



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:**  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Ximena Oyarce L.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ximena.oyarce@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

## Transelec S.A.

Noviembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de junio 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 25 años	Nº 481 de 09.11.2006
Serie D (BNTRA-D)	Primera Emisión
Línea a 30 años	Nº 599 de 31.07.2009
Serie H (BNTRA-H)	Primera Emisión
Serie K (BNTRA-K)	Segunda Emisión
Serie M (BNTRA-M)	Tercera Emisión
Serie N (BNTRA-N)	Tercera Emisión
Línea a 10 años	Nº 743 de 05.02.2013
Línea a 30 años	Nº 744 de 05.02.2013
Serie Q (BNTRA-Q)	Primera Emisión
Línea a 10 años	Nº 833 de 03.06.2016
Línea a 30 años	Nº 834 de 03.06.2016

Estado de Resultados Consolidados, IFRS						
MM\$	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Ingresos de Actividades Ordinarias	276.737	281.715	278.599	329.217	378.591	171.187
Costo de Ventas	-83.121	-77.682	-83.319	-82.877	-88.115	-45.760
<b>Ganancia bruta</b>	<b>193.616</b>	<b>204.033</b>	<b>195.280</b>	<b>246.340</b>	<b>290.476</b>	<b>125.427</b>
Gasto Administración y Venta	-16.842	-22.591	-22.953	-25.791	-23.153	-10.099
<b>Resultado Operacional</b>	<b>176.774</b>	<b>181.442</b>	<b>172.327</b>	<b>220.549</b>	<b>267.323</b>	<b>115.328</b>
Gastos Financieros	-59.138	-65.459	-69.326	-68.692	-73.454	-38.284
<b>Utilidad Neta</b>	<b>83.628</b>	<b>80.983</b>	<b>78.249</b>	<b>105.468</b>	<b>191.756</b>	<b>74.048</b>
EBITDA	238.806	238.497	231.262	278.152	328.812	320.617

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
MM\$	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Activos Corrientes	92.078	124.719	145.839	182.590	222.198	301.814
Activos No Corrientes	2.157.149	2.182.103	2.199.796	2.267.861	2.390.537	2.518.012
<b>Total Activos</b>	<b>2.249.227</b>	<b>2.306.822</b>	<b>2.345.635</b>	<b>2.450.450</b>	<b>2.612.735</b>	<b>2.819.826</b>
Pasivos Corrientes	257.921	92.253	116.590	91.041	64.758	149.982
Pasivos No Corrientes	1.200.658	1.442.089	1.442.685	1.558.516	1.701.027	1.801.475
Total Pasivos	1.458.579	1.534.342	1.559.275	1.649.557	1.765.785	1.951.457
Patrimonio	790.649	772.481	786.360	800.893	846.950	868.639
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>2.249.227</b>	<b>2.306.822</b>	<b>2.345.635</b>	<b>2.450.450</b>	<b>2.612.735</b>	<b>2.819.826</b>
Deuda Financiera Total	1.358.639	1.415.472	1.404.033	1.475.385	1.558.599	1.726.807

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Transelec S.A. (Transelec)** es una empresa de transmisión eléctrica que opera en el Sistema Eléctrico Nacional. Según información pública, al 31 de diciembre de 2019, la compañía cuenta con un total de 9.792 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV conectadas a 61 subestaciones en ambos sistemas.

A la misma fecha, **Transelec** es dueña del 21,7% de las líneas de 500 kV construidas, tiene una participación de 39,4% como propietario de líneas de 220 kV, además posee un 83% en líneas de 154 kV y 9,4% en el segmento de líneas de 110 kV y 66 kV. Sin embargo, independiente de la participación de mercado, la remuneración obtenida por la empresa depende de su capacidad instalada.

En 2019, la empresa generó ingresos por US\$ 518,5<sup>1</sup> millones y un EBITDA de US\$ 444,7 millones. Por su parte, a junio de 2020, sus ingresos alcanzaron, en términos anualizados, US\$ 462,4 millones<sup>2</sup>, con un EBITDA de US\$ 390,3 millones (año móvil), mientras que su deuda financiera al 30 de junio de 2020 ascendía al equivalente de US\$ 2.102,7 millones, compuesta en un 48,1% por bonos emitidos en Chile, 51,9% por papeles colocados en Estados Unidos.

La clasificación de riesgo de los títulos de deuda emitidos por **Transelec** en "Categoría AA" se fundamenta, principalmente, en las características del negocio, con importantes economías de escala y un ambiente adecuadamente regulado. Esto genera una elevada relación del EBITDA, como porcentaje del ingreso y una adecuada estabilidad de sus ingresos y costos operacionales. En efecto, considerando que la transmisión

<sup>1</sup> Tipo de cambio usado: \$ 748,74/USD.

<sup>2</sup> Tipo de cambio usado: \$ 821,23/USD.

eléctrica es intensiva en inversión, pero con una estructura de bajos costos operativos, las ganancias operacionales representan un porcentaje importante de los ingresos del emisor (la razón EBITDA/ingresos se ha mantenido por encima del 80% en los últimos años).

Por su parte, la estabilidad de flujos se ve favorecida porque los ingresos de **Transelec** no dependen del volumen de energía transmitido, las tarifas remuneran el derecho a uso de sus instalaciones. Por otra parte, si a la existencia de un marco regulatorio regido por criterios técnicos e institucionalmente sólidos, se suma la importancia de la industria energética para el desarrollo del país, se puede concluir que el riesgo propio de la actividad presenta una fuerte correlación con el riesgo general del país.

A su vez, esta clasificación se fundamenta en la capacidad mostrada por el emisor, y ratificada en los hechos, para acceder a diversas fuentes de financiamiento, nacionales e internacionales, característica que le permite una adecuada flexibilidad para financiar sus inversiones y/o refinanciar sus pasivos, pero además aprovechar las oportunidades de tasas que se presenten en mercados específicos. Esta flexibilidad financiera reduce los riesgos de refinanciamiento producto de una menor liquidez en el mercado local.

