



**Nueva Transelec S.A.**

*Septiembre 2006*

<b>Categoría de Riesgo y Contacto<sup>1</sup></b>			
<b>Tipo de Instrumento</b>	<b>Categoría</b>	<b>Contactos</b>	
Bonos	A+	Socio Responsable Gerente a Cargo	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D.
Tendencia	<b>Estable</b>	Analista Teléfono	Tomás Escoda C. 56-2-204 7315
Otros Instrumentos	<b>No hay</b>	Fax Correo Electrónico	56-2-223 4937 <a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a>
EEFF base	30 de junio de 2006	Sitio Web	<a href="http://www.moodyschile.cl">www.moodyschile.cl</a>
		Tipo de Reseña	Nueva Emisión

**Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda**

Línea de bonos a 10 años	En proceso de inscripción
Línea de bonos a 25 años	En proceso de inscripción

Los siguientes EE.FF. corresponden a Transelec S.A.

<b>Estado de Resultados Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de \$ a Junio de 2006</b>	<b>Año 2002</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Junio 2006</b>
Ingreso Operacional	95.796.745	99.401.806	115.641.921	119.242.039	61.548.622
Costo Explotación	-26.559.798	-29.635.840	-34.038.534	-34.851.306	-17.968.330
Gasto Admin. y Venta	-3.301.124	-3.944.566	-4.926.432	-4.454.745	-2.309.727
Resultado Operacional	65.935.823	65.821.400	76.676.954	79.935.987	41.270.565
Resultado No Operacional	-45.968.819	-43.518.023	-41.372.492	-35.951.438	-9.784.358
Utilidad Neta	15.313.728	16.628.729	27.347.142	34.884.450	25.571.464

(\*) A Junio de 2006

**Balance General Consolidado**

<b>Cifras en Miles de \$ a Junio de 2006</b>	<b>Año 2002</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Junio 2006</b>
Activo Circulante	151.652.524	66.837.308	67.842.902	45.408.249	69.540.622
Activo Fijo	528.786.691	628.082.067	647.837.645	629.357.939	623.808.826
Otros Activos	242.044.228	190.859.932	168.350.965	133.298.615	128.430.968
<b>Total Activos</b>	<b>922.483.444</b>	<b>885.779.307</b>	<b>884.031.511</b>	<b>808.064.803</b>	<b>821.780.417</b>
Pasivo Circulante	26.662.844	28.634.506	24.505.004	47.181.125	146.453.733
Pasivo Largo Plazo	530.747.087	489.199.416	480.101.367	437.142.823	335.301.864
Interés Minoritario	0	2.009	1.964	1.706	1.694
Patrimonio	365.073.513	367.943.377	379.423.176	323.739.149	340.023.126
<b>Total Pasivos</b>	<b>922.483.444</b>	<b>885.779.307</b>	<b>884.031.511</b>	<b>808.064.803</b>	<b>821.780.417</b>

(\*) A Junio de 2006

<sup>1</sup> Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

**Nueva Transelec S.A.** es la empresa dueña del 99,9% de las acciones de Transelec S.A. y, según lo informado por la administración, adquirirá en el corto plazo 0,01% restante de la propiedad, constituyéndose como la continuadora legal de su filial. Actualmente el único activo relevante de Nueva Transelec S.A. son las acciones que posee de Transelec S.A.

Dado que **Nueva Transelec** no tiene actividad productiva y sus flujos provienen exclusivamente de aquéllos generados por **Transelec S.A.**, el presente informe se referirá al negocio y actividades de esta última empresa.

**Transelec S.A.** es una empresa del sector eléctrico –transmisión–, que opera en el Sistema Interconectado Central (SIC) y en el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING). Transelec posee 8.203 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de 66 kV a 500 kV. Las instalaciones de transformación de Transelec poseen una capacidad total de 10.192 MVA.

La empresa presenta ingresos en torno a US\$ 220 millones de dólares anuales, de los cuales aproximadamente el 91% provienen del negocio de transmisión en el sistema interconectado central. A la fecha la empresa presenta una deuda financiera de US\$ 855 millones la cual debiera incrementarse a US\$ 1.519 millones una vez realizada la colocación de la línea de bonos en proceso de inscripción.

Las fortalezas de Transelec S.A. que sirven como fundamentos para su clasificación (*Categoría A+*) son: i) demanda creciente y relativamente inelástica a períodos recesivos; ii) importancia del sector eléctrico para el desarrollo del país; iii) elevada capacidad para generar flujos netos de caja y; iv) experiencia del accionista operador.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída como consecuencia del nivel de endeudamiento del emisor, la baja diversidad de clientes y la exposición a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico como de exigencias ambientales. El proceso de evaluación también considera los riesgos asociado a la necesidad de reliquidar con efecto retroactivo los peajes cobrados a su cartera de clientes.

La perspectiva de la clasificación se califica como *Estable* por cuanto en el corto plazo, en nuestra opinión, 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 en la medida que la sociedad mejore la relación entre deuda financiera y capacidad anual de generación de flujos, ello dentro de un contexto que implique planes de inversión que no comprometan significativamente los flujos futuros de la sociedad

Asimismo, para la mantención de la clasificación, se hace necesario que el emisor no incremente de manera importante su endeudamiento relativo, no existan cambios regulatorio que deterioren los riesgos del negocio y/o se mantenga o mejore la calidad crediticia de sus clientes.

### Definición 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.

### **Oportunidades y Fortalezas**

*Fortaleza de la Demanda:* La operación del negocio presenta una demanda con crecimiento vigoroso y con baja sensibilidad a períodos de crisis económicas. En efecto, dentro del período 1996-2005 el Producto Interno Bruto nacional creció 41,4% mientras que la generación eléctrica del Sistema Interconectado Central (SIC) se incrementó en 67,9%. Por otra parte, durante el año 1999 – en donde la economía experimenta una baja en su producto - la generación del SIC crece 4,9%.

*Importancia del Sector Eléctrico:* El crecimiento económico 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 en el tiempo, 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 operativo.

