

Transelec S.A.
Enero 2010

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos	A+	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	Estable	Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	José Ramón Aboitiz 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	Septiembre 2009	Tipo de Reseña	Informe Anual

Estado de Resultados Consolidado (Fecu Móvil)				
(Miles de Pesos)	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Ingreso Operacional	138.093.546	178.685.076	174.020.094	177.304.834
Costo explotación	-53.957.427	-58.431.256	-62.879.374	-64.309.353
Gastos Adm. y Ventas	-4.899.599	-6.270.919	-6.096.340	-6.457.250
Resultado Operacional	79.236.520	113.982.901	105.044.381	106.538.232
Resultado no Operacional	-41.777.977	-45.796.641	-47.531.186	-52.411.658
Utilidad Neta	33.556.182	55.004.402	47.335.551	47.457.852

Balance General Consolidado (Fecu Móvil)				
(Miles de Pesos)	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Activo Circulante	117.600.331	88.619.386	107.571.444	143.832.925
Activo Fijo	1.065.969.167	1.056.476.775	1.068.154.503	1.081.626.447
Otros Activos	517.974.848	559.152.688	556.306.524	539.271.302
Total Activos	1.701.544.345	1.704.248.849	1.732.032.471	1.764.730.674
Pasivo Circulante	69.035.338	58.422.219	57.781.496	66.069.991
Pasivo Largo Plazo	788.775.848	779.889.371	796.958.798	799.208.498
Interés Minoritario	4.541	4.681	5.350	4.723
Patrimonio	843.728.618	865.932.579	877.286.827	899.447.462
Total Pasivos	1.701.544.345	1.704.248.849	1.732.032.471	1.764.730.674

Número y Fecha de Inscripción de Instrumentos Vigentes

Bono Series B1 y B2	N° 249 de 02.04.01
Línea de Bonos	N° 480 de 09.11.06
Serie C	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 481 de 09.11.06
Serie D	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 598 de 31.07.09
Serie E	Primera Emisión
Serie F	Primera Emisión
Serie I	Segunda Emisión
Serie J	Segunda Emisión
Línea de Bonos	N° 599 de 31.07.09
Serie G	Primera Emisión
Serie H	Primera Emisión
Serie K	Segunda Emisión

Opinión

Fundamento de la clasificación

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). La compañía posee 8.204 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de 66 KV a 500 KV. A la fecha, y según datos publicados por la firma, sus instalaciones de transformación poseen una capacidad total de 10.486 MVA.

La empresa generó ingresos en torno a US\$ 319 millones anuales según cifras de septiembre 2009, de los cuales aproximadamente el 95% provienen del negocio de transmisión en el SIC, donde radica el 98% del total de sus líneas de transmisión, en tanto que en el SING es propietaria del 100%.

La clasificación de riesgo de los títulos de deuda emitidos por la sociedad, en "Categoría A+", se fundamenta principalmente en las características del negocio, con grandes economías de escala (monopolio natural), y un ambiente regulado, lo que genera circunstancias entre las que se distinguen elevados flujos de caja 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 de baja estructura de costos operativos, los flujos netos generados por la operación representan un porcentaje importante de los ingresos del emisor (a septiembre 2009, la razón Ebitda/Ingresos es de

un 83%). Por otra parte, la importancia de la industria energética para el desarrollo del país, así como la existencia de un marco regulatorio regido por criterios técnicos, favorecen la estabilidad de sus flujos de ingresos y del nivel de precios.

En forma complementaria se considera 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. Asimismo, la compañía, a juicio de Humphreys, 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, cercano a los US\$ 1.100 millones para los próximos 5 años, está distribuido en múltiples proyectos distintos y enmarcados dentro del giro habitual de la sociedad.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra supeditada al nivel de endeudamiento del emisor en relación a la generación de flujos anual (dada la escala de evaluación de la clasificadora), 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 o, incluso, cambiar el modelo de negocio del sector (esto último, en opinión de **Humphreys**, con muy baja probabilidad de ocurrencia dada las características técnicas con que Chile norma acerca del sector eléctrico).

La perspectiva de la clasificación se califica **“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, dentro de un contexto que implique planes de inversión que no comprometan significativamente los flujos futuros de la sociedad.

Asimismo, para mantener la clasificación, se hace necesario que el emisor no incremente de manera importante su endeudamiento relativo, no existan cambios regulatorios 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 esta 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

A principios de diciembre de 2009 Transelec S.A. colocó en el mercado local dos series de bonos por un monto equivalente de US\$ 67 millones y US\$ 63 millones respectivamente. Los US\$ 130 millones, así obtenidos se suman a la colocación de UF 7.900.000 (aproximadamente US\$ 300 millones) realizada en agosto del mismo año, todos destinados al refinanciamiento o rescate anticipado de deuda. Asimismo, en 2008 se suscribió un crédito sindicado por UF 3,21 MM, equivalentes a US\$ 131 millones, línea que será destinada, según información de la compañía, a apoyar el plan de inversión para los próximos años.

