortaleza financiera. Al cierre de marzo de 2024, BCI contaba con activos por US\$ 184,9 billones, mientras que PSP, a la misma fecha, US\$ 195,6 billones y CPP US\$ 472,8 billones. En tanto al cierre de 2019, CSGI presentaba activos por US\$133,2 billones.

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. 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 69,77% de los ingresos de **Transelec** al cierre de junio de 2024 provino de seis clientes, siendo el principal Enel Generación, el cual representaban el 30,66%. 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 2024, **Transelec** presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 4,80 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de 5,29 veces. Mientras que la deuda financiera sobre FCLP² es de 8,82 veces a la 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 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 Pension Plan Investment Board (CCP, con un 27,73%), British Columbia Investment

² 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.

Management Corporation (BCI, con un 26,00%) y Public Sector Pension Investment Board (PSP, con un 18,48%).

Según la última información pública disponible, al cierre de 2019, China Southern Power Grid International presentaba activos por US\$ 133,2 mil millones, ubicándola como la segunda mayor empresa eléctrica en China.

CPP maneja activos en representación del plan de pensiones canadiense establecido para más de 21 millones de canadienses. Al cierre de marzo de 2023, contaba con activos por US\$ 472,8 billones.

BCI es una compañía dedicada a la administración de inversiones. Gestiona 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. Al cierre del primer trimestre de 2024, presentaba activos administrados por US\$ 184,9 billones.

PSP administra 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\$ 195,6 billones en activos bajo su administración al cierre de marzo de 2024.

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 2023, la empresa poseía 10.049 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 20.879 MVA distribuida en 82 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. 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.

Al cierre de junio de 2024, los ingresos alcanzaron los \$ 252.534 millones, de los cuales un 63% corresponde a ingresos nacionales, 15% a ingresos zonales, 20% a ingresos dedicados y 2% a servicios complementarios. La evolución de los ingresos de **Transelec** se presenta en Ilustración 1.