*Capacidad de Generación de Flujos:* El negocio de transmisión es intensivo en inversión fija, pero de bajo costo operativo. Producto de esta situación, los ingresos se traducen efectivamente en disponibilidad de caja para el emisor. En la práctica, el Ebitda de la empresa representa aproximadamente el 86% del ingreso de explotación (a junio de 2006).

*Experiencia de Accionista Operador:* De los cuatro nuevos accionistas, Brookfield es quien manejará efectivamente la compañía. Esta entidad posee experiencia en el negocio con presencia en el sector eléctrico canadiense, americano y brasilero. Brookfield tiene una capitalización bursátil de US\$ 15.000 millones y maneja activos por US\$ 50.000 millones. Posee aproximadamente 140 instalaciones de generación, las cuales en total suman 3500 MW de capacidad instalada.

---

### **Factores de Riesgo**

*Concentración de Clientes:* alrededor del 75% de los ingresos provienen de Endesa y tres clientes representan aproximadamente el 70% de las ventas. Sin perjuicio de la exposición de la empresa a un grupo reducido de clientes, este riesgo se ve fuertemente atenuado por el hecho que los principales clientes presentan un nivel de solvencia al menos adecuado. Por otra parte, la insolvencia de los clientes, en este caso, no implicaría necesariamente una interrupción del servicio en el largo plazo (por el bajo riesgo operativo ya mencionado)

*Riesgo financiero:* La compañía presenta un nivel de endeudamiento bastante elevado con una relación deuda financiera sobre Ebitda de casi 5 veces, el cual con la nueva deuda se incrementaría a 8 veces. Con todo, se debe tener en consideración la estabilidad de los flujos del emisor, situación que favorece un mayor endeudamiento debido a la mayor factibilidad de estructurar deudas de largo plazo o de refinanciar los pasivos si fuere necesario.

*Reliquidación de Peajes de Periodo Transitorio:* Las tarifas que Transelec está cobrando a sus clientes no se han ajustado aun a la normativa actualmente vigente, las cuales están siendo determinada por una consultora independiente. Una vez determinado los precios de transmisión, éstos se aplicarán con efecto retroactivo, pudiendo implicar desembolsos no previstos por el emisor (quien está operando bajo el supuesto de una reliquidación positiva)

*Leyes y Normativas Regulatorias:* Considerando las regulaciones específicas que afectan al sector eléctrico, el emisor no está inmune a los posibles cambios que pudiere experimentar la legislación sectorial, Asimismo, la ejecución de los nuevos proyectos debe someterse a normas medio-ambientalista que pudieren incrementar sus niveles de exigencia a través del tiempo. No obstante, se tiene como atenuante que las legislaciones sectoriales del país han tendido a ser analizadas y modificadas bajo criterios técnicos.

---

## **Antecedentes Generales**

### **Historia**

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

Estas entidades estatales llevaron a cabo el Plan de Electrificación en todo el territorio nacional, construyendo centrales generadoras y líneas de transmisión inicialmente en regiones. Con el tiempo, estas líneas se entrelazaron hasta conformar el actual Sistema Interconectado Central de Chile como asimismo otros sistemas aislados.

Con la privatización y reestructuración del sector eléctrico chileno en la década de los ochenta, la diferente naturaleza de los negocios de generación, transmisión y distribución se hizo evidente. En 1993, la Empresa Nacional de Electricidad S.A. creó como filial la Compañía Nacional de Transmisión Eléctrica S.A., dedicada exclusivamente al transporte de energía eléctrica.

En el año 2000, se formó HQI Transelec Chile S.A., filial del grupo Hydro-Québec, con el propósito de comprar el capital accionario de Compañía Nacional de Transmisión Eléctrica S.A. Una vez adquirido el cien por cien de las acciones, HQI Transelec Chile S.A. absorbió la Compañía Nacional de Transmisión Eléctrica S.A. y se transformó en su continuadora para todos los efectos legales.

En abril de 2003, la Corporación Financiera Internacional -conocida por sus siglas en inglés como IFC-, filial del Banco Mundial, ingresó a la propiedad de Transelec detentando un 8% del capital.

Asimismo, en mayo de 2003, HQI Transelec Chile S.A. formó su filial HQI Transelec Norte S.A. -conocida como Transelec Norte- con el objeto de adquirir instalaciones de transmisión de electricidad en el Sistema Interconectado del Norte Grande, SING.

Finalmente, el 30 de junio de 2006 el consorcio liderado por Brookfield Asset Management e integrado además por Canada Pension Plan Investment Board, British Columbia Investment Management Corporation y Public Service Pension Investment Board adquirió el 100% de la propiedad de Transelec.

### **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 objeto que las centrales generadoras, tanto nacionales como extranjeras, puedan transmitir la energía eléctrica que producen y llegar hasta sus centros de consumo.
- Además, Transelec presta servicios de consultoría en las especialidades de la ingeniería y de la gestión de empresas relacionadas con su objeto exclusivo y desarrolla otras actividades comerciales e industriales que se relacionen con el aprovechamiento de la infraestructura destinada a la transmisión eléctrica.

Con todo, 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.



## Propiedad

NOMBRE DE ACCIONISTAS	PARTICIPACIÓN
Rentas Eléctricas III Ltda.	99,99%
Rentas Eléctricas II Ltda.	0,01%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

Estas sociedades son vehículos de inversión, a los cuales se suman Rentas Electricas I y II, las cuales son controladas por Holdco I. A su vez la propiedad de Holdco I, esta conformada por 4 empresas, las cuales son efectivamente quienes tienen la propiedad de Transelec. Estas empresas son:

NOMBRE DE ACCIONISTAS	PARTICIPACIÓN
Brookfield Asset Management (BAM)	27,30%
Canadian Pension Plan Investment Board (CPP)	27,30%
British Columbia Investment Management Corp (bcIMC)	27,30%
Public Sector Pension Investment Board (PSP)	18,105
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

BAM es una compañía cuyo objeto es la administración de activos. Tiene US\$ 50 billones invertidos en áreas como propiedades inmobiliarias, manejo de fondos y energía. (calificada en Baa3 por Moody's)

CPP maneja C\$<sup>2</sup> 100 billones en activos en representación del plan de pensiones canadiense establecido para todos los canadienses. Esta compañía tiene un mandato explícito para incrementar su portafolio de inversiones en infraestructura.