En el período comprendido hasta el 30 de septiembre de 2009, Transelec S.A. obtuvo resultados equivalentes a aproximadamente US\$ 67 millones, comparado con US\$ 81,6 millones de utilidad del mismo período del año 2008, principalmente por menores ingresos de explotación y mayores pérdidas asociadas a resultados fuera de explotación. Los ingresos de explotación provienen de la comercialización de la capacidad de transmisión de sus instalaciones, y asesorías y servicios de su giro prestados a empresas. La caída en resultados fuera de explotación viene dada por mayores gastos financieros (compra de instrumentos de deuda) y menores ingresos financieros.

Según hecho esencial comunicado el 19 de enero de 2010, tras la colocación de los bonos Series I y K emitidos con fecha 16 de noviembre de 2009, la compañía procederá a rescatar anticipadamente la totalidad de los bonos serie B, inscritos bajo el N° 249 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Oportunidades y Fortalezas

Fortaleza de la demanda: La operación del negocio responde a una demanda de capacidad de transmisión y transformación de electricidad con crecimiento vigoroso y con baja sensibilidad a períodos de crisis económicas. Hay que destacar que, en el caso de **Transelec**, sus ingresos no dependen en forma material de la demanda eléctrica ya que se cobra por el derecho a uso de sus instalaciones de transmisión, ingresos que aumentan en la medida que sea necesario construir nuevas instalaciones de transporte de electricidad.

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 cerca del 85% del ingreso de explotación. Si bien a septiembre de 2009 esta razón ha caído a un 82,5%, se mantiene en niveles elevados.

Experiencia del controlador: De los cuatro socios que participan en la propiedad de la sociedad, Brookfield Asset Management (BAM) es quien posee mayor experiencia en el negocio, con presencia en el sector eléctrico canadiense, americano y brasileño.

Factores de Riesgo

Concentración de clientes: alrededor del 70% de los ingresos provienen del grupo Endesa. 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 cesación de los flujos de pago (por el bajo riesgo operativo ya mencionado).

Riesgo financiero: A septiembre de 2009, la compañía presenta una relación deuda financiera sobre *Ebitda* de 5,5 veces aproximadamente, y una relación *Ebitda* sobre gastos financieros de 3,4 veces. Con todo, se debe tener en consideración la estabilidad de los flujos del emisor, situación que permite un mayor endeudamiento por la mayor factibilidad de estructurar deudas de largo plazo o de refinanciar los pasivos (en la práctica, este factor más que un riesgo propiamente tal, es una limitante para acceder a una mejor clasificación).

Leyes y normativas reguladoras: 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-ambientales 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.

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**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 100% de las acciones, HQI Transelec**Transelec** Chile S.A. absorbió la Compañía

Nacional de Transmisión Eléctrica S.A. y para todos los efectos legales y contractuales se transformó en su continuadora y/o sucesora legal.

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 11% del capital, el cual descendió a 8% en mayo de 2006.

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, Bristish Columbia Investment Management Corporation y Public Sector Pension Investment Board adquirió el 100% de la propiedad de **Transelec**.

Dentro del año 2008 se aprobó el nuevo plan de inversiones de la compañía por US\$ 1.100 millones para los próximos cinco años, lo que representa un aumento de 275% en comparación a lo invertido los cinco años anteriores.

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.

Sistemas de Transmisión

Troncal

Es el sistema de transmisión energética que actúa de columna vertebral en la matriz. En tanto, las obras de ampliación, establecidas por decretos del Ministerio de Economía, deben ser ejecutadas obligatoriamente. Los ingresos de **Transelec** en este segmento del negocio están constituidos por el "valor anual de la transmisión por tramo" (VATT).

Subtransmisión

Se entiende por sistema de subtransmisión a aquellas instalaciones que están interconectadas al sistema eléctrico y dispuesto para el abastecimiento exclusivo de grupos de consumidores finales, libres o regulados, ubicados en zonas de concesión de empresas distribuidoras.

Sistemas Adicionales

Los sistemas de transmisión adicionales están constituidos por las instalaciones de transmisión, destinadas esencial y principalmente al suministro de energía eléctrica a usuarios no sometidos a regulación de precios, y por aquéllas cuyo objeto principal es permitir a los generadores inyectar su producción al sistema eléctrico.

Los servicios de transmisión brindados por los sistemas adicionales son remunerados de acuerdo con lo estipulado en los respectivos contratos de uso de las instalaciones, mediante el cobro, por parte de **Transelec**, de un peaje de transmisión por el período de vigencia del acuerdo. Las instalaciones son de propiedad de **Transelec**, que se hace cargo de todo el proceso involucrado en la entrega de soluciones de transmisión: diseño, construcción, operación y mantenimiento de los sistemas.

Propiedad

En la memoria anual vigente, con fecha diciembre 2008, la propiedad de **Transelec** se distribuía de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	Nº de acciones pagadas	Participación
Transelec Holdings Rentas Limitada	999.900	99,99%
Rentas Eléctricas I Limitada	100	0,01%
Total	1.000.000	100%

Estas sociedades son vehículos de inversión, controladas por ETC Holdings Ltd. A su vez, la propiedad de ETC Holdings Ltd. está conformada por las siguientes 4 empresas:

Nombre De Accionistas	Participación
Brookfield Asset Management (BAM)	27,75%
Canadian Pension Plan Investment Board (CPP IB)	27,75%
British Columbia Investment Management Corp (BcIMC)	26,0%
Public Sector Pension (PSP)	18,5%
Total	100%

BAM es un consorcio cuyo objeto es la administración de activos a nivel global, con inversiones importantes en los sectores de energía e infraestructura, junto con el área inmobiliaria. En el negocio particular de la transmisión eléctrica, la compañía posee participación en empresas con operaciones en Canadá, Brasil y Chile, totalizando más de 11 mil km de líneas de transmisión. BAM está clasificado actualmente en categoría Baa2, escala global.

