



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
instrumento**

Analista
Verónica Vargas Malebrán
Antonio Velásquez Herrera
Tel. (56-2) 433 5200
veronica.vargas@humphreys.cl
antonio.velasquez@humphreys.cl

Transelec S.A.

Noviembre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos a 10 años Línea de bonos a 30 años	A+ A+
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos: Líneas de bonos N° 480, N° 481, N° 598 y N° 599 Tendencia	A+ Estable
EEFF base	30 septiembre 2012

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción		
Plazo	10 años	30 años
Monto máximo de la línea	UF 20.000.000	UF 20.000.000
Moneda de emisión	UF, Pesos o Dólares	UF, Pesos o Dólares
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile	
Uso de fondos	Los fondos se destinarán a los fines generales del emisor, incluyendo el financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos del emisor y/o eventualmente de la sociedad matriz del emisor.	
<i>Covenants</i> financieros	-Deuda total / Capitalización total no mayor a 0,7 veces -Patrimonio mínimo consolidado de \$ 350.000 millones	
Prepago	El emisor podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los Bonos de cualquiera de las series o sub-series, salvo que se indique lo contrario en la respectiva Escritura Complementaria.	
Garantías	Las emisiones no contemplan garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor de acuerdo a los artículos 1.465 y 2.469 del Código Civil.	

Estado de Resultados Consolidado, IFRS

M\$	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Ingresos de Actividades Ordinarias	186.034.914	177.252.534	193.151.606	139.014.693	161.323.011
Costo de Ventas	-72.511.232	-68.582.055	-73.830.830	-53.003.982	-62.220.304
Gasto Administración y Ventas	-6.415.473	-8.217.673	-9.917.187	-5.930.118	-7.957.124
Resultado Operacional	107.108.209	100.452.806	109.403.589	80.080.593	91.145.583
Gastos Financieros	-59.577.282	-29.151.236	-31.416.973	-22.283.802	-27.350.706
Utilidad Neta	54.708.063	55.825.052	46.839.620	35.609.517	51.987.150
EBITDA	151.951.443	144.927.102	151.879.729	110.872.656	125.480.120

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS

M\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	30-09-2012
Activos Corrientes	180.370.023	79.312.345	154.709.063	120.605.616
Activos No Corrientes	1.632.025.599	1.676.932.713	1.786.268.594	1.821.683.925
Total Activos	1.812.395.622	1.756.245.058	1.940.977.657	1.942.289.541
Pasivos Corrientes	43.915.476	183.110.862	108.732.542	108.036.106
Pasivos No Corrientes	850.545.775	653.617.590	911.203.296	921.798.011
Total Pasivos	894.461.251	836.728.452	1.019.935.838	1.029.834.117
Patrimonio	917.934.371	919.516.606	921.041.819	912.455.424
Total Pasivos y Patrimonio	1.812.395.622	1.756.245.058	1.940.977.657	1.942.289.541
Deuda Financiera Total	852.269.753	786.795.438	869.661.101	882.625.643

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Transelec S.A. es una empresa de transmisión eléctrica que opera tanto en el Sistema Interconectado Central (SIC) como en el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) de Chile. Cuenta con aproximadamente 8.500 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV conectadas a 54 subestaciones en ambos sistemas, mientras que sus instalaciones de transformación poseen una capacidad total de 12.790 MVA.

En 2011, la empresa generó ingresos en torno a US\$ 372,0¹ millones y un EBITDA de US\$ 292,5 millones, de los cuales aproximadamente el 95% provienen del negocio de transmisión en el SIC, donde controlaba, a esa fecha, el 92% del total de las líneas de transmisión pertenecientes al sistema troncal. En el SING, en tanto, y

¹ Tipo De cambio usado: \$ 519,20/US\$.

a esa misma fecha, era propietaria del 78% de este tipo de líneas. Por su parte, en los nueve primeros meses de 2012, sus ingresos alcanzaron a US\$ 340,5 millones², con un EBITDA de US\$ 264,9 millones, mientras que su deuda financiera al 30 de septiembre de 2012 ascendía al equivalente de US\$ 1.863,0 millones, compuesta exclusivamente por bonos emitidos en Chile.

