

Transelec S.A.

Junio 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos	A+	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	Estable	Analista	Andrés Silva P.
Otros Instrumentos	No Hay	Teléfono	56-2-433 5200
		Fax	56-2-433 5201
		Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
EEFF base	31 de marzo de 2009	Tipo de Reseña	Nueva Emisión

Instrumentos en Proceso de Inscripción	
Línea de Bonos a 10 años	Repertorio N° 14.809
Línea de Bonos a 30 años	Repertorio N° 14.810

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). Transelec posee 8.204 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes desde 66 KV hasta 500 KV. Al 31 de diciembre de 2008, las instalaciones de transformación de Transelec poseen una capacidad total de 10.486 MVA.

La empresa genera ingresos en torno a \$ 184 mil millones anuales, de los cuales aproximadamente el 82% provienen del negocio de transmisión y subtransmisión en el SIC, y un

Ebitda de \$ 157 mil millones. A marzo de 2009, la compañía presenta una deuda financiera de \$ 808 mil millones.

La clasificación de riesgo de los nuevos títulos de deuda emitidos por la sociedad, “**Categoría A+**”, se fundamenta principalmente en las características del negocio, dentro de las cuales se distingue su capacidad para generar elevados flujos de caja y, paralelamente, mantener una adecuada estabilidad de sus ingresos y de sus costos operacionales. En efecto, considerando que su inversión es intensiva pero de bajo nivel de costos operativos, los flujos netos generados representan un porcentaje importante de los ingresos del emisor (a marzo de 2009, la razón Ebitda/Ingresos es de un 84%). Por otra parte, la importancia de la industria energética para el desarrollo del país, y por ende de los sistemas de transmisión de electricidad, así como la existencia de un marco regulador regido bajo criterios técnicos, favorecen la estabilidad de sus flujos de ingresos y del nivel de precios.

En forma complementaria se considera como positivo el liderazgo de la compañía en el negocio de transmisión eléctrica, lo que conlleva un amplio *know-how* tanto en la evaluación y construcción de nuevas instalaciones, como en la operación de las mismas. A su vez, 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, que es cercano a los US\$ 1.100 millones para los próximos 5 años, esté distribuido en numerosos proyectos distintos y enmarcados dentro del giro habitual de la sociedad, lo cual diversifica el riesgo asociado a cada nueva inversión.

Humphreys ha realizado el análisis de las actuales líneas de bonos bajo el supuesto que el uso de los fondos allegados corresponderá a refinanciamiento de actual deuda financiera, por lo que los indicadores globales de endeudamiento no presentarían variaciones significativas con respecto a lo observado a la fecha. Dado que el uso de fondos definido en ambas líneas de bonos, excede el solo refinanciamiento, será necesario evaluar con respecto a cada emisión el impacto en la deuda total de la compañía y su relación con la capacidad de generación de flujos.

La categoría de riesgo asignada a las nuevas líneas de bonos se encuentra restringida por el nivel de endeudamiento del emisor en relación a su capacidad de generación de flujos anuales (dada la escala de evaluación de la clasificadora). Esto se debe a la baja diversidad de clientes (71% de los ingresos están asociados al grupo Endesa) y a la exposición a cambios normativos,

tanto en el ámbito eléctrico como de exigencias ambientales, los que podrían eventualmente presionar los ingresos de la compañía o, incluso, cambiar el modelo de negocio del sector. Esto último, en opinión de **Humphreys**, tiene una muy baja probabilidad de ocurrir dadas 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 de manera significativa.

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, todo ello dentro de un contexto que implique planes de inversión que no comprometan en gran medida los flujos futuros de la sociedad.

Asimismo, para mantener esta clasificación, es 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 conserve 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.

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, pero aumentan en la medida que sea

necesario construir nuevas instalaciones de transmisión. Si bien durante el año 2008 la demanda de electricidad en el SIC se contrajo respecto del año anterior (debido en parte importante a la campaña del gobierno que apuntó a racionalizar energía), ello no detuvo ni postergó los proyectos de transmisión troncal asignados y en ejecución.

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*¹ de la empresa representa el 84% del ingreso de explotación a marzo de 2009 (de 84%, 84% y 85% para diciembre de 2006, 2007 y 2008 respectivamente).

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.

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 brasiler. BAM maneja activos por US\$ 90.000 millones y posee aproximadamente 142 instalaciones de generación, que en total suman 3.800 MW de capacidad instalada.

Factores de Riesgo

Concentración de la Demanda: A la fecha, el 71% 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 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.

¹ Ebitda: Resultado Operacional + Depreciación + Amortizaciones

Riesgo Financiero: A diciembre de 2008, la compañía presenta una relación Deuda Financiera sobre Ebitda de 5,3 veces, y se proyecta que a diciembre de 2009 alcance una relación de 5,8 veces. Con todo, se debe tener en consideración la estabilidad de los flujos del emisor, situación que permite un mayor endeudamiento debido a la mayor factibilidad de estructurar deudas de largo plazo o de refinanciar los pasivos si fuere necesario. Por lo anterior, **Humphreys** analiza el endeudamiento de la compañía a través del Flujo de Caja de Largo Plazo, el cual relaciona la rentabilidad promedio de la compañía con los activos operativos, para poder reflejar el potencial de flujo que poseen las nuevas inversiones.

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 podrían 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.

Cifras Relevantes

En términos de ingresos, a marzo de 2009, la compañía alcanzó \$ 43.380 millones, lo que representa una variación en términos reales de 3,5% respecto al mismo trimestre del año 2008. Por su parte, sus costos de explotación a marzo de 2009 alcanzaron \$ 15.952 millones, lo que significó un aumento del 21,9% real en relación a al mismo mes del año 2008. En términos relativos, los costos sobre ingresos subieron de 31,2% a 36,8%, lo que se explica fundamentalmente por el ingreso extraordinario (no recurrente) registrado a marzo de 2008, y que se asocia a reliquidaciones (\$5.450 millones). Si se elimina dicho efecto, la relación costo/ingresos de marzo de 2008 sería de 35,9%.

En términos de resultado de explotación, la compañía presenta una disminución de 4,2% respecto a marzo de 2008, alcanzando \$26.124 millones. Esto se explica fundamentalmente por un leve aumento en los costos. Lo anterior hace que el Ebitda trimestral de la compañía pase de \$37.011 millones en marzo de 2008 a \$36.375 millones en marzo de 2009, lo que representa una disminución del 1,7%. Es importante destacar la alta capacidad de generación de caja de la compañía, la cual se refleja en la relación Margen-Ebitda de la misma, que a la fecha alcanza un 83,9% y en términos históricos promedia un 85% para los últimos cinco años.

Características de las nuevas líneas de bonos

Las nuevas líneas de bonos tienen un plazo de 10 y 30 años, y un monto de UF 20 millones cada una, con un máximo combinado aprobado en primera instancia por la junta de accionistas de UF 20 millones.

"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"