En forma complementaria, se evalúa como positivo el liderazgo de la compañía en el negocio de la transmisión eléctrica, lo que conlleva un amplio *know-how* tanto en la construcción de nuevas instalaciones, como en la operación de 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.

La clasificación también valora que el plan de inversión de la compañía esté distribuido en múltiples proyectos distintos (por lo tanto, existe diversificación), enmarcados en el giro habitual de la sociedad. Además, las inversiones de carácter forzoso, dado los montos involucrados, no presionan significativamente el flujo de caja del emisor.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra supeditada al nivel de endeudamiento relativo respecto de su generación anual de flujos. Considerando los datos a junio de 2020, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 5,4 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de aproximadamente de 4,0 veces. Mientras que la relación deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) es de 9,3 veces.

Otro aspecto analizado es la exposición a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico como de las exigencias ambientales. Eventuales modificaciones en estas áreas podrían presionar los ingresos de la compañía, incrementar sus costos o, incluso, cambiar el modelo de negocio (esto último, en opinión de **Humphreys**, con muy baja probabilidad de ocurrencia considerando, como ya se mencionó, las características técnicas con que se norma el sector eléctrico en Chile).

Con todo, se debe tener en consideración que la estabilidad de los flujos de caja del emisor y el bajo riesgo del negocio facultan a **Transelec** para enfrentar un endeudamiento más elevado que empresas de igual clasificación y con estructuras de deuda de más largo plazo.

Otro factor de riesgo considerado dice relación con la concentración de clientes. De hecho, el 68% de los ingresos de **Transelec**, en los seis primeros meses de 2020, provino de cinco clientes: Enel Generación con un 28%; Compañía General de Electricidad con un 15%, Aes Gener con un 11%, Colbún con 8% y Engie con un 6%. Sin perjuicio de esta exposición a un grupo reducido de clientes, el riesgo se ve fuertemente atenuado por el hecho que los principales clientes presentan un nivel de solvencia adecuado.

En relación a la contingencia asociada a la crisis producto del Covid-19, la compañía cuenta con una sólida capacidad de respuesta financiera, y además, con una adecuada liquidez, lo que le permite hacer frente a sus obligaciones propias de la operación, incluso bajo escenarios hipotéticos de disminución de sus ingresos.

A futuro, la clasificación de riesgo podría verse favorecida si la sociedad mejora la relación entre deuda financiera y capacidad anual de generación de flujos en un contexto que implique planes de inversión que no comprometan, significativamente, sus flujos futuros y/o asegure un nivel de flujo suficiente que permita hacer frente al total de la deuda financiera dentro del plazo de duración de ésta.

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.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Los ingresos no responden a los volúmenes de energía transmitidos, sino que provienen del derecho de utilizar las instalaciones, independiente de la participación de mercado. Ello asimila el riesgo de los ingresos al riesgo país.
- Elevada y estable capacidad de generación de flujos. El margen EBITDA ha promediado un 81,0% desde 2010 a la fecha.

#### Fortalezas complementarias

- Importancia del sector eléctrico para el desarrollo y funcionamiento del país.
- Competencia limitada y altas barreras a la entrada.
- Elevado acceso a las fuentes de financiamiento.

#### Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo de los accionistas, quienes poseen amplias inversiones en el negocio eléctrico en América Latina, Estados Unidos, Canadá y China.
- Principal operador en su sector.

#### Riesgos considerados

- Alta concentración de clientes (riesgo atenuado por la elevada solvencia de los principales deudores).
- Alto nivel de deuda, en relación con otros emisores de similar *rating* (riesgo controlable).
- Sector sujeto a marcos regulatorios susceptibles de cambios (riesgo bajo).

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### Tendencia Estable

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

## Hechos recientes

### Resultados 2019

Los ingresos de **Transelec** llegaron a \$ 378.591 millones en 2019, lo que representa un aumento de 15,0% respecto de igual período de 2018. Este aumento se explica principalmente por: (i) efectos macroeconómicos, (ii) los ingresos de los nuevos proyectos que entraron operación en los últimos doce meses y (iii) efectos asociados a la implementación del Decreto 6T en el sistema Dedicado.

El total entre los costos y gastos de la operación de la compañía aumentaron en un 2,4% a \$ 111.269 con respecto al mismo período del año 2018. Este aumento se debió, particularmente, por el aumento de un 7,3% en el costo fijo de venta, a consecuencia de mayores costos de por servicios a empresas relacionadas debido a un servicio extraordinario. En cuanto a los gastos de administración y ventas, estos disminuyeron en un 15,2% en relación al cierre del año anterior. Dicha disminución es explicada por menores costos de personal, menores multas y menores gastos en arriendos.

De esta forma, en el ejercicio de 2019 el EBITDA<sup>3</sup> de la compañía finalizó en \$ 328.812 millones presentando así un margen EBITDA igual a 86,9%, porcentaje que en 2018 fue de 84,5%. Las utilidades del período se incrementaron en un 33,3% totalizando \$ 140.612 millones.

### Resultados a junio de 2020

Entre enero y junio de 2020, los ingresos de **Transelec** llegaron a \$ 171.187 millones, lo que representa una disminución de 1,6% respecto de igual período de 2019. Esta baja responde, principalmente, a una provisión de menor ingreso asociado al impacto que tendría la entrada en vigencia del estudio tarifario 2020-2023.