CPP maneja activos en representación del plan de pensiones canadiense establecido para más de 17 millones de canadienses (manejado independientemente del Canadian Pension Plan).

BcIMC 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.

(PSP) Fondos de Pensiones del Servicio Público Federal, las fuerzas Armadas de Canadá y de la Royal Canadian Mounted Police en Canadá.

Antecedentes del Mercado

El sector eléctrico chileno

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres subsectores:

➤ Generación

Se organiza en torno a 4 grandes redes:

- Sistema Interconectado del Norte Grande (SING): Abarca la región de Tarapacá y Antofagasta. La generación es casi 100% termoeléctrica. En este sistema opera **Transelec** a través de su filial **Transelec Norte**.

- Sistema Interconectado Central (SIC): Conecta desde Taltal hasta la Región de Los Lagos. La generación en un año hidrológico típico es aproximadamente 60% hidroeléctrica y 40% termoeléctrica. En este sistema opera **Transelec**.
- Sistema de Aysén: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 81% termoeléctrica, 14% hidroeléctrica y 5% 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.

Dada las modificaciones incorporadas por la ley 19.940 de Marzo de 2004 a la Ley General de Servicios Eléctricos, el transporte de electricidad por sistemas de transmisión troncal y sistemas de subtransmisión es servicio público eléctrico, por tanto el transmisor tiene eventualmente obligación de servicio en el sistema troncal sobre todo, siendo responsabilidad de éste el invertir en las ampliaciones de sus instalaciones. 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 subtransmisión (que son aquellos que permiten retirar la energía desde el sistema troncal hacia los distintos puntos de consumo locales).

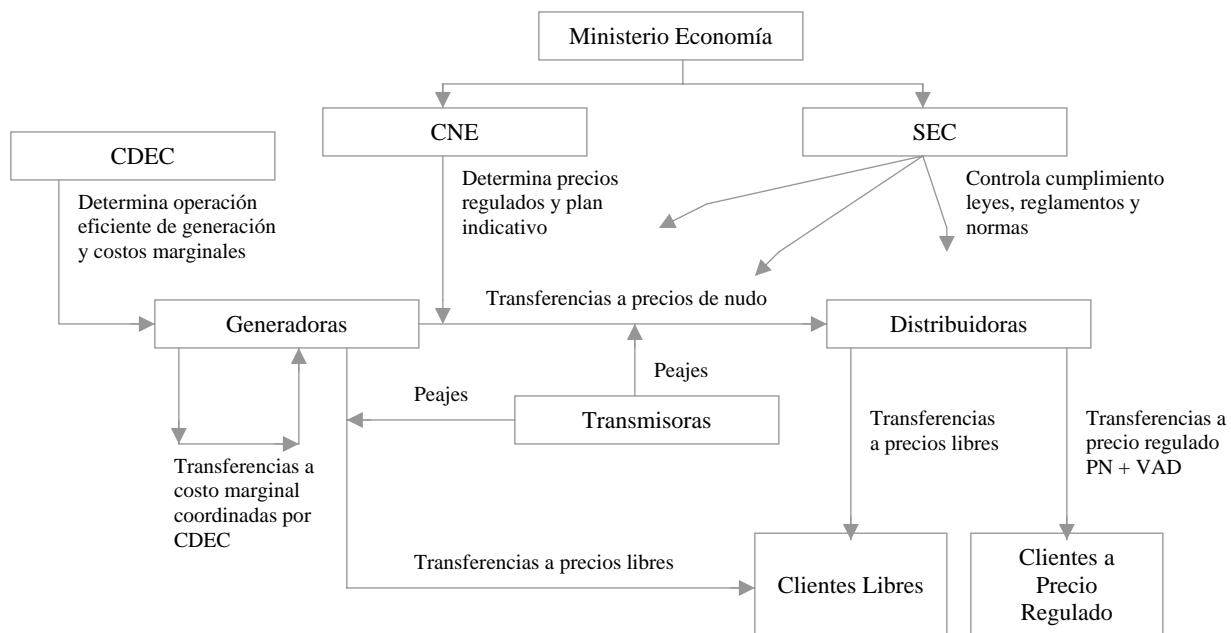
La coordinación de la operación de las centrales generadoras y las líneas de transmisión, es efectuada en cada sistema eléctrico por los Centros de Despacho Económico de Carga (CDEC). Estos organismos están constituidos como Sociedades de Responsabilidad Limitada, cuyos socios corresponden a las principales empresas generadoras y transmisoras de cada sistema eléctrico, y ahora también participan clientes libres dentro de estos centros de despacho.