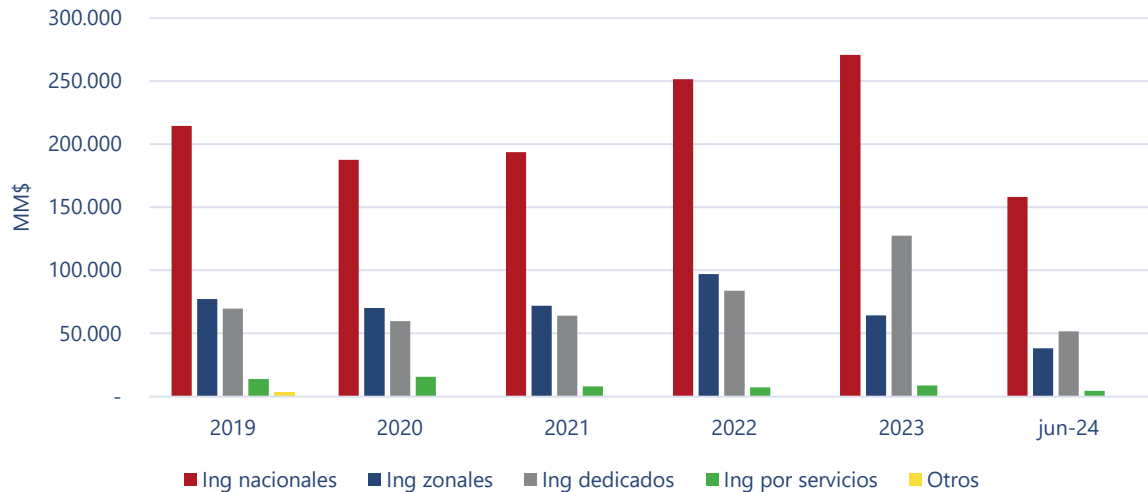


Ilustración 1: Distribución de los ingresos

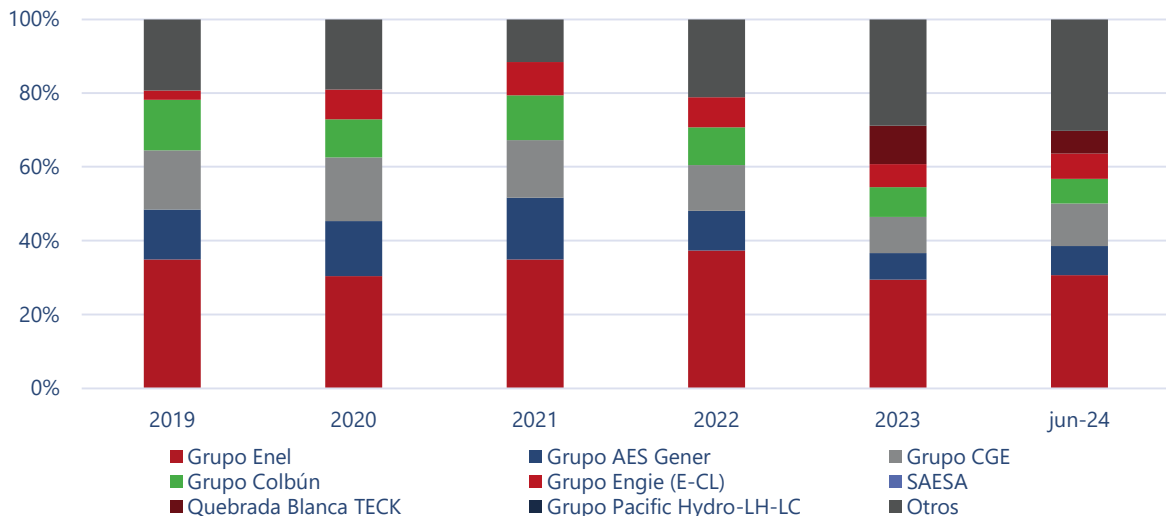


Ilustración 2: Concentración de los ingresos según cliente

Cientes

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 2024, destaca Enel Generación con el 30,66% y los seis principales clientes representan un 69,77% 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.

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 (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 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 (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.

Análisis financiero³

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 2024, los ingresos anualizados de la compañía fueron de \$ 497.214 millones, un 5,68% menores a lo alcanzado en el mismo periodo en 2023.

En cuanto al margen EBITDA de la compañía, se aprecia que para los periodos entre 2013 y 2023 ha sido mayor al 80%; al cierre del primer semestre de 2024, el margen EBITDA fue de 84,1%, disminuyendo levemente con respecto al cierre de junio de 2023, donde el indicador alcanzó el 84,4%. La evolución del ratio se presenta en la Ilustración 3.

³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a junio de 2024.