Los costos de explotación llegaron a \$ 55.859 millones presentando un aumento de 7,2%, en particular por el incremento en los costos fijos de venta que registraron un alza de 38,8%. Dicho aumento se debe,

<sup>3</sup> En este apartado se presenta el EBITDA reportado por la compañía en sus estados financieros. En el resto del informe, el EBITDA corresponde al calculado por esta clasificadora.

principalmente, por provisiones por multa, costos por servicios excepcionales con terceros, adelantos en mantenimiento (asociados a la contingencia sanitaria) y al incremento de primas en seguros. En cuanto a los gastos de administración, estos tuvieron un descenso en un 10,6% con respecto al mismo trimestre del año anterior. La depreciación de los bienes de activo fijo representa un 47,9% de los costos antes mencionados. De esta forma, el EBITDA de la compañía fue de \$ 143.232 millones, cifra 5,4% menor con respecto a junio de 2019. Igual comportamiento tuvo el margen EBITDA, el cual disminuyó a un 83,7%. Este último ratio fue de 87,1% los seis primeros meses de 2019.

En tanto, la deuda financiera de la compañía fue de \$ 1.726.807 millones, lo que implica un incremento de 16,3% respecto del mismo período de 2019.

## Oportunidades y fortalezas

**Fortaleza de la demanda:** La operación del negocio responde a una demanda por capacidad de transmisión y transformación de electricidad, sector en constante crecimiento, que ha ido a la par de la expansión del PIB y que presenta baja sensibilidad a períodos de crisis económicas (en 2009 la generación bruta no cayó, a pesar de la contracción del PIB durante ese año). Hay que destacar, desde el 1 de enero de 2018 el 100% de los ingresos de transmisión de **Transelec** no dependen de la demanda eléctrica, ya que las tarifas remuneran el derecho a uso de sus instalaciones de transmisión nacional y zonal e instalaciones dedicadas a clientes privados, ingresos que aumentan en la medida que sea necesario construir nuevas instalaciones de transporte de electricidad<sup>4</sup>.

**Importancia del sector eléctrico:** El crecimiento económico y el funcionamiento normal del país requiere de un suministro eléctrico seguro y estable en el largo plazo. Por ello, independiente de la situación financiera de las empresas generadoras, en un momento particular, se puede presumir que las autoridades económicas contarán con el apoyo político para tomar medidas que aseguren el normal abastecimiento de la energía. Desde esta perspectiva, el desenvolvimiento del negocio de transmisión presenta un bajo riesgo en términos de su viabilidad de mediano y largo plazo.

Considerando la importante participación de **Transelec** en las líneas de transmisión de alta y muy alta tensión (154, 220 y 500 kV), resultan esenciales las operaciones del emisor para el normal funcionamiento del mayor sistema eléctrico del país.

**Elevada capacidad de generación de flujos:** El negocio de transmisión es intensivo en inversión fija, pero de bajo costo operativo, lo que implica elevados márgenes operacionales. Producto de esta situación, una alta proporción de los ingresos se traduce, efectivamente, en disponibilidad de caja para el emisor. En los

<sup>4</sup> Cabe señalar que en 2016 se aprobó una nueva ley de transmisión que cambia la remuneración del segmento zonal, los que se retribuirían por el derecho a uso de estas instalaciones desde el 1 de enero de 2018.

últimos cuatro años, el EBITDA de la empresa ha representado siempre cerca del 85% de los ingresos y ha promediado un 81,0% desde 2010 a la fecha.

**Experiencia y apoyo de los accionistas:** Los propietarios de la compañía—Canadian Pension Plan Investment Board (CPP), British Columbia Investment Management Corp. (bcIMC), Public Sector Pension Investment (PSP) y China Southern Power Grid International (CSGI)—poseen una elevada o adecuada fortaleza financiera. A marzo de 2020, bcIMC administraba activos por US\$ 171,3 mil millones, mientras que PSP, a la misma fecha, gestionaba US\$ 241,3 mil millones. Por su parte, a junio de 2020 CPP administraba activos por US\$ 319,6 mil millones. En tanto al cierre de 2019, CSGI presentaba activos por US\$ 133,2 mil millones.

**Buen acceso a las fuentes de financiamientos externos:** La empresa ha mostrado, en los hechos, que tiene un adecuado acceso a los créditos de bancos e inversionistas, tanto locales como extranjeros. Durante el año 2016, se colocó en el exterior un bono por US\$ 350 millones y durante el 2020 renegoció sus líneas de crédito de hasta US\$ 250 millones. Debe tenerse en consideración que las características del negocio de **Transelec**, sumado a la seriedad regulatoria del mercado eléctrico chileno, dan a la empresa un buen perfil como sujeto de crédito.

## Factores de riesgo

**Concentración de clientes:** El 68% de los ingresos de **Transelec**, en los seis primeros meses de 2020, provino de cinco clientes: Enel Generación con un 28%; Compañía General de Electricidad con un 15%, Aes Gener con un 11%, Colbún con 8% y Engie con un 6%. Sin perjuicio de esta exposición a un grupo reducido de clientes, el riesgo se ve fuertemente atenuado por el hecho que los principales clientes presentan un nivel de solvencia elevada.

**Riesgo financiero:** Considerando datos a junio de 2020, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 5,4 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de, aproximadamente, 4,0 veces. Mientras que la deuda financiera (relativa al FCLP de la compañía) es de 9,3 veces a esa misma fecha. Con todo, se debe tener en consideración la estabilidad de los flujos del emisor, dada por el robusto marco regulatorio y la viabilidad de largo plazo del sector, situación que permite un mayor nivel de endeudamiento, debido a la alta factibilidad de estructurar deudas de largo plazo o refinanciar los pasivos. Sin perjuicio de ello, en los hechos, los ratios mencionados podrían ser considerados elevados por el mercado y, por ende, reducir el acceso al crédito de la compañía (siempre bajo la perspectiva de una empresa clasificada en AA).