BcIMC es una compañía dedicada a la administración de inversiones. Tiene cerca de C\$ 75 billones en 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.

PSP ha invertido C\$ 28 billones en representación de los fondos de pensiones de las fuerzas armadas y de la policía canadiense.

## Antecedentes del Mercado

### El sector eléctrico chileno

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres sub-sectores:

#### ➤ Generación

Se organiza en torno a 4 grandes redes

- *Sistema Interconectado del Norte Grande (SING)*: abarca la primera y la segunda región. Consta de 6 empresas. La generación es en casi 100% termoeléctrica. En este sistema opera Transelec a través de su filial Transelec Norte.
- *Sistema Interconectado Central (SIC)*: desde Taltal hasta la Décima Región. Operan 20 empresas. La generación es aproximadamente 60% hidroeléctrica y 40% termoeléctrica. En este sistema opera Transelec.

<sup>2</sup> Dolares Canadienses (US\$ 1 = C\$ 1,12)

- *Sistema de Aysén:* Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 64% termoeléctrica, 28% hidroeléctrica y 8% eólica.
- *Sistema de Magallanes:* Una sola empresa (EDELMAG S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 100% termoeléctrica.

### ➤ **Transmisión**

El sistema de transmisión corresponde al conjunto de líneas, subestaciones y equipos destinados al transporte de electricidad desde los puntos de producción (generadores) hasta los centros de consumo o distribución. En Chile se considera como transmisión a toda línea o subestación con un voltaje o tensión superior a 23.000 Volts (V). Por Ley, las tensiones menores se consideran como distribución. La transmisión es de libre acceso para los generadores, es decir, estos pueden imponer servidumbre de paso sobre la capacidad disponible de transmisión mediante el pago de peajes.

Dada las modificaciones incorporadas por la ley 19.940 de Marzo de 2004 a la Ley General de Servicio Eléctricos, el transporte de electricidad por sistemas de transmisión troncal y sistemas de sub-transmisión es servicio público eléctrico, por tanto el transmisor tiene obligación de servicio, siendo responsabilidad de éste el invertir en nuevas líneas o en ampliaciones de las mismas. En el sistema de transmisión se puede distinguir el sistema troncal (conjunto de líneas y subestaciones que configuran el mercado común) y los sistemas de sub-transmisión (que son aquellos que permiten retirar la energía desde el sistema troncal hacia los distintos puntos de consumo locales).

La coordinación de la operación de las centrales generadoras y las líneas de transmisión, es efectuada en cada sistema eléctrico por los Centros de Despacho Económico de Carga (CDEC). Estos organismos no poseen personalidad jurídica y están constituidos por las principales empresas generadoras y transmisoras de cada sistema eléctrico.

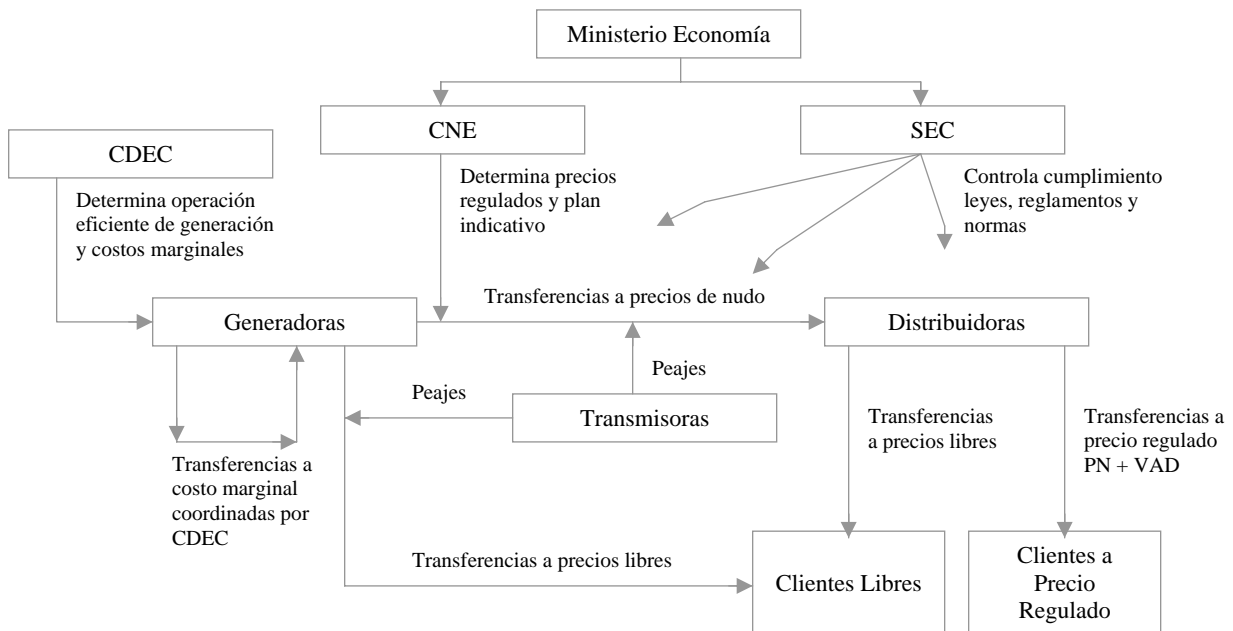
### ➤ **Distribución**

Los sistemas de distribución están constituidos por las líneas, subestaciones y equipos que permiten prestar el servicio de distribuir la electricidad hasta los consumidores finales, localizados en cierta zona geográfica explícitamente limitada. Las empresas de distribución operan bajo un régimen de concesión de servicio público de distribución, con obligación de servicio y con tarifas reguladas para el suministro a clientes regulados.