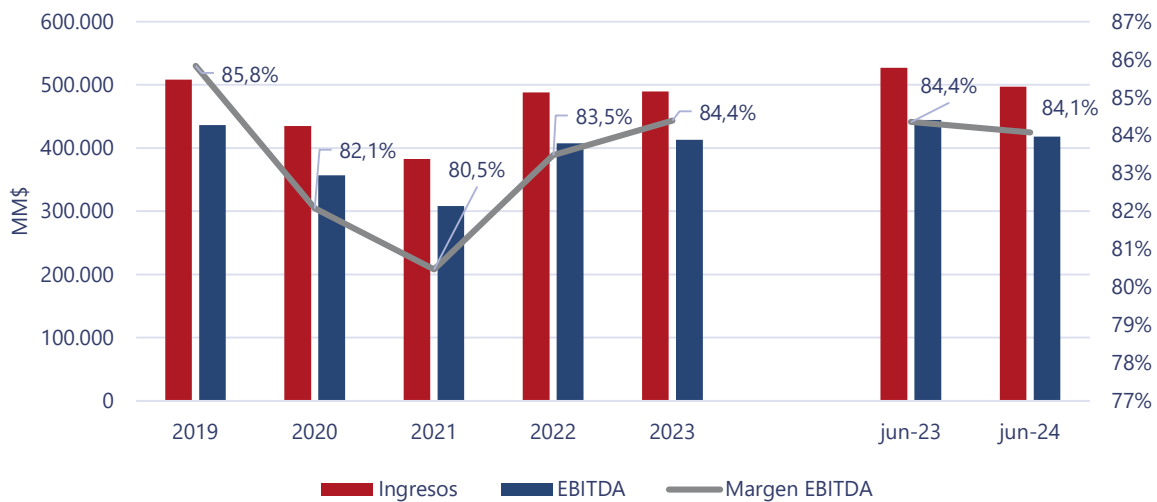


Ilustración 3: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

Endeudamiento

Al cierre de junio de 2024, **Transelec** contaba con una deuda financiera de \$ 2.004.792 millones, los cuales corresponden principalmente a obligaciones con el público. La relación pasivo exigible sobre patrimonio alcanzaba a diciembre de 2023 las 2,62 veces; mientras que, al cierre del primer semestre de 2024, el indicador era de 2,40 veces, tal como se puede apreciar en la Ilustración 4.

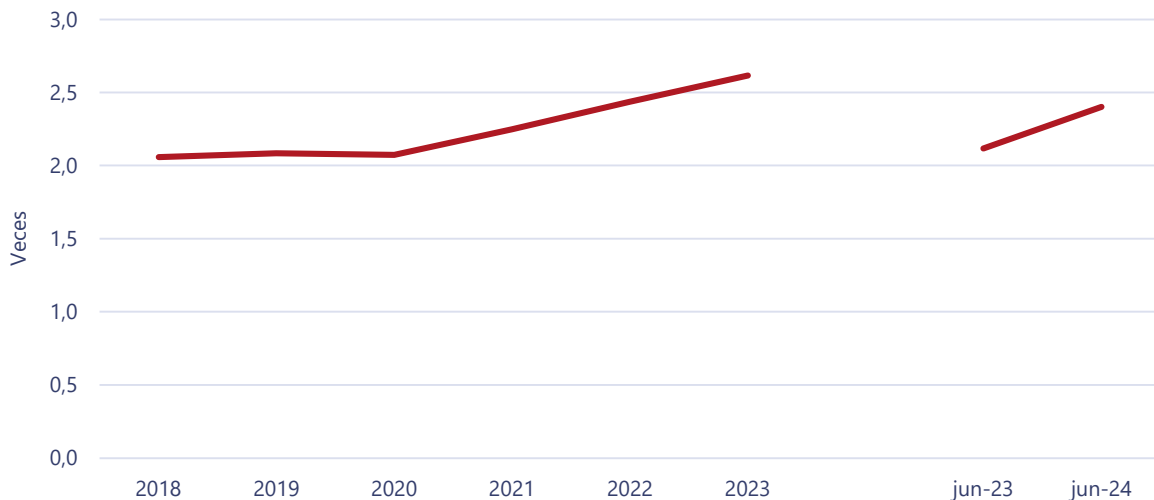


Ilustración 4: Endeudamiento

Medida la razón de deuda financiera a FCLP, el indicador presenta un valor de 8,6 veces al cierre de 2023; mientras que al primer semestre de 2024 alcanzó las 8,8 veces. Por otra parte, el ratio de deuda financiera sobre EBITDA mostró una disminución, pasando de 4,9 veces en diciembre 2022 a 4,7 veces en diciembre 2023, mientras que a junio de 2024 alcanzaba las 4,8 veces. El comportamiento de estos indicadores se puede observar en la Ilustración 5.