➤ **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

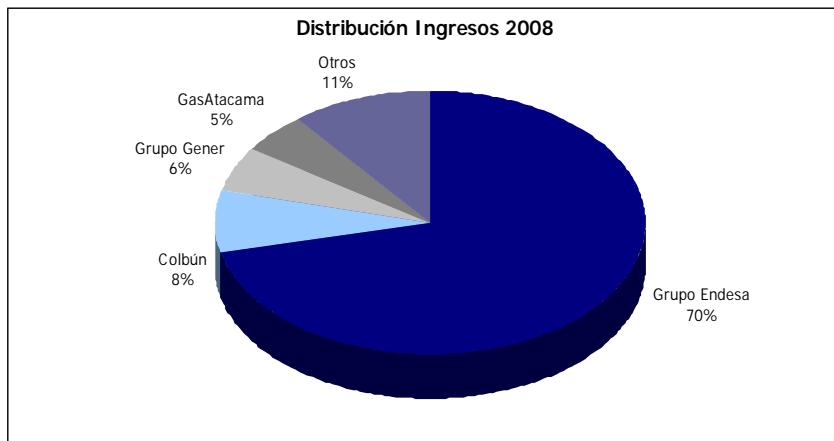
CDEE: Centro de Desarrollo Económico

SEC: Superintendencia de Electricidad y Combustibles

Clientes

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

Dentro de los ingresos por cliente del año 2008-09 se destaca el grupo Endesa con cerca del 70%. Es importante destacar que parte importante de los ingresos provenientes de Endesa están amparados por contratos de largo plazo (cifras aproximadas):



Activos

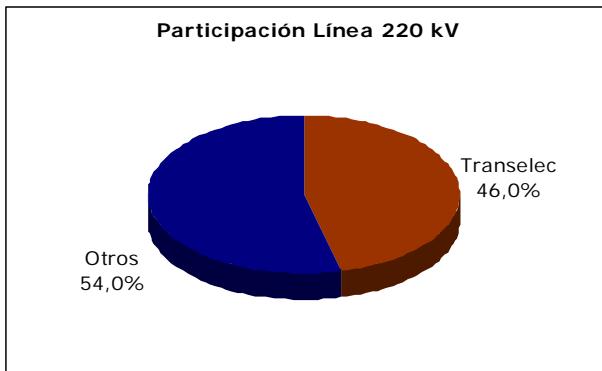
Transelec es la propietaria y operadora de la gran mayoría de las instalaciones de transmisión eléctrica que conforman el Sistema Interconectado Central, SIC, como asimismo de una fracción del Sistema Interconectado del Norte Grande, SING. En el SING, el sistema de transmisión de la empresa se extiende desde Arica hasta la ciudad de Antofagasta, cubriendo un total de 700 kilómetros aproximados. En el SIC, las instalaciones de la empresa abarcan un total de 2.200 kilómetros desde la localidad de Paposo en la Región de Antofagasta hasta Chiloé en la Región de Los Lagos. En total, **Transelec** posee 8.204 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 10.486 MVA. A septiembre de 2009, el valor libro de los activos fijos administrados por la compañía alcanza al monto de \$ 1.081.626 millones.

La empresa se encuentra dividida regionalmente en las siguientes seis gerencias zonales: Norte Grande, Norte Chico, Central, Centro Sur, Bío-Bío y Sur. Estas gerencias 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 46% de las líneas de 220 KV, el 94%

de las líneas de 154kV, y el 11% de las líneas de transmisión de 110+66kV. De este modo, **Transelec** se posiciona como la empresa transmisora más importante a nivel nacional.

La empresa cuenta con 49 subestaciones ubicadas en ambos sistemas interconectados que transforman la electricidad transportada en altas tensiones a bajas tensiones para su distribución en las ciudades.

Participación de **Transelec** en el mercado de líneas de transmisión por tipo de línea a diciembre de 2008:



En los gráficos se observa la tendencia de la compañía en cuanto a su estrategia, donde se ha planteado liderar y mantener mayor presencia en aquellas líneas de mayor voltaje.

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, y 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 de generación, 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 últimos 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 la ley corta 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 sujetos a lo que se llama el peaje básico. Este peaje se calculaba como un todo por la empresa de transmisión y luego se prorrataeaba 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 ingreso es el que generaría la transmisora en un mercado competitivo cobrando el costo marginal, que es menor al costo medio en este caso, complementando al anterior "peaje adicional". Por lo que la nueva ley viene a mejorar el sistema de tarificación.

Debido a las continuas disputas acerca de las áreas de influencia, la ley corta estableció los llamados sistemas troncales, de subtransmisión 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.