Las compañías distribuidoras compran electricidad a las generadoras al denominado “precio de nudo”, el cual es determinado por la autoridad, con el fin de venderla a los consumidores de su área de concesión.

Los precios regulados corresponden a la suma del precio nudo más el valor agregado de distribución (VAD).

### Operación Sistema Eléctrico Chileno



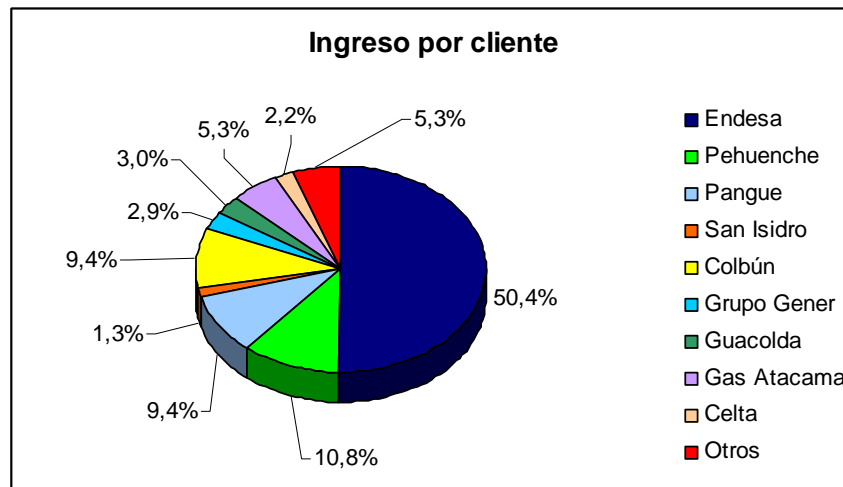
CDEC: Centro de Despacho Económico de Carga  
 CNE: Comisión Nacional de Energía  
 SEC: Superintendencia de Electricidad y Combustibles

### **Cientes**

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

Los ingresos por cliente del año 2005 fueron:





En conjunto, los ingresos provenientes del grupo Endesa representan el 74,1% (Endesa, Pehuenche, Pangue, San Isidro y Celta). Transelec tiene contratos con Endesa, pero en la práctica las tarifas que paga Endesa son reguladas.

### Activos

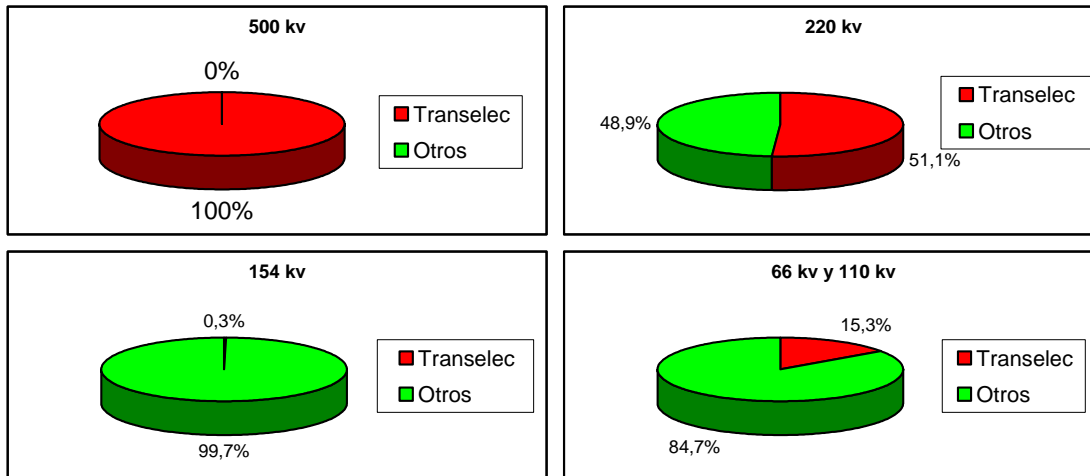
Transelec es la empresa propietaria y operadora de la gran mayoría de las instalaciones de transmisión eléctrica que conforman el Sistema Interconectado Central, SIC, como asimismo de una fracción del Sistema Interconectado del Norte Grande, SING. En el SING, el sistema de transmisión de la empresa se extiende desde la ciudad de Arica hasta la ciudad de Antofagasta, cubriendo un total de 700 kilómetros. En el SIC, las instalaciones de la empresa abarcan un total de 2.200 kilómetros desde la localidad de Paposo en la II Región hasta Chiloé en la X Región. En total, Transelec posee 8.203 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de 66 kV a 500 kV. Las instalaciones de transformación de Transelec poseen una capacidad total de 10.192 MVA.

La empresa se encuentra dividida regionalmente en seis Administraciones Regionales que son Antofagasta, Coquimbo, Metropolitana, Maule, Biobío y Araucanía. Estas Administraciones tienen 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 SIC y SING. Entre éstas, se destacan aquellas instalaciones de tipo troncal con voltajes iguales o superiores a 154 kV. En este ámbito, la empresa posee el 100% de las líneas de 500 kV, el 51,1% de las líneas de 220 kV. De este modo, Transelec se posiciona como la empresa transmisora más importante a nivel nacional.

La empresa cuenta con 51 subestaciones ubicadas en ambos sistemas interconectados que transforman la electricidad transportada en altas tensiones a bajas tensiones para su distribución en las ciudades. La capacidad total de transformación de Transelec alcanza los 10.192 MVA.

-Participación de Transelec en el mercado de líneas de transmisión por tipo de línea:





## Regulaciones

La empresa se desenvuelve en un mercado altamente regulado. La clara diferenciación entre generadoras, transmisoras y distribuidoras ha hecho necesario la intervención de la autoridad a través de distintas leyes. Las regulaciones básicas que rigen el mercado son:

- **Ley General de Servicios Eléctricos, de 1983. También conocido como DFL1:** regula el sector, pero que ha sido objeto de actualizaciones a través de las llamadas “leyes cortas”.