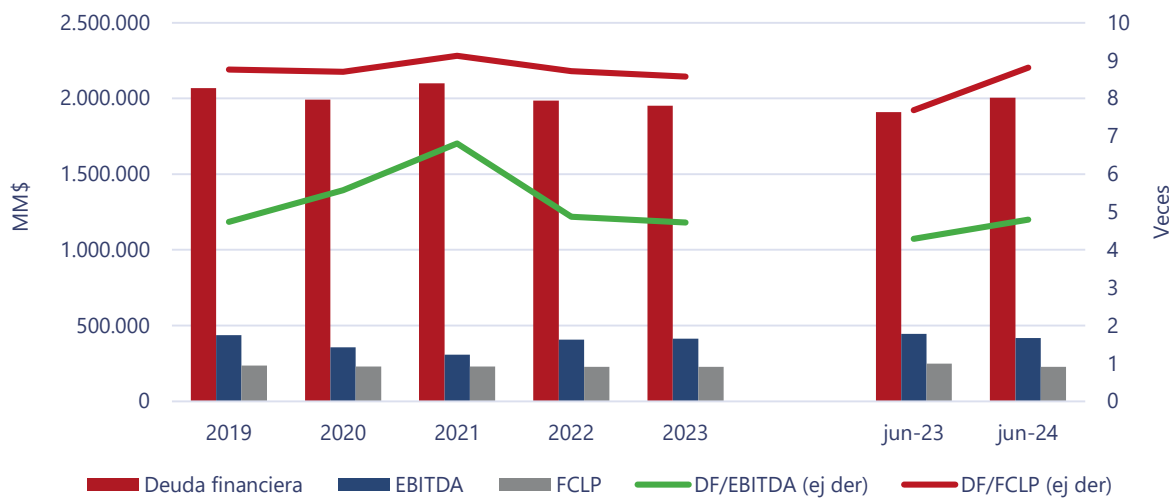


Ilustración 5: Evolución de la deuda financiera, FCLP y EBITDA

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 2025, 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.