**Leyes y normativas reguladoras:** Considerando las regulaciones específicas que afectan al sector eléctrico, el emisor no está inmune a los posibles cambios que pudiese experimentar la legislación sectorial, incluyendo reformas a la normativa sobre tarificación de transmisión eléctrica o en las tarifas fijadas bajo la ley actualmente vigente. Asimismo, la ejecución de los nuevos proyectos debe someterse a normas



medioambientales que podrían incrementar sus niveles de exigencia a través del tiempo. No obstante, se considera como atenuante que las legislaciones sectoriales del país han tendido a ser analizadas y modificadas bajo criterios técnicos.

## Antecedentes generales de Transelec

### La compañía

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

Esta entidad estatal desarrolló el Plan de Electrificación en todo el territorio nacional, construyendo centrales generadoras y líneas de transmisión que con el tiempo se unieron hasta conformar el actual Sistema Interconectado Central de Chile, como asimismo otros sistemas aislados.

Actualmente, la compañía es controlada por China Southern Power Grid International, Canadian Pension Plan Investment Board (CPP), British Columbia Investment Management Corp (BcIMC) y Public Sector Pension (PSP).

Al cierre de 2019 China Southern Power Grid International presentaba activos por US\$ 133,2 mil millones, ubicándola en la segunda mayor empresa eléctrica en China.

CPP maneja activos en representación del plan de pensiones canadiense establecido para más de 19 millones de canadienses, con activos administrados a junio de 2020 por US\$ 319,6 mil millones<sup>5</sup>.

BcIMC es una compañía dedicada a la administración de inversiones. Administra 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, por un total de US\$ 171,3 mil millones a marzo de 2020.

PSP, el fondo de Pensiones del Servicio Público Federal administra los fondos aportados por el Gobierno de Canadá para los planes de pensión del Servicio Público, las fuerzas Armadas de Canadá y de la Royal Canadian Mounted Police, con alrededor de US\$ 241,3 mil millones<sup>6</sup> en activos bajo su administración a marzo de 2020.

### Líneas de negocio

De acuerdo con los estatutos de la sociedad, el objeto de la empresa es:

<sup>5</sup> Tipo de cambio utilizado en junio de 2020: CAD\$ 1,3591/USD.

<sup>6</sup> Tipo de cambio utilizado en marzo 2020: CAD\$ 1,4208/USD.

- Explotar y desarrollar sistemas eléctricos, de su propiedad o de terceros, destinados al transporte o transmisión de energía eléctrica, pudiendo para tales efectos obtener, adquirir y gozar las concesiones y permisos respectivos y ejercer todos los derechos y facultades que la legislación vigente confiera a las empresas eléctricas. Se comprende en el objeto social la comercialización de la capacidad de transporte de las líneas y de transformación de las subestaciones y equipos asociados a éstas con el propósito que las centrales generadoras puedan transmitir la energía eléctrica que producen y llegar hasta sus centros de consumo.
- Prestar servicios de consultoría en las especialidades de ingeniería y gestión de empresas relacionadas con su objeto exclusivo y desarrollar otras actividades comerciales e industriales que se relacionen con el aprovechamiento de la infraestructura destinada a la transmisión eléctrica.

En la práctica, **Transelec** se ha desarrollado como una empresa de transmisión eléctrica, siendo este negocio el que determina la generación de flujos y los riesgos del emisor.

## Distribución de ingresos por unidades

A junio de 2020, los ingresos alcanzaron un monto de \$ 171.188<sup>7</sup> millones, de los cuales un 56% corresponde a ingresos nacionales, seguido por un 21% en ingresos zonales, 19% en ingresos dedicados y un 5% en servicios complementarios<sup>8</sup>. En la siguiente imagen se puede observar la distribución de los últimos periodos:

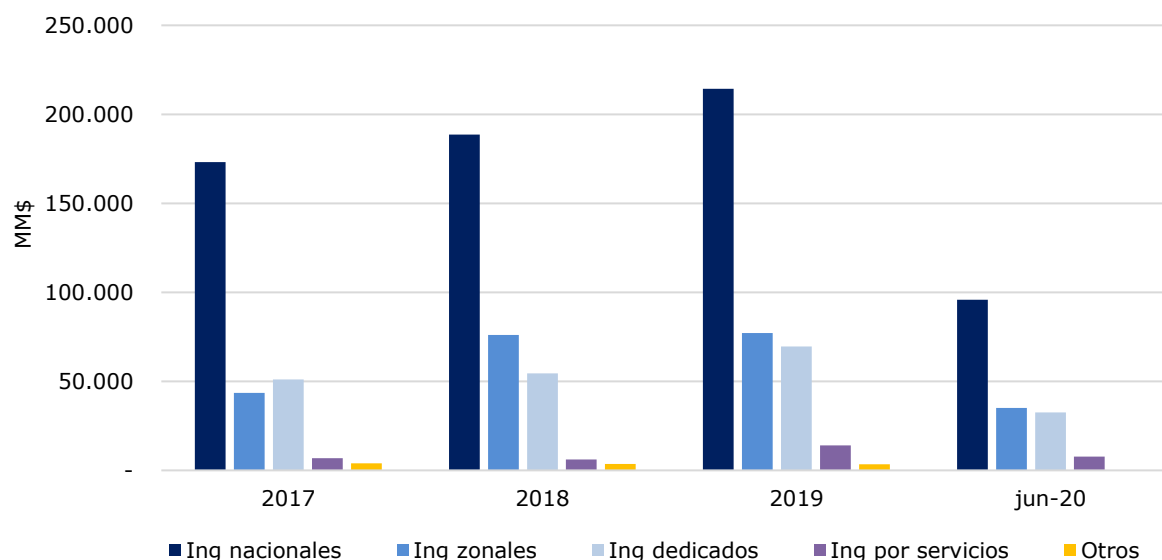


Ilustración 1: Distribución de ingresos

<sup>7</sup> Considera ingresos regulados, ingresos contractuales, ingresos por leasing y provisión revisión tarifaria.

<sup>8</sup> Distribuciones ajustadas por provisión revisión tarifaria.