- **Ley Corta 1:** introdujo cambios entre los que destacan una nueva forma de determinar y asignar los peajes de transmisión, la incorporación del mercado de servicios complementarios para conferir mayor seguridad a los servicios eléctricos.

- **Ley Corta 2:** debido a que la ley anterior no logró generar una política de inversiones adecuada en el sector, se promulgó la ley corta 2, la cual además pretende enfrentar los efectos de la escasez de gas natural en el sistema. Básicamente se introdujeron 2 modificaciones:

- **Flexibilizar la banda de precios de nudo:** La banda relaciona los precios nudos teóricos, fijados cada seis meses, con los precios libremente pactados entre los agentes del mercado. Esta banda obligaba que los precios nudos no difirieran en  $\pm 5\%$  de los precios libres. Sin embargo, como estos último no reflejaban los verdaderos costos del sistema, por haber sido convenidos en su mayoría con anterioridad a que se manifestara los problemas de abastecimiento de gas natural, mantenían un precio nudo deprimido pese al incremento en los costos de generación, Dado ello, se amplió la banda de precio a  $\pm 30\%$  de manera de aumentar los precios regulados y reflejar los verdaderos costos del sistema.
- **Contratos de largo plazo a precios fijos:** Ahora las empresas distribuidoras (clientes regulados) deberán licitar el suministro necesario para abastecer a sus clientes, de modo que la suma de los contratos resultantes puedan satisfacer la demanda por tres años. Esto busca crear relaciones de largo plazo entre generadores y distribuidores, lo cual incentiva a los generadores a invertir en fuentes de generación.

Cabe mencionar también las regulaciones medioambientales a la que está sujeta la empresa. La ley 19.300: Bases generales del medio ambiente, del año 1994; establece que los proyectos de inversión, entre ellos las centrales de generación eléctrica y las líneas de transmisión, deben realizar un estudio de impacto ambiental antes de poder construirse.

---

*Importancia de las nuevas leyes para Transelec*

Antiguamente, para calcular las tarifas, la ley establecía áreas de influencia para los participantes del sector eléctrico chileno, principalmente las generadoras. Cada generadora tenía un área de influencia determinada y todas las operaciones de inyección y retiros de energía en esa área estaban sujeta a los que se llama el peaje básico. Este peaje se calculaba como un todo por la empresa de transmisión y luego se prorrateaba según el uso que hicieran las generadoras. Las empresas generadoras podían actuar también fuera de su área de influencia pagando el “peaje adicional”. Además existía el concepto de “ingreso tarifario”. Este es el ingreso que generaría la transmisora en un mercado competitivo cobrando el costo marginal, que es menor al costo medio en este caso. Como la empresa no cubriría sus costos medios de largo plazo, quebraría, y debido a esto es que se establecen los peajes.

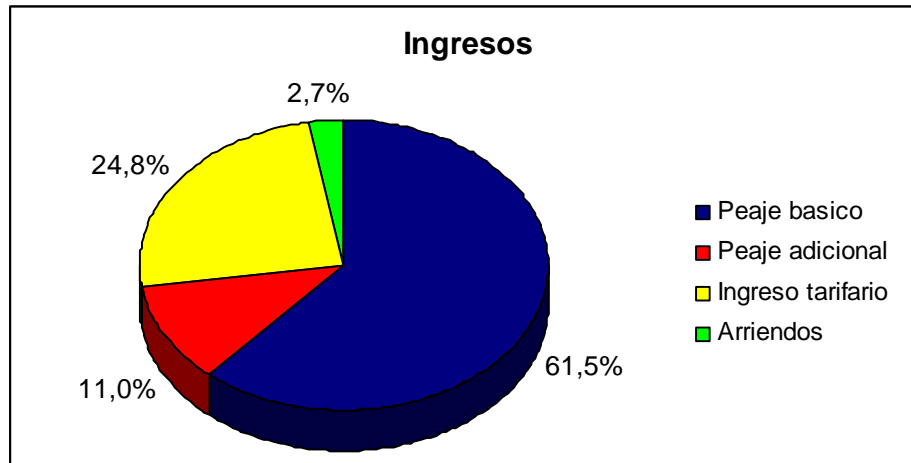
Debido a las continuas disputas acerca de las áreas de influencia, la ley corta estableció los llamados sistemas troncales, subtroncales y adicionales. Los sistemas troncales son aquellas áreas comunes para los distintos actores del sector eléctrico, la columna vertebral del sistema. Los sistemas de subtransmisión son aquellos que permiten retirar la energía del sistema troncal para derivarla a los sistemas locales. Los adicionales son aquellos dedicados a un solo cliente en particular.

La ley corta establece un sistema de determinación de peajes de transmisión para los distintos sistemas, lo cual reduce la incertidumbre como consecuencia de un marco regulatorio más definido.

Las tarifas deben ser calculadas cada cuatro años por una empresa especializada sobre la base de valores de inversión (VI, con una anualidad calculada a una tasa de descuento del 10%), más los costos de operación, mantenimiento y administración (COMA), para los sistemas troncales y subtroncales. Las tarifas de los sistemas adicionales serán acordadas entre las partes.

Por el momento, aunque la ley empezó a regir en Marzo de 2004, aun no se aplica ya que el estudio de tarifas no ha sido finalizado. Se sigue con el sistema antiguo hasta que se decreten las nuevas tarifas, las cuales serán retroactivas a Marzo de 2004, por lo que habrá que hacer una reliquidación de los pagos entre las generadoras y Transelec.