La clasificación de riesgo de los títulos de deuda emitidos por **Transelec** en “*Categoría A+*” se fundamenta principalmente en las características del negocio, con grandes economías de escala y un ambiente adecuadamente regulado, lo que genera características dentro de las cuales se distinguen elevados flujos de caja como porcentaje del ingreso y, paralelamente, una adecuada estabilidad de sus ingresos y de sus costos operacionales. En efecto, considerando que la transmisión eléctrica es intensiva en inversión, pero con una estructura de bajos costos operativos, los flujos netos generados por la operación representan un porcentaje importante de los ingresos del emisor (la razón EBITDA/ingresos se ha ubicado en el rango 80%-85% en los últimos años). Asimismo, la estabilidad de flujos se ve favorecida porque los ingresos de **Transelec** no dependen materialmente del volumen de energía transmitido, ya que en el caso de las instalaciones de transmisión troncal (57% de los ingresos) y en casi la totalidad de los sistemas adicionales, las tarifas remuneran el derecho a uso de sus instalaciones.

En consecuencia, si a la existencia de un marco regulatorio regido por criterios técnicos e institucionalmente sólido, se le suma la importancia de la industria energética para el desarrollo de la nación, se puede concluir que el riesgo propio de la actividad presenta una fuerte correlación con el riesgo general del país.

En forma complementaria se considera 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.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación que el plan de inversión de la compañía está distribuido en múltiples proyectos distintos (por lo tanto existe diversificación), enmarcados en el giro habitual de la sociedad. Además, las inversiones de carácter forzosas, 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 del emisor respecto a su generación anual de flujos, la baja diversidad de clientes y la exposición a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico como de exigencias ambientales, que podrían eventualmente 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).

² Tipo De cambio usado: \$ 473,77/US\$.

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*" porque en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

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, dentro de un contexto que implique planes de inversión que no comprometan significativamente sus flujos futuros.

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. En paralelo, se espera que no existan cambios regulatorios que acentúen los riesgos del negocio y/o que no se produzca un deterioro en la calidad crediticia de sus clientes.

Definición de Categoría de Riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"+" Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

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

Hechos Recientes

Resultados enero-septiembre de 2012

Entre enero y septiembre de 2012, los ingresos de **Transelec** llegaron a \$ 161.323 millones, lo que representa un crecimiento nominal de 16,1% respecto a igual período de 2011. Las ventas de peajes crecieron 12,8% hasta \$ 147.896 millones, en tanto que los trabajos y servicios lo hicieron en 70,4%, totalizando \$ 13.427 millones.

El costo de explotación, por su parte, llegó a \$ 62.220 millones, representando un crecimiento de 17,4% respecto a la cifra registrada en los primeros tres trimestres de 2011. Con esto, el margen de explotación llegó a \$ 99.103 millones, aumentando así en 15,2%. Entretanto, los gastos de administración y ventas crecieron un 34,2%, alcanzando \$ 7.957 millones, con lo que el resultado operacional llegó a \$ 91.145

millones, guarismo 13,8% superior al registrado entre enero y septiembre de 2011. El EBITDA, por su parte, aumentó en 13,2% a \$ 125.480 millones, crecimiento similar al observado en el resultado operacional.

Finalmente, y como resultado de la mejora en el resultado operacional y la disminución de la pérdida de las unidades de reajuste, la utilidad neta del período fue de \$ 51.987 millones, lo que significó un incremento de 46,0% respecto al período enero-septiembre de 2011.

Eventos recientes

El 27 de abril de 2012, en junta ordinaria de accionistas de la sociedad se aprobó la distribución como dividendo definitivo por el año 2011 de \$ 20.790 millones. Asimismo, se acordó distribuir un dividendo eventual con cargo a las utilidades retenidas de 2008 de \$ 41.149 millones, el que se pagará en tres cuotas durante el ejercicio 2012. En la misma junta se acordó renovar a los miembros del Directorio.

El 21 de noviembre de 2012, el directorio acordó la distribución de un dividendo provisorio con cargo al ejercicio 2012, ascendente a \$ 44.867 millones.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo de fecha 31/01/2012 en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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”