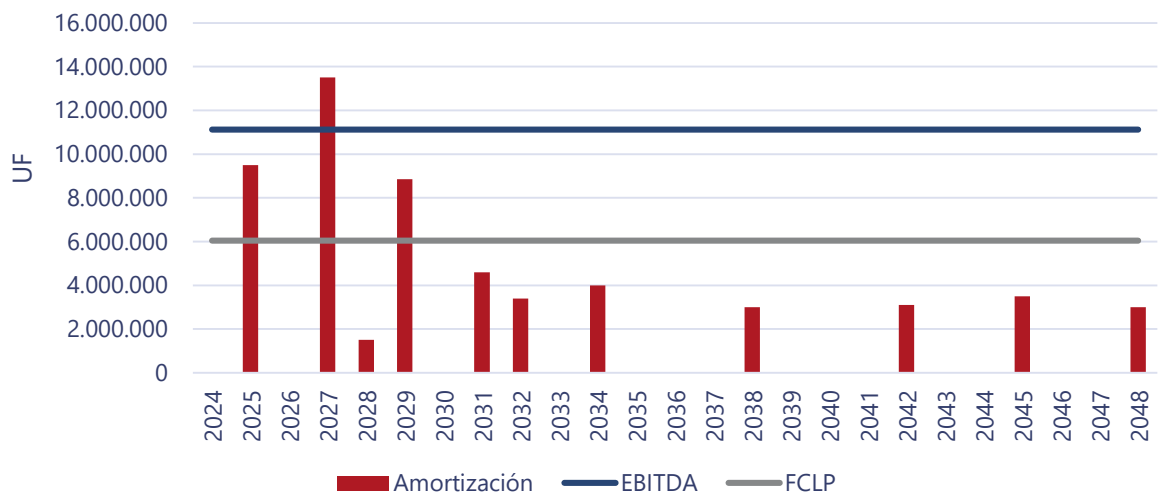


Ilustración 6: Perfil de vencimiento

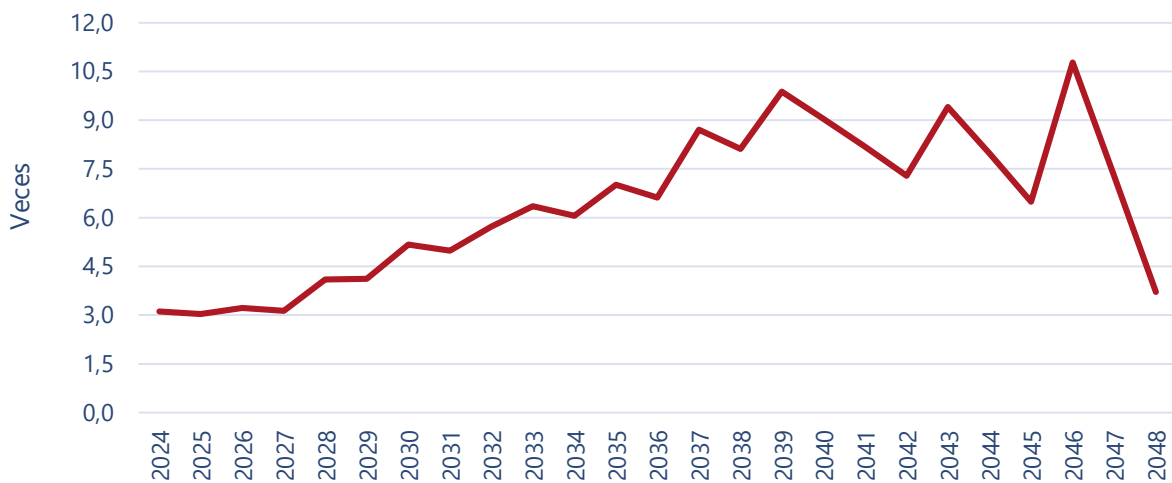


Ilustración 7: Índice de cobertura global

Índice 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 2024 alcanza las 3,12 veces, manteniéndose hasta el vencimiento de los bonos sobre la unidad. Adicionalmente, si se considera una valorización a perpetuidad en el indicador, este ratio alcanzaría un valor de 5,02 veces para el mismo periodo.

Liquidez

La razón circulante de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, en los últimos años se ha mantenido por sobre la unidad, a excepción de diciembre de 2022, donde alcanzó las 0,85 veces ya que se acercaba el vencimiento de un bono. Situación similar se vive a junio de 2024 presentando un indicador de 0,55 veces, explicado por el vencimiento de uno de sus bonos internacionales en enero del 2025. La evolución de la razón circulante de **Transelec** se presenta en la Ilustración 8.