A continuación se presenta la composición de los ingresos de Transelec para el año 2005:





## Inversiones

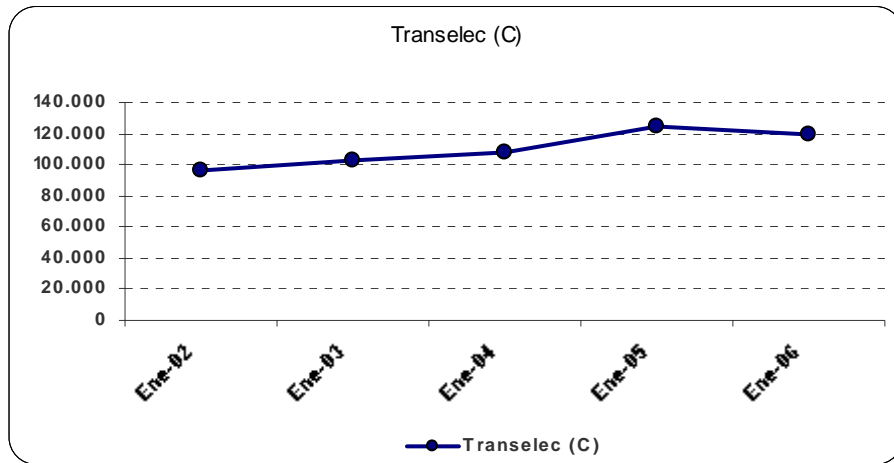
Clase	Proyecto	Inversión (M US\$)	Estado	Puesta en Servicio
Estudios	Estudios preliminares varios proyectos	540	-	-
Obras nuevas de construcción inmediata	Instalación equipo de compensación estática de reactivos en S/E Puerto Montt	1.114	En construcción	16-Jul-2007
Obras de ampliación de construcción inmediata	Energización en 500 kv del tramo Alto Jahuel - Polpaico	180	En construcción	05-Jun-2008
	Ampliación línea 154 kv Itahue - San Fernando	105	En licitación	31-Oct-2007
	Seccionamiento de líneas 220 kv Temuco-Los Ciruelos y Temuco-Puerto Montt en S/E Nueva Cautín	872	En construcción	30-Sep-2006
	Seccionamiento de línea 220 kv Nueva Temuco-Puerto Montt en S/E Valdivia	131	En construcción	30-Sep-2006
	Seccionamiento de línea 154 kv Itahue-Alto Jahuel en S/E Punta Cortes	2.624	En servicio	31-Dic-2005
	Ampliación barras 220 kv en S/E Charrúa	105	En construcción	30-Abr-2008
Obras convenio Endesa	Ampliación 500 kv del SIT por Ralco	5.497	En servicio	19-Jul-2004
	Refuerzo sistema 154 kv Ancoa-Itahue	330	En servicio	01-Feb-2004
	Nueva Línea 1 x 220 kv Charrúa-Chillán	6.439	En construcción	29-Ene-2006
Obras de explotación	Paño el Refugio en S/E Cardones (Guacolda)	494	En servicio	17-Ene-2005
	Banco de transf 126 MVA S/E/ Cardones	1.315	En servicio	24-Abr-2005
	Ampliación capacidad transformación S/E P. Azucar	1.048	En construcción	15-Abr-2006
	Otras obras y proyectos	818	En construcción	2006
<b>Total obras VI</b>		<b>21.612</b>		
Obras no- VI del SIC		9.395		
Obras no- VI del SING		4.274		
<b>Total inversiones</b>		<b>35.281</b>		

**Resultados a Diciembre 2005 y Junio 2006<sup>3</sup>**

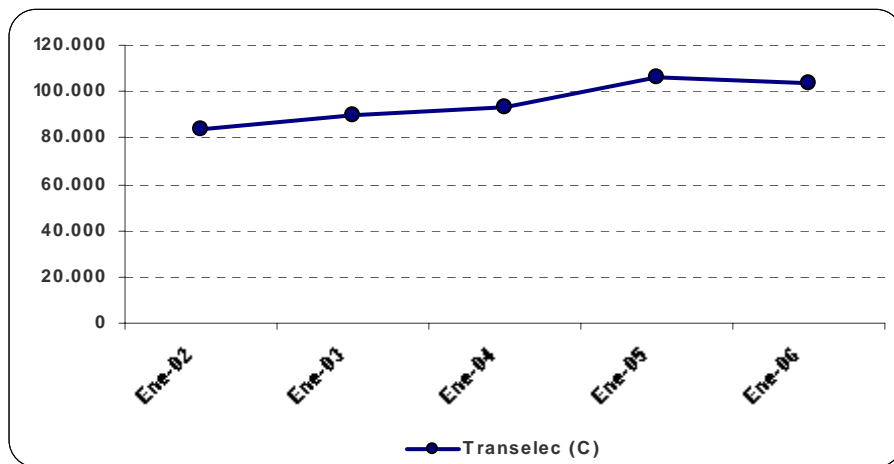
El resultado de explotación de 2005 fue 4% superior al de 2004 (resultados a diciembre), llegando a \$ 81.117 millones, impulsado por el aumento en ventas de 3% registrado en el mismo periodo.

La tendencia en el aumento de ventas se ha revertido a junio, en donde el resultado de explotación ha disminuido 3% con respecto a junio de 2005, a causa de un descenso de 3% de las ventas en el mismo periodo.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución en ventas de la empresa:

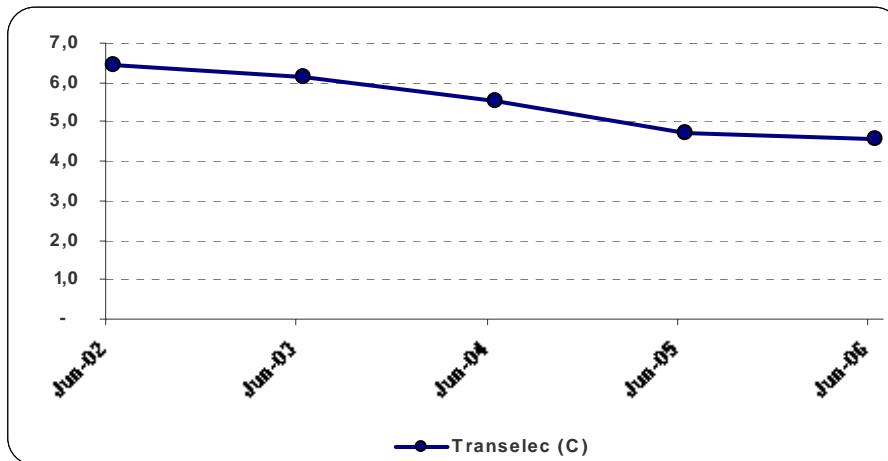


Por su parte, el Ebitda de la empresa se ubica en torno a los \$ 103.599 millones (medido en años móviles a junio de 2006).