## Marco regulatorio

El negocio de transmisión eléctrica se encuentra regulado por la Ley General de Servicios Eléctricos DFL N°4/20.018, considerando las recientes reformas a la Ley de Transmisión.

Esta ley define el sistema de transmisión eléctrica o transporte de electricidad como el conjunto de líneas y subestaciones eléctricas que integran un sistema eléctrico, y que, además, no están destinadas a suministrar el servicio público de distribución.

En cada sistema de transmisión se distinguen los siguientes segmentos: sistema de transmisión nacional, sistema de transmisión para polos de desarrollo, sistema de transmisión zonal, sistema de transmisión dedicado y sistemas de interconexión internacionales.

Según la ley mencionada, el Ministerio de Energía deberá, cada cinco años, desarrollar un proceso de planificación energética de largo plazo, para los distintos escenarios de energía de expansión de la generación y del consumo, en un horizonte de tiempo de al menos 30 años.

Adicionalmente, con una periodicidad anual, la Comisión Nacional de Energía (Comisión) tiene que llevar a cabo un proceso de planificación de la transmisión, el que debe considerar, al menos, un horizonte de 20 años. Esta planificación abarca las obras de expansión necesarias en los distintos sistemas de transmisión especificados en dicha ley, considerando los escenarios definidos en la Planificación Energética de Largo Plazo. El resultado final de este proceso es la fijación mediante decreto del Ministerio de Energía de las obras de expansión de los sistemas de transmisión indicados, las que podrán ser del tipo obra nueva u obra de ampliación.

Una vez publicado el Plan de Expansión Anual, el Coordinador licita las obras nuevas y las obras de ampliación establecidas. Las obras nuevas adjudicadas se remuneran a través del Valor Anual de Transmisión por Tramo (V.A.T.T.) ofertado por la empresa que resulte adjudicada en el proceso de licitación, el que se reajustará periódicamente según las fórmulas de indexación indicadas en los respectivos decretos por un periodo de 20 años (período de tarifa fija).

Las obras de ampliación reciben como remuneración el V.A.T.T. que resulta de la suma de la anualidad del Valor de Inversión (A.V.I.) determinado considerando el Valor de Inversión (V.I.) adjudicado y la tasa de descuento vigente al momento de la adjudicación, más el Costo de Operación, Mantenimiento y Administración Anual (C.O.M.A.). El A.V.I. así calculado y reajustado, se mantiene fijo y forma parte de la remuneración de la empresa propietaria por un periodo de 20 años. El C.O.M.A. correspondiente se determina cuatrienalmente en los procesos tarifarios siguientes.

Para ambos tipos de obras de expansión, una vez transcurrido el periodo de 20 años, las instalaciones pasan a remunerarse a través de un estudio de valorización que realiza cada cuatro años la Comisión (período de tarifa reajutable).

El estudio de valorización antes mencionado excluye las obras nuevas que se encuentran en el período de tarifa fija, y las obras de ampliación licitadas por el Coordinador, valorizándose aquellas instalaciones denominadas existentes (que no ingresaron a los sistemas de transmisión por medio de los procesos de licitación) y las obras licitadas que hayan finalizado el período de tarifa fija.

La remuneración del V.A.T.T. correspondiente a las instalaciones de transmisión se percibe a través de la suma de los ingresos tarifarios, que corresponde a la diferencia de los costos marginales en cada tramo de línea, más un cargo por uso del sistema de transmisión, que las empresas transmisoras cobran a los suministradores de los clientes del sistema eléctrico nacional.

## Activos y clientes

### Activos

**Transelec** es la empresa propietaria y operadora de la gran mayoría de las instalaciones de transmisión eléctrica nacional.

Al norte, el sistema de transmisión de la empresa se extiende desde las ciudades de Arica a Antofagasta, cubriendo un total de 700 kilómetros aproximados. Al sur, las instalaciones de la empresa se extienden por 2.200 kilómetros desde la localidad de Paposo en la Región de Antofagasta hasta Chiloé en la Región de Los Lagos. En total, a diciembre de 2019, **Transelec** posee 9.792 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de 66 kV a 500 kV. Las instalaciones de transformación de **Transelec** cuentan con una capacidad total de transformación de 19.095 MVA.

La empresa se encuentra dividida, regionalmente, en las siguientes cuatro gerencias zonales: Norte Grande, Central, Centro Sur y Sur. Este esquema tiene como objetivo velar por el correcto funcionamiento de las instalaciones de transmisión de la empresa a lo largo del país. El negocio de **Transelec** se enmarca, principalmente, en la comercialización de la capacidad de transporte y transformación de electricidad de sus instalaciones en el Sistema Eléctrico Nacional. Entre éstas, se destacan aquellas instalaciones de tipo troncal con voltajes iguales o superiores a 154 kV. De este modo, **Transelec** se posiciona como la empresa transmisora más importante a nivel nacional.

Según información pública, la empresa cuenta con 61 subestaciones ubicadas a lo largo del sistema, las que transforman la electricidad transportada en altas tensiones a bajas tensiones para su distribución en las ciudades.

## Cientes

El mercado en que participa **Transelec** está conformado por 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 otra porción a los consumidores.

Dentro de las ventas por cliente, en junio de 2020, destaca Enel Generación con el 28% en la participación de los ingresos, tal como lo muestra la Ilustración 2. Es importante mencionar que parte de estos ingresos están amparados por contratos de largo plazo.