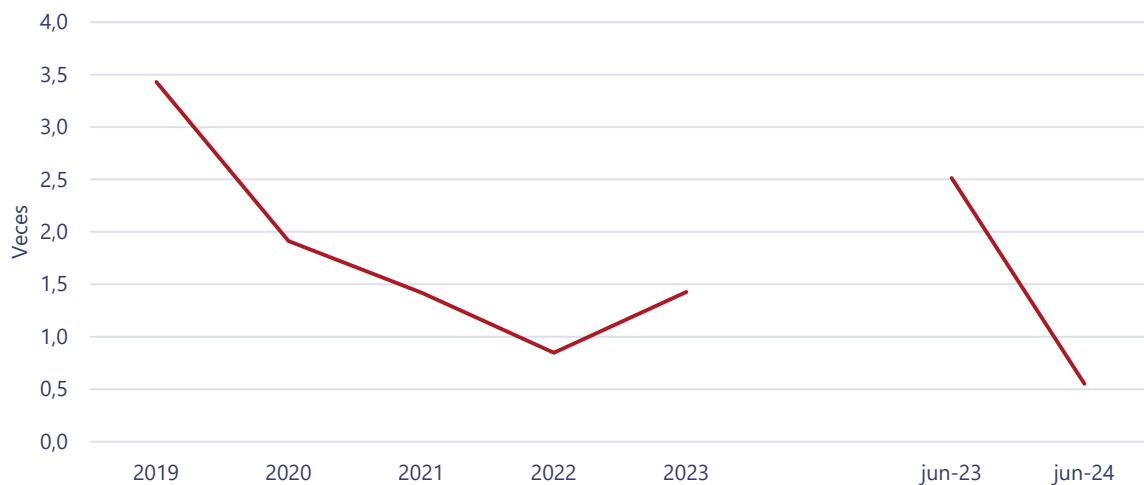


Ilustración 8: Liquidez

Rentabilidad⁴

Al cierre de 2023, la rentabilidad operacional fue de 14,51%, mostrando un aumento respecto a 2022, periodo en el cual alcanzó un 13,19%. A la misma fecha, la rentabilidad sobre el activo y sobre el patrimonio tuvieron un crecimiento frente al periodo anterior, siendo éstas de 5,24% y 18,43%, respectivamente. Durante el primer semestre de 2024, la rentabilidad operacional fue de un 15,3%, la rentabilidad sobre el activo de un 5,4% y la rentabilidad sobre el patrimonio de un 17,5%. La Ilustración 9 muestra la evolución de dichos indicadores.

⁴ 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

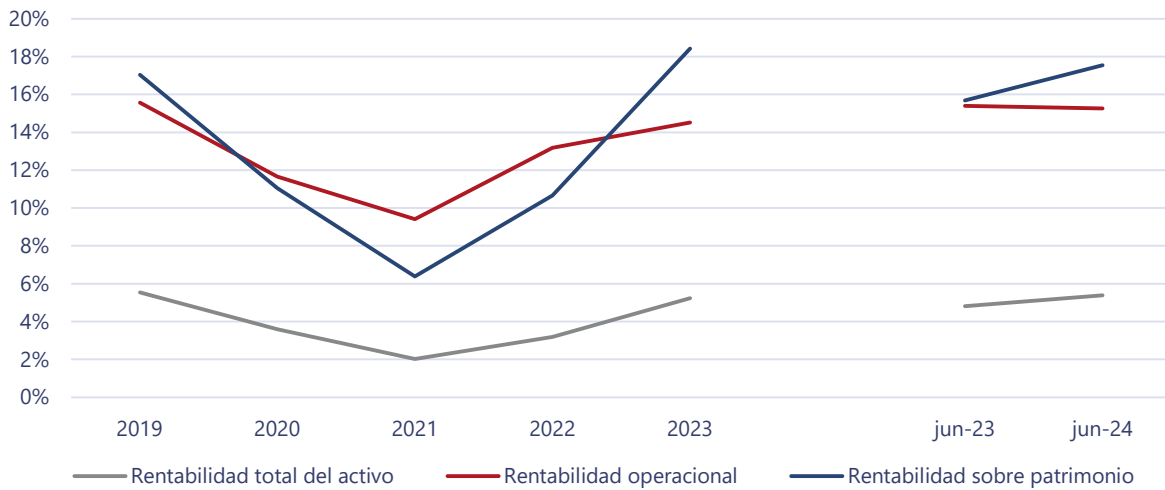
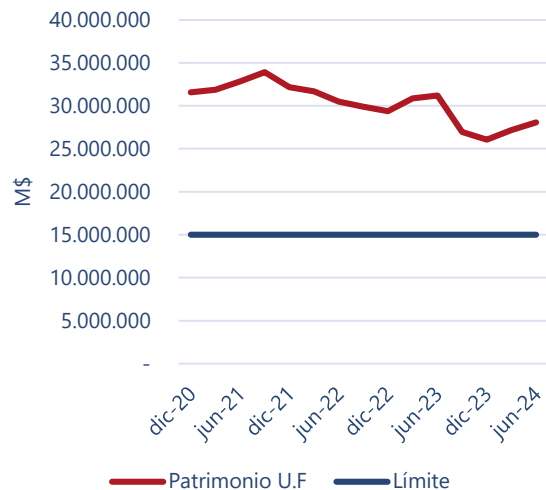
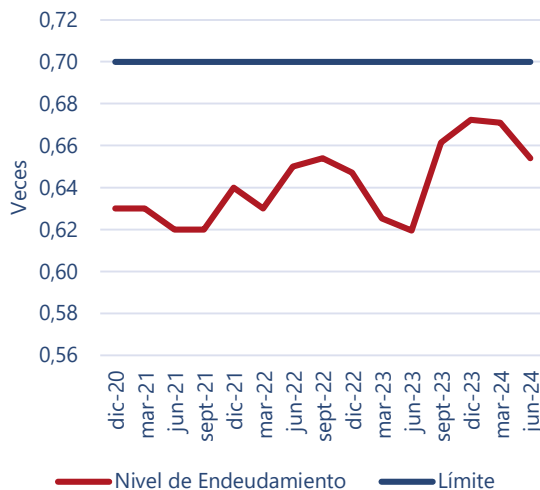