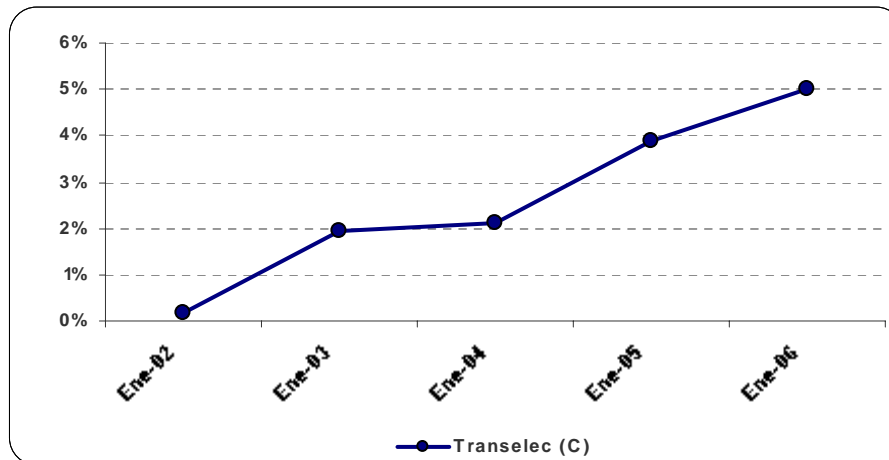
<sup>3</sup> Todas las cifras posteriores en moneda a junio de 2006. Los gráficos corresponden a años móviles.

En tanto, la empresa ha logrado reducir la deuda financiera. A junio de 2006, esta es de \$ 461.763 millones, luego de que en junio de 2005, la deuda alcanzara un valor de \$ 495.739 millones. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).



Cabe notar que con la nueva deuda, la deuda alcanzaría un valor de aproximadamente \$ 820.000 millones, con lo que el período de pago de la deuda financiera de la empresa llegaría a ocho..

En el siguiente gráfico se puede apreciar la rentabilidad de los activos (Utilidad final / Total de activos)



Por último, el resultado neto del año 2005 fue de \$ 35.400 millones, un 28% mayor que el registrado el año 2004. A junio de 2006, el resultado fue de \$ 25.949 millones, un 35% mejor que el registrado a junio de 2005.

## Deuda

### Bonos

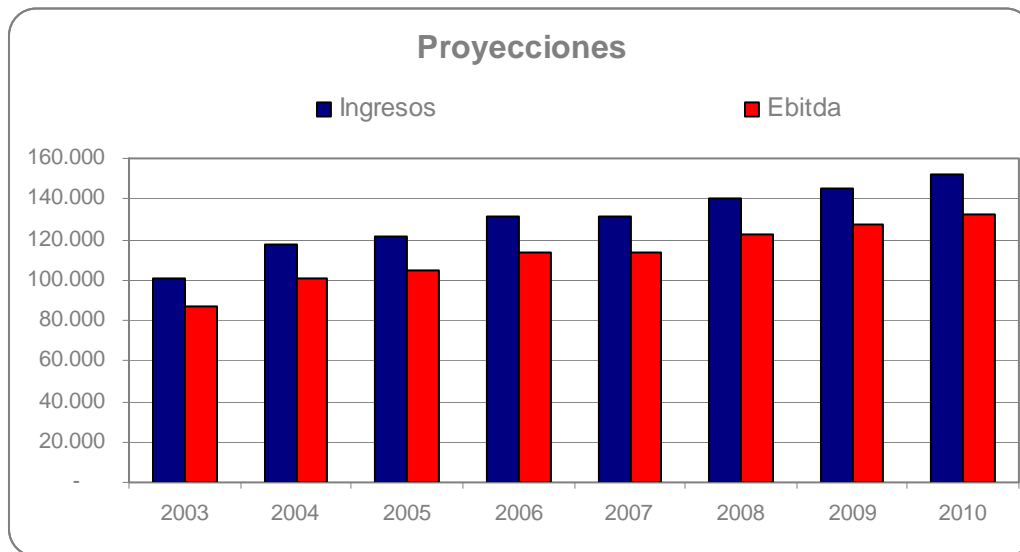
Actualmente Nueva Transelec tiene dos líneas de bonos en proceso de inscripción. Una de ellas es a 10 años y la otra es a 25 años. Ambas son por un monto de UF 19,5 millones. Cabe consignar eso si que el emisor se obliga a no colocar instrumentos por más de UF 19,5 millones entre ambas líneas en conjunto.

El plan financiero contempla la siguiente estructura de deuda:

- US\$ 250 millones en bonos locales al 2013, denominados en UF, bullet, tasa de 4,68%
- US\$ 150 millones en bonos locales al 2027, denominados en UF, amortización después del 2013, tasa de 4,95%
- US\$ 100 millones en deuda bancaria al 2012, denominada en UF, bullet, tasa de 3,1%
- US\$ 100 millones en bonos privados al 2016, denominados en US\$, bullet, tasa de 5,55%

## Proyecciones

Las siguientes son las proyecciones de la empresa para el nivel de ingresos y el Ebitda. Como se aprecia se espera que para el año 2010 los ingresos alcancen aproximadamente los \$ 152.000 millones, y el Ebitda alcance aproximadamente los \$ 133.000 millones. La tendencia pronostica un crecimiento en promedio de 5% para los dos indicadores, lo cual es consistente y conservador con lo observado en los últimos cuatro años en el que el crecimiento promedio ha sido de 5%.