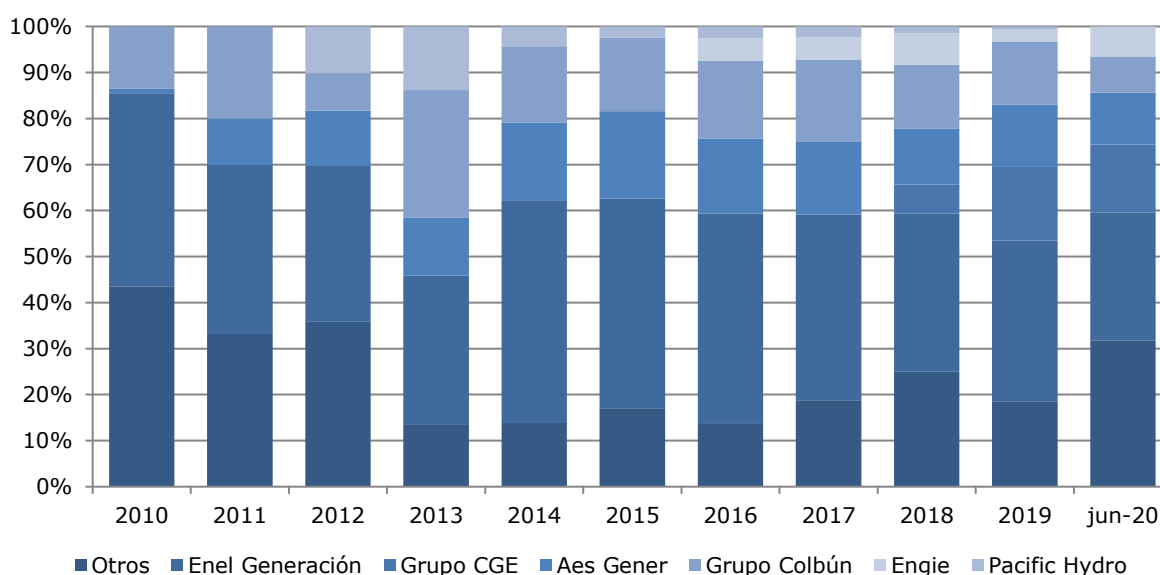


Ilustración 2: Concentración de los ingresos según cliente

## Análisis financiero

### Evolución de ingresos y EBITDA

Los ingresos de la compañía tienden a ser estables, dado que las tarifas reguladas se fijan cada cuatro años y, desde el 1 de enero de 2018, dependen de la capacidad instalada y no del volumen de energía transportado. Además, existen mecanismos de reajuste que permiten que en términos reales los precios permanezcan con bajo nivel de fluctuación.

Los ingresos pueden aumentar en la medida que se incorporen nuevas obras, en particular, de los tendidos nacionales, en los que la empresa desarrolla la mayor parte de su negocio. Por su parte, el EBITDA sigue muy de cerca la tendencia de los ingresos, manteniéndose una elevada y estable relación de esta variable

sobre los ingresos, superior al 80%. Similar tendencia han mantenido, salvo el último período, los flujos operacionales y el flujo de caja de largo plazo (FCLP<sup>9</sup>).

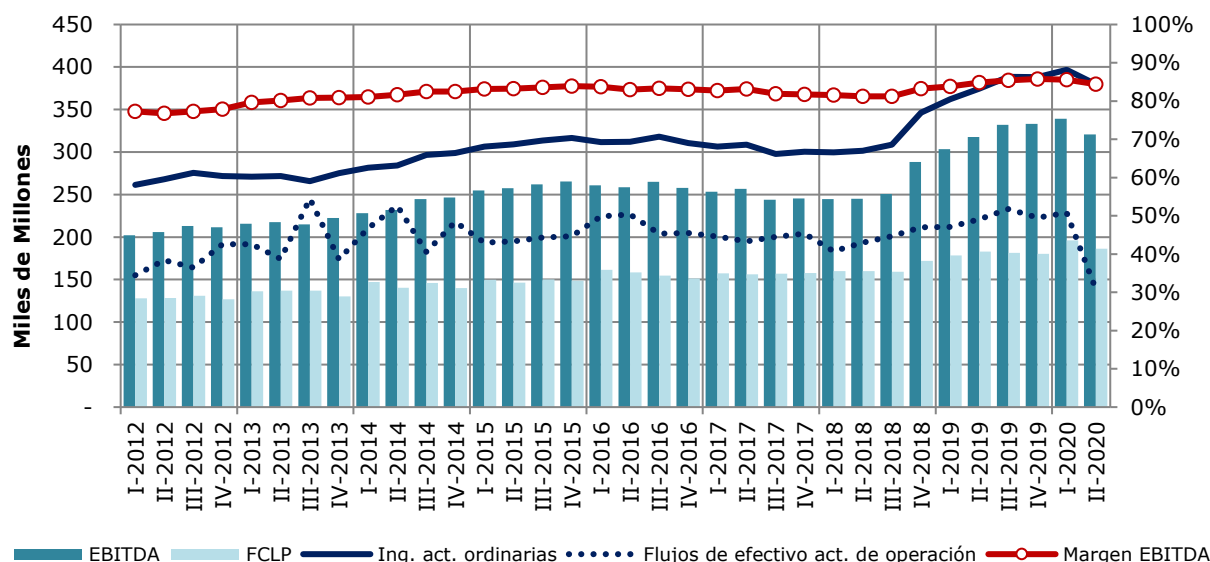


Ilustración 3: Evolución de los ingresos, EBITDA, FCLP y flujo efectivo de la operación

## Evolución del endeudamiento y liquidez

El endeudamiento financiero de **Transelec**, medido en términos relativos como la relación entre deuda financiera (DF) y el EBITDA, ha fluctuado entre las 6,8 veces en su nivel máximo y 4,7 veces en su nivel mínimo, presentando un indicador de 5,4 veces a junio de 2020.

Por su parte, el endeudamiento financiero sobre el FCLP, ha sido más elevado, llegando incluso a superar las diez veces. En su nivel más alto, este indicador llegó a las 10,5 veces en 2010 y ha experimentado su nivel mínimo en 2019, con 8,3 veces. A junio 2020 este indicador alcanzó 9,3 veces, tal como se muestra en la Ilustración 4.