Ilustración 9: Rentabilidad

Covenants financieros

	Límite	Junio – 2024
Nivel de endeudamiento	No superior a 0,7 veces	0,65 veces
Patrimonio mínimo (LB 481 – LB 599)	UF 15.000.000	UF 28.074.627
Patrimonio mínimo (LB 744)	MM\$350.000	MM\$ 1.054.816
Flujo neto de la operación/Costos financieros	Mayor a 1,5 veces	4,94 veces
Ratio Deuda Neta ⁵	No superior a 7,0 veces	4,42



⁵ Covenant incluido en la emisión de los bonos serie V y X de abril de 2023.

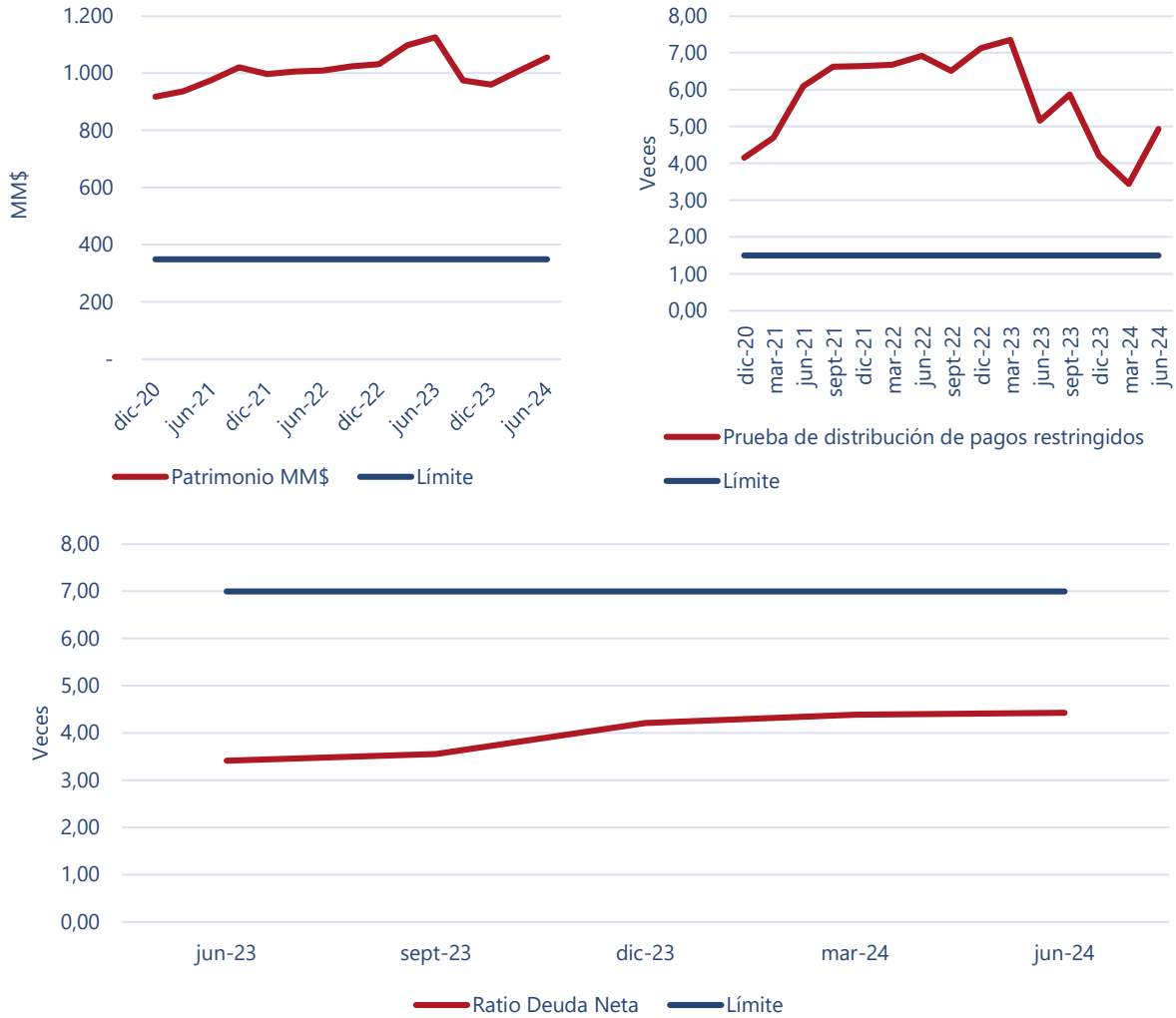


Ilustración 10: Covenants financieros

Ratios financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Liquidez (veces)	12,43	9,42	9,11	11,72	12,35	12,01
Razón Circulante (Veces)	3,43	1,91	1,42	0,85	1,43	0,55
Razón Ácida (veces)	3,43	1,91	1,42	0,85	1,42	0,55
Rotación de Inventarios (veces)	507,86	250,43	165,45	120,92	92,49	82,11
Promedio Días de Inventarios (días)	0,72	1,46	2,21	3,02	3,95	4,45
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,40	2,82	3,78	4,57	6,53	4,60
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	82,95	129,35	96,61	79,87	55,92	79,33
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	0,99	0,63	0,20	0,14	0,33	0,52
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	368,71	579,66	1.805,63	2.569,38	1.115,01	700,71
Diferencia de Días (días)	285,76	450,30	1.709,02	2.489,51	1.059,09	621,39
Ciclo Económico (días)	285,04	448,85	1.706,81	2.486,49	1.055,15	616,94

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Endeudamiento (veces)	0,68	0,67	0,69	0,71	0,72	0,71
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,08	2,07	2,25	2,44	2,62	2,40
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,04	0,07	0,12	0,33	0,10	0,25
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,74	5,58	6,81	4,88	4,72	4,80