*“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”.*







### Anexo: Indicadores<sup>4</sup>

	Jun-03	Sep-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Mar-06	Jun-06
<b>1.- LIQUIDEZ</b>													
Liquidez (veces)	9,96	9,23	9,22	9,01	9,32	9,70	9,44	9,43	8,99	9,37	9,83	10,02	10,31
Razón Circulante (Veces)	6,16	5,35	4,44	3,62	2,71	2,57	2,70	2,95	3,39	3,42	2,60	1,12	0,71
Razón Circ. (s/Cx/a a Emp. Relac.) (veces)	5,86	5,13	4,29	3,55	2,65	2,50	2,63	2,89	3,34	3,38	2,58	1,12	0,71
Razón Ácida (veces)	6,14	5,33	4,42	3,61	2,70	2,56	2,68	2,93	3,37	3,40	2,59	1,11	0,70
Rotación de Inventarios (veces)	118,98	133,85	148,75	177,62	214,61	242,43	264,23	279,52	300,80	285,30	270,25	263,99	258,30
Promedio Días de Inventarios (días)	3,07	2,73	2,45	2,05	1,70	1,51	1,38	1,31	1,21	1,28	1,35	1,38	1,41
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,35	6,93	6,36	6,37	6,81	7,36	7,69	7,74	7,48	7,22	8,22	9,34	10,01
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	49,63	52,70	57,36	57,33	53,63	49,59	47,45	47,16	48,77	50,52	44,40	39,10	36,46
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,43	2,25	2,36	2,49	2,48	2,88	3,08	3,25	3,86	3,98	3,31	3,68	2,12
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	150,06	162,50	154,91	146,78	147,12	126,81	118,36	112,27	94,63	91,72	110,33	99,15	172,40
Diferencia de Días (días)	100,43	109,80	97,55	89,45	93,48	77,21	70,91	65,11	45,87	41,19	65,94	60,05	135,94
Ciclo Económico (días)	-97,37	-107,07	-95,10	-87,39	-91,78	-75,71	-69,53	-63,80	-44,65	-39,92	-64,58	-58,67	-134,52
<b>2.- ENDEUDAMIENTO</b>													
Endeudamiento (veces)	0,60	0,60	0,60	0,59	0,59	0,59	0,58	0,58	0,57	0,57	0,58	0,58	0,59
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,53	1,50	1,47	1,45	1,43	1,42	1,40	1,40	1,35	1,32	1,42	1,41	1,43
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,16	0,25
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	6,14	6,08	6,13	5,95	5,55	5,35	5,08	4,86	4,73	4,70	4,67	4,64	4,58
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,16	0,16	0,16	0,17	0,18	0,19	0,20	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22	0,22
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	97,4%	97,2%	97,0%	97,0%	97,0%	97,1%	97,3%	97,2%	97,3%	97,3%	97,3%	96,8%	96,0%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Veces que se gana el Interés (veces)	0,57	0,64	0,56	0,52	0,69	0,83	1,00	1,16	1,17	1,17	1,20	1,22	1,47
<b>3.- RENTABILIDAD</b>													
Margen Bruto (%)	73,3%	71,7%	70,2%	69,2%	69,9%	70,5%	70,6%	70,9%	70,3%	70,4%	70,8%	70,7%	70,8%
Margen Neto (%)	17,6%	19,2%	16,7%	14,2%	17,6%	20,1%	23,6%	27,6%	27,9%	28,2%	29,3%	29,7%	35,5%
Rotación del Activo (%) *	11,0%	11,1%	11,0%	11,2%	12,0%	12,4%	13,0%	13,5%	13,9%	13,7%	13,8%	14,0%	14,1%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	1,9%	2,1%	1,8%	1,6%	2,1%	2,5%	3,1%	3,7%	3,9%	3,9%	4,0%	4,2%	5,0%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,9%	2,1%	1,8%	1,6%	2,1%	2,5%	3,1%	3,7%	3,9%	3,9%	4,0%	4,2%	5,0%
Inversión de Capital (%)	1,46	1,52	1,59	1,66	1,73	1,74	1,74	1,73	1,71	1,69	1,74	1,81	1,84
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	0,78	0,91	1,11	1,53	2,47	2,89	2,93	2,69	2,28	2,00	2,42	14,94	-4,07
Rentabilidad Operacional (%)	10,3%	10,0%	9,4%	9,4%	10,1%	10,3%	10,8%	11,2%	11,2%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	4,9%	5,3%	4,5%	3,9%	5,1%	6,0%	7,4%	8,9%	9,1%	9,5%	10,0%	12,2%	12,2%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	10,0%	10,8%	10,9%	11,1%	10,7%	10,3%	10,6%	10,6%	11,1%	10,7%	10,2%	10,0%	9,7%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	26,7%	28,3%	29,8%	30,8%	30,1%	29,5%	29,4%	29,1%	29,7%	29,6%	29,2%	29,3%	29,2%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	3,3%	3,4%	4,0%	3,8%	3,9%	4,5%	4,3%	4,5%	4,4%	4,0%	3,7%	3,6%	3,8%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	19,5%	19,0%	18,0%	18,0%	19,2%	19,8%	20,6%	21,3%	21,5%	21,1%	21,9%	22,6%	23,0%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	87,3%	86,5%	85,9%	85,8%	86,1%	85,9%	85,8%	85,5%	85,0%	86,0%	86,7%	87,0%	87,1%
<b>4.- OTROS INDICADORES</b>													
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	23,7%	20,3%	16,9%	13,5%	12,5%	11,4%	10,5%	9,4%	7,7%	5,9%	3,9%	1,5%	0,7%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capital sobre Patrimonio (%)	95,9%	95,6%	95,4%	95,6%	95,5%	94,9%	94,2%	93,2%	92,7%	92,2%	93,1%	94,6%	94,0%

<sup>4</sup> Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)