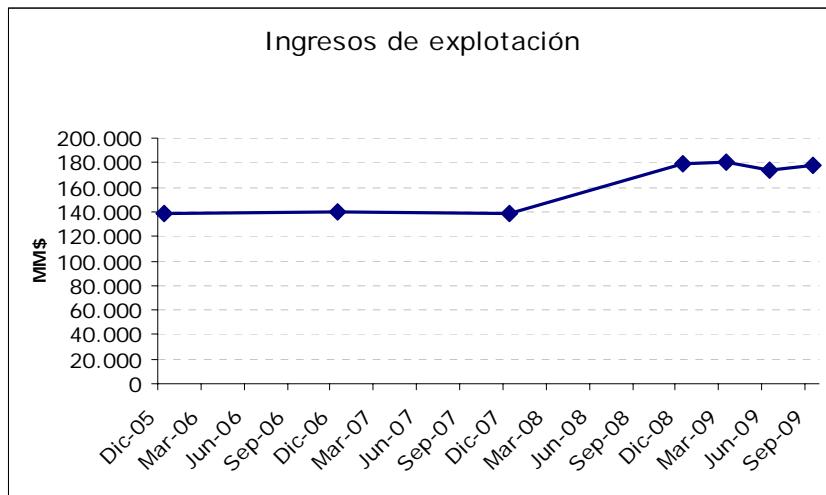
La ley corta I establece un sistema de determinación de peajes de transmisión para los distintos sistemas, lo cual reduce la incertidumbre como consecuencia de un marco regulatorio más definido.

Las tarifas deben ser calculadas cada cuatro años por una empresa especializada sobre la base de valores de inversión (VI, con una anualidad calculada con una tasa de descuento del 10%), más los costos de operación, mantenimiento y administración (COMA), para los sistemas troncales y subtransmisión. La CNE supervisa este cálculo en el caso troncal, en tanto que define las tarifas en el caso de la subtransmisión. Las tarifas de los sistemas adicionales son acordadas entre las partes.

Evolución Financiera

La empresa generó ingresos en torno a US\$ 319 millones anuales según cifras de septiembre 2009 en año móvil, un 7% aproximado superior a lo obtenido en el mismo período del año 2008. Estos ingresos de explotación provienen principalmente de la comercialización de la capacidad de transmisión y durante el período 2009 incluyen ventas de servicios y consultorías relacionadas con la actividad prestados entre otros a, Centrales Hidroeléctricas de Aysén S.A.

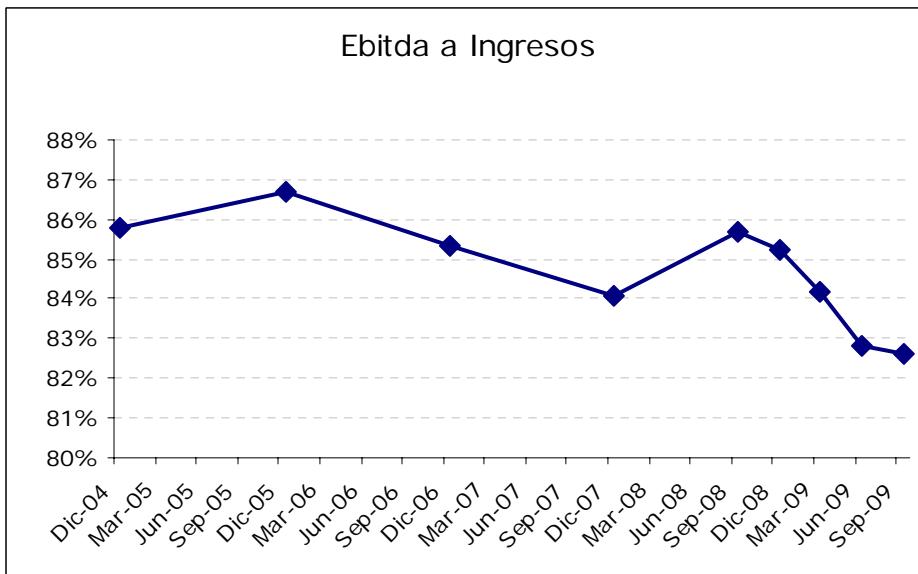
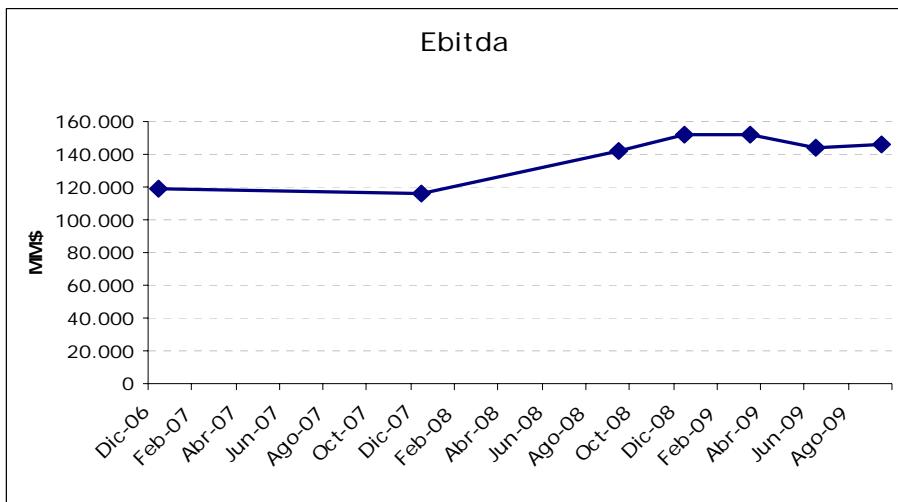
En el siguiente gráfico se muestra la evolución en ventas de la empresa expresadas en millones de pesos:



A septiembre de 2009 y en términos de año móvil, el resultado de explotación fue de US\$ 191 millones (un cambio de casi un 2% con respecto a septiembre de 2008).