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,18	0,15	0,21	0,21	0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	88,27%	83,32%	79,38%	75,92%	78,37%	81,08%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	1,55%	0,80%	1,32%	2,24%	0,03%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,61	1,74	1,17	1,93	3,00	3,33

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Margen Bruto (%)	76,72%	72,04%	71,19%	78,70%	79,73%	79,46%
Margen Neto (%)	37,14%	28,91%	19,47%	24,59%	38,14%	38,39%
Rotación del Activo (%)	14,66%	12,28%	10,02%	13,22%	14,22%	14,20%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,54%	3,59%	2,02%	3,20%	5,24%	5,40%
Inversión de Capital (%)	182,22%	188,97%	186,83%	193,82%	202,78%	194,34%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,43	2,96	3,22	-4,96	5,29	-2,27
Rentabilidad Operacional (%)	15,57%	11,66%	9,43%	13,19%	14,51%	15,26%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	17,03%	11,05%	6,40%	10,66%	18,43%	17,54%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	23,28%	27,96%	28,81%	21,30%	20,27%	20,54%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,12%	7,31%	8,56%	7,99%	7,51%	7,60%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	32,38%	24,73%	20,58%	30,66%	34,90%	32,84%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	85,84%	82,08%	80,47%	83,48%	84,39%	84,08%

Otros Ratios						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	31,27%	23,29%	25,22%	25,39%	28,89%	28,12%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,19%	1,13%	1,01%	0,88%	0,89%	0,88%
Capital sobre Patrimonio (%)	91,66%	86,93%	79,88%	77,17%	83,08%	75,39%

"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."