<sup>9</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

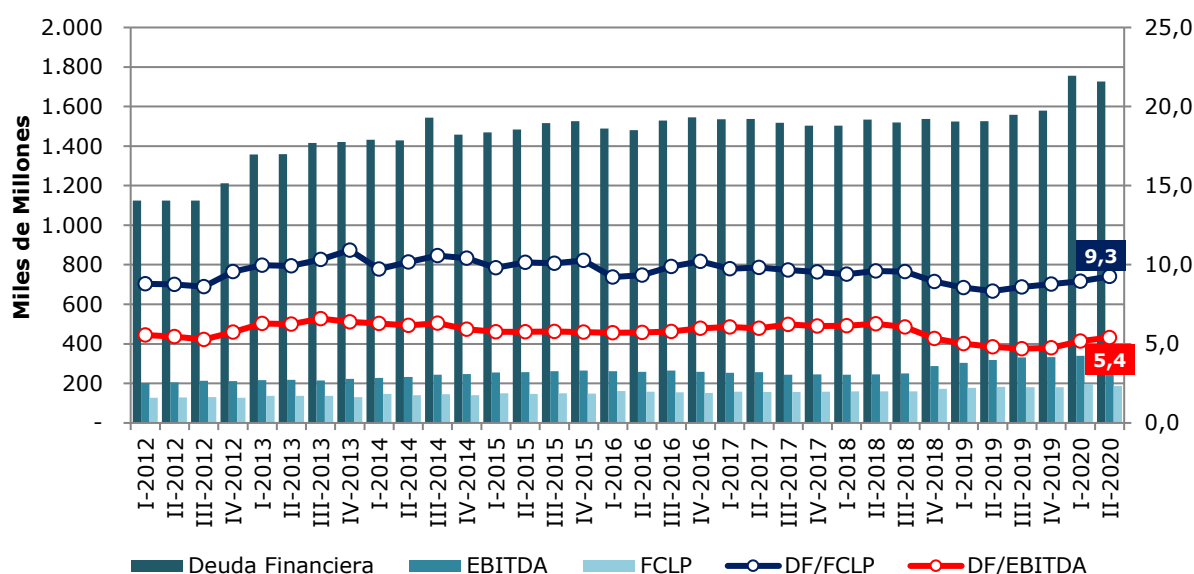


Ilustración 4: Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP

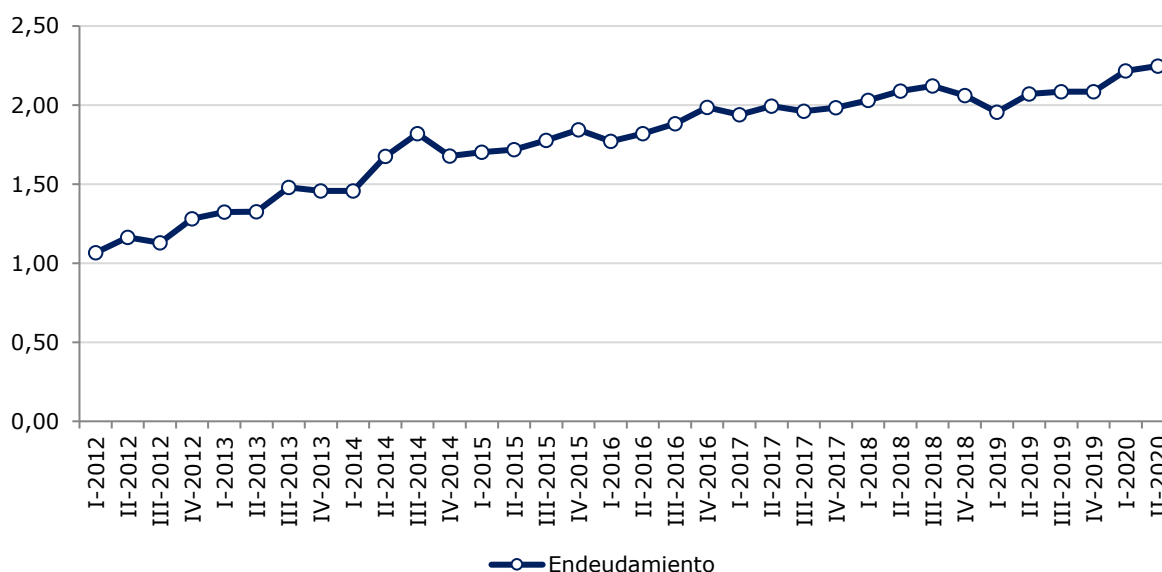


Ilustración 5: Evolución pasivo exigible sobre patrimonio

La evolución del *leverage* de la compañía ha mostrado una tendencia al alza, tal como se muestra en la Ilustración 5. De esta forma, la relación entre pasivo exigible y patrimonio de la compañía pasó de 1,3 veces—en diciembre de 2013—a 2,3 veces, según los datos de los estados financieros de junio de 2020.

El perfil de los bonos, nacionales como extranjeros, muestra que todos ellos son del tipo *bullet*, con el pago de la totalidad del capital al vencimiento. Para la mayor parte de los años, el EBITDA, sin considerar crecimiento futuro, es suficiente para el pago de tales obligaciones, sin embargo, se aprecian menores holguras respecto del FCLP (ver Ilustración 6). Por su parte, en los periodos en que los vencimientos son

mayores al FCLP de la compañía, en opinión de **Humphreys, Transelec** presenta adecuadas posibilidades de refinanciamiento, lo que hace que esta deuda sea considerada concordante con el nivel de riesgo otorgado a la empresa. Con todo, el año 2027 se presenta un pago importante que tanto con el EBITDA como el FCLP actual no son capaces de cubrir.