Por su parte, a septiembre de 2009, el *Ebtida* de la compañía alcanza los \$ 146.458 millones en términos de año móvil, un 3,1% menor los registrado el mismo período del año anterior. Parte de dicho aumento se debe al mayor valor de los cotos fijos atribuibles al costo de explotación del período.

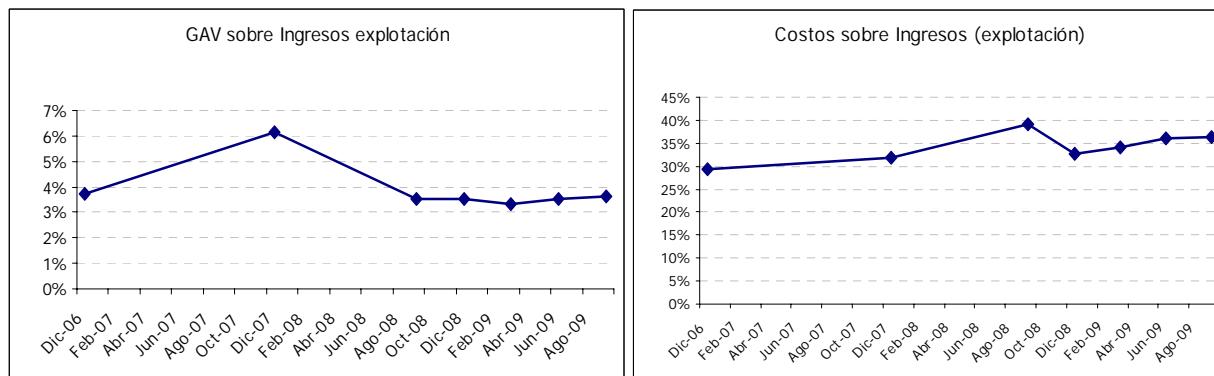
El siguiente gráfico muestra el *Ebitda* anual móvil de la empresa :



En el gráfico *Ebitda a Ingresos* se ve la evolución de este ratio desde el 2004, donde vemos que a septiembre de 2009 el *Ebitda* de la compañía representa cerca de un 82,5% de los Ingresos de la firma, siendo estas cifras consistentes con el modelo de negocios de **Transelec**, donde se realizan altas inversiones que generan ingresos estables y de largo plazo a un costo variable bajo.

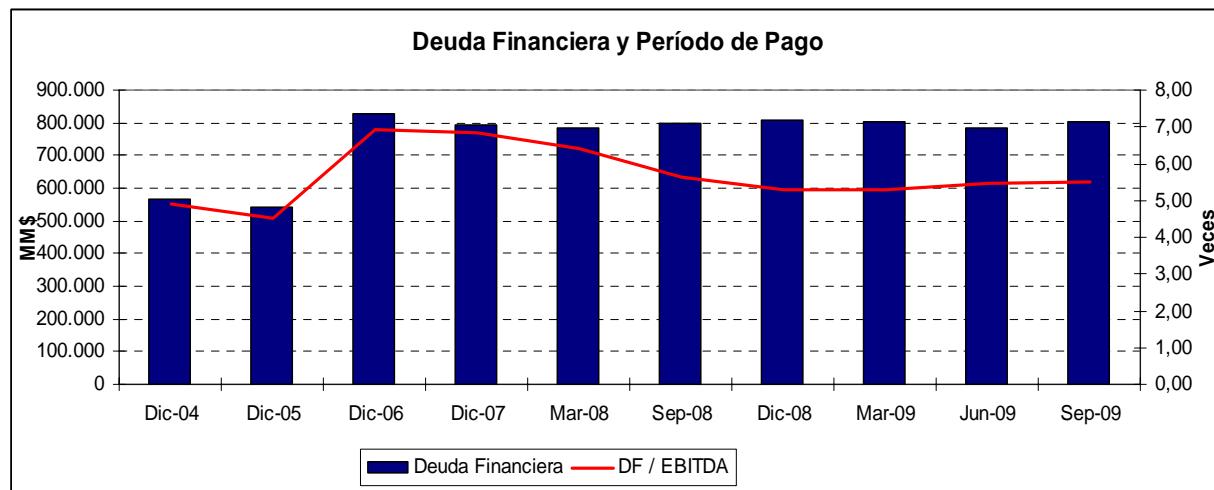
En cuanto a los costos de explotación y los gastos de administración y ventas (GAV), han seguido distintos patrones a lo largo de los últimos años. La relación costos de explotación sobre ingresos se ha mantenido en torno al 30%, con una leve tendencia al alza ubicándose hoy en aproximado 35%. Sin embargo, al observar los gastos de administración en relación a los ingresos de cada período, se observa que se mantienen en niveles muy acotados y menores al 6%, llegando a septiembre de

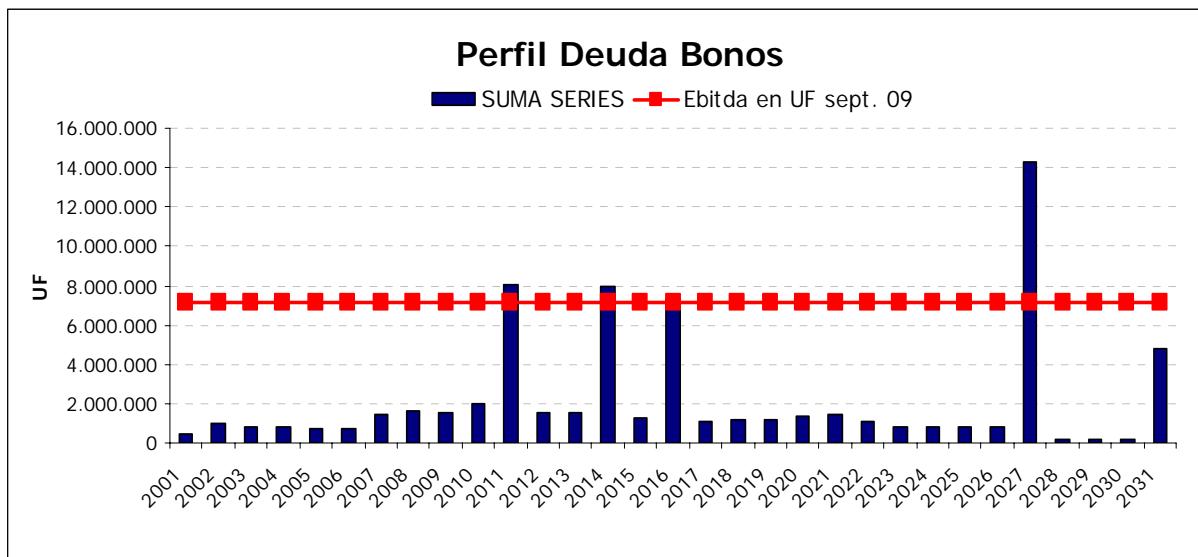
2009 a un valor cercano al 3,7%. A continuación se muestran ambos ratios desde diciembre de 2006:



Evolución del endeudamiento financiero

El endeudamiento relativo de **Transelec** -medido como la relación entre su deuda financiera y el *Ebitda* de la sociedad- es, a septiembre de 2009, de 5,5 veces aproximadamente. El período de pago de la deuda está en niveles inferiores a los vistos a principios del 2008 donde se ubicaba en torno a 6,5 veces, principalmente por el aumento en el *Ebitda* de la compañía. La deuda financiera de **Transelec S.A.** alcanza un monto de \$ 803.000 millones aproximadamente a septiembre de 2009.





El gráfico anterior muestra el perfil de la deuda en bonos de la empresa, donde se puede apreciar años con vencimientos elevados debido a la estructura *bullet* de los instrumentos. Con todo, salvo en el año 2027, las obligaciones de principal (?) son consistentes con el actual nivel de *Ebitda* de la compañía (aun cuando, en forma muy conservadora, no se consideran los incrementos en el flujo de caja producto de las futuras inversiones). En opinión de **Humphreys**, las posibilidades de refinanciar y hacer frente a las responsabilidades futuras de la compañía hacen que esta deuda en bonos sea considerada adecuada al nivel de riesgo otorgado a la empresa según características propias del negocio.

Bonos

- Línea de bonos

- Inscripción N° 249
- fecha de inscripción: 02/04/2001
- Plazo de la línea: 21 años

- Primera Emisión (Serie B1)

- Fecha colocación: 02/04/2001
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Tasa de carátula: 6,2%

- Vencimiento:	21 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	4.059.061

- Primera Emisión (Serie B2)

- Fecha colocación:	02/04/2001
- Monto colocado:	UF 3.000.000
- Tasa de carátula:	6,2%
- Vencimiento:	21 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	60.885.919

- Línea de bonos

o Inscripción N°	480
fecha de inscripción:	09/11/2006
o Plazo de la línea:	10 años
o Monto:	UF 19.500.000

- Primera Emisión (Serie C)

- Monto colocado:	UF 6.000.000
- Fecha:	31/01/2007
- Tasa de carátula:	3,5%
- Vencimiento:	9,5 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	127.106.503

- Línea de bonos

o Inscripción N°	481
fecha de inscripción:	09/11/2006
o Plazo de la línea:	25 años
o Monto:	UF 19.500.000

- Primera Emisión (Serie D)

- Monto colocado:	UF 13.500.000
- Fecha:	23/11/2006
- Tasa de carátula:	4,25%
- Vencimiento:	21 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	283.224.337

- Línea de bonos

o Inscripción N°	598
fecha de inscripción:	31/07/2009
o Plazo de la línea:	10 años
o Monto:	UF 20.000.000

- Primera Emisión (Serie E)

- Monto colocado:	UF 9.000.000
- Fecha:	05/08/2009
- Tasa de carátula:	3,9%
- Vencimiento:	5 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	70.222.019

- Primera Emisión (Serie F)

- Monto colocado:	\$ 180.000.000
- Fecha:	05/08/2009
- Tasa de carátula:	5,7%
- Vencimiento:	5 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	34.385.117

- Segunda Emisión (Serie J) Inscrita y No Colocada

- Monto:	\$ 65.020.000
- Fecha:	16/11/2009
- Tasa de carátula:	6,3%
- Vencimiento:	5 años

- Segunda Emisión (Serie I)