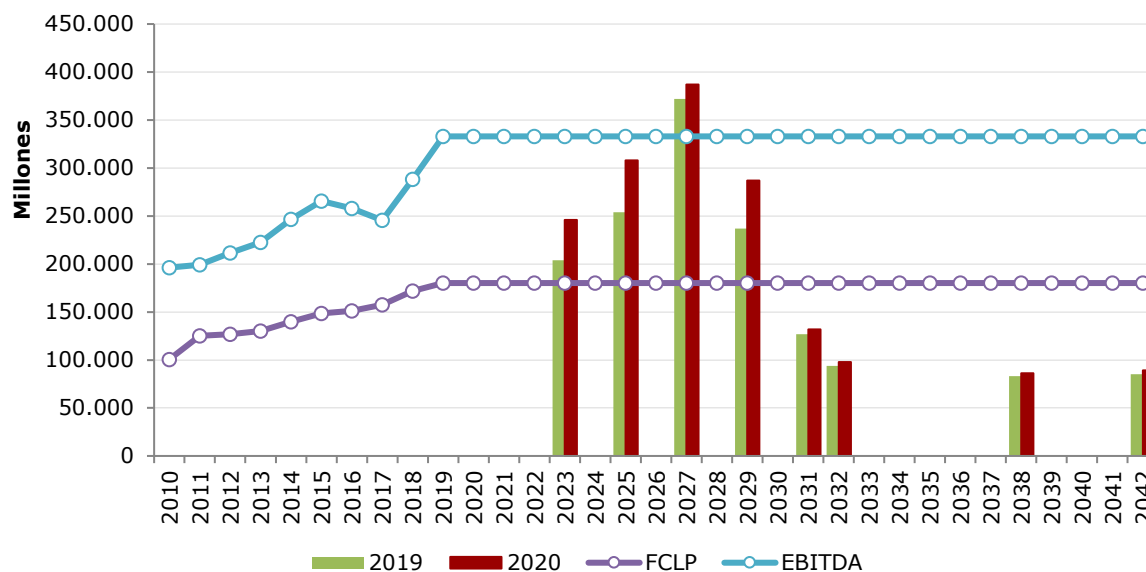


Ilustración 6: Perfil de vencimiento de la deuda

Por su parte, la liquidez<sup>10</sup> de la empresa, desde fines de 2016 ha presentado valores adecuados, superiores a una vez, tal como se muestra en la Ilustración 7.

<sup>10</sup> Razón circulante = activos circulantes o corrientes / pasivos circulantes o corrientes.



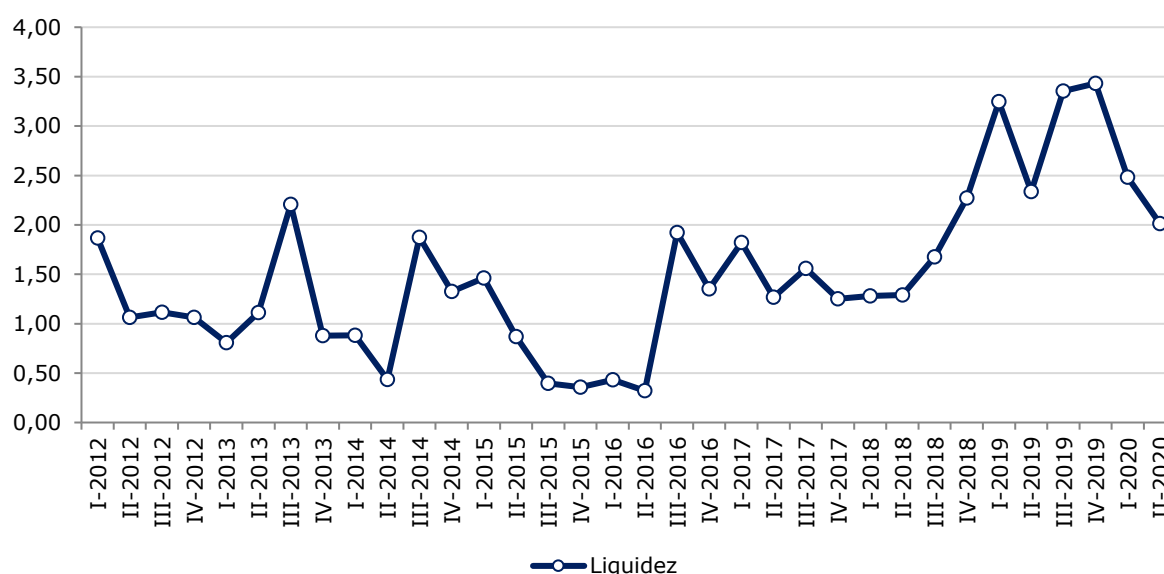


Ilustración 7: Evolución de la razón circulante

## Evolución de la rentabilidad<sup>11</sup>

La rentabilidad total del activo y la rentabilidad operacional de **Transelec** han sido bastante estables en los últimos seis años, lo que es un reflejo precisamente de la estabilidad y el relativamente bajo riesgo del negocio de transmisión eléctrica. Una volatilidad un tanto mayor alcanza la rentabilidad del patrimonio, lo que se explica por factores no operacionales como las tasas de interés pagadas por la deuda de la empresa y cambios en el patrimonio. La rentabilidad se puede apreciar en la Ilustración 8.

## Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente de los flujos de caja libre proyectados durante el período de vigencia del título de deuda, descontados a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera total que a la fecha mantiene la transmisora. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pagos a los accionistas, son superiores al monto de la deuda. En el caso de **Transelec**, el indicador exhibe durante todo el periodo valores superiores a 2,0 veces, con una tendencia al alza a partir de 2027 donde ya se habrían realizado los dos pagos programados para el 2023 y 2025. La evolución y proyección para la presente década del indicador de cobertura global se muestra a en la Ilustración 9.

<sup>11</sup> Rentabilidad del activo = utilidad / (activos totales promedio); rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos circulantes o corrientes + activos fijos, promedio); rentabilidad del patrimonio = utilidad del ejercicio / patrimonio promedio). Las rentabilidades a junio contemplan flujos del último año móvil correspondiente.