- Monto colocado:	UF 3.100.000
- Fecha:	16/11/2009
- Tasa de carátula:	3,5%
- Vencimiento:	5 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	31.504.502

- Línea de bonos

o Inscripción N°	599
fecha de inscripción:	31/07/2009
o Plazo de la línea:	30 años
o Monto:	UF 20.000.000

- Primera Emisión (Serie G)

- Monto colocado:	UF 9.000.000
- Fecha:	05/08/2009
- Tasa de carátula:	4,2%
- Vencimiento:	10 años

- Primera Emisión (Serie H)

- Monto colocado:	UF 9.00.000
- Fecha:	05/08/2009
- Tasa de carátula:	4,8%
- Vencimiento:	22 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	64.068.068

- Segunda Emisión (Serie K)

- Monto colocado:	UF 3.100.000
- Fecha:	16/11/2009
- Tasa de carátula:	4,6%
- Vencimiento:	5 años
- Valor par diciembre 2009 (M\$):	33.634.426

"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: Indicadores¹

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09
1.- LIQUIDEZ									
Liquidez (veces)	9,44	9,83	9,77	6,63	7,80	7,49	6,87	6,31	6,28
Razón Circulante (Veces)	2,77	0,96	2,21	1,70	1,12	1,86	1,93	1,82	2,18
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,71	0,96	0,53	1,01	1,12	1,86	1,93	1,82	2,17
Razón Ácida (veces)	2,75	0,95	2,21	1,70	1,12	1,86	1,92	1,81	2,17
Rotación de Inventarios (veces)	270,28	274,95	295,84	464,02	464,23	580,75	623,77	655,98	668,48
Promedio Días de Inventarios (días)	1,35	1,33	1,23	0,79	0,79	0,63	0,59	0,56	0,55
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,86	14,96	10,36	5,58	5,39	5,62	4,89	4,50	3,71
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	53,19	24,40	35,24	65,40	67,66	64,91	74,70	81,17	98,43
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	1,95	1,52	0,65	0,39	0,43	0,67	0,77	0,64	0,79
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	187,39	240,63	563,11	943,73	856,51	547,02	473,07	568,76	463,27
Diferencia de Días (días)	134,20	216,23	527,87	878,33	788,85	482,11	398,37	487,58	364,83
Ciclo Económico (días)	132,85	214,91	526,64	877,54	-788,06	481,48	-397,79	-487,03	-364,29
2.- ENDEUDAMIENTO									
Endeudamiento (veces)	0,57	0,60	0,45	0,50	0,51	0,49	0,49	0,49	0,49
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,33	1,50	0,81	1,02	1,02	0,97	0,96	0,95	0,96
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,05	0,11	0,24	0,09	0,11	0,07	0,09	0,09	0,08
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,91	4,51	6,94	6,85	5,86	5,30	5,30	5,45	5,49
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,20	0,22	0,14	0,15	0,17	0,19	0,19	0,18	0,18
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	96,5%	96,3%	93,2%	92,7%	90,6%	94,5%	93,6%	92,4%	92,9%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,1%	1,2%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,00	1,20	1,73	1,00	1,51	1,73	1,70	1,54	1,26
3.- RENTABILIDAD									
Margen Bruto (%)	70,6%	70,8%	68,1%	60,9%	65,7%	67,3%	66,0%	63,9%	63,7%
Margen Neto (%)	23,6%	29,3%	33,1%	24,3%	30,2%	30,8%	31,9%	27,2%	26,8%
Rotación del Activo (%) *	13,7%	15,1%	7,2%	8,3%	9,3%	10,6%	10,5%	10,3%	10,3%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,2%	4,4%	2,4%	2,0%	2,8%	3,3%	3,4%	2,8%	2,7%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,1%	4,3%	2,3%	2,0%	2,7%	3,2%	3,3%	2,7%	2,7%
Inversión de Capital (%)	1,71	1,94	1,00	1,26	1,25	1,22	1,19	1,20	1,20
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,67	-67,26	0,67	2,84	14,73	3,59	2,69	2,97	2,28

¹ 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

Rentabilidad Operacional (%)	10,7%	11,8%	5,9%	6,7%	8,4%	9,7%	9,4%	8,8%	8,7%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,2%	10,8%	4,2%	4,0%	5,5%	6,3%	6,4%	5,3%	5,3%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	10,6%	10,2%	10,2%	15,1%	12,8%	13,4%	14,6%	15,9%	15,9%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	29,4%	29,2%	31,9%	39,1%	34,3%	32,7%	34,0%	36,1%	36,3%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	4,3%	3,7%	6,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,3%	3,5%	3,6%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	20,2%	24,7%	7,9%	9,4%	11,4%	13,0%	12,6%	11,8%	11,8%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	85,8%	86,7%	85,3%	84,1%	86,1%	85,2%	84,2%	82,8%	82,6%

4.- OTROS INDICADORES

Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	8,7%	0,0%	26,4%	9,4%	1,9%	2,2%	2,0%	1,8%	1,9%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,3%	1,4%	1,9%	2,0%	2,0%	2,2%	2,1%	2,1%	2,2%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capital sobre Patrimonio (%)	92,8%	97,2%	99,3%	98,9%	94,2%	95,1%	95,5%	95,8%	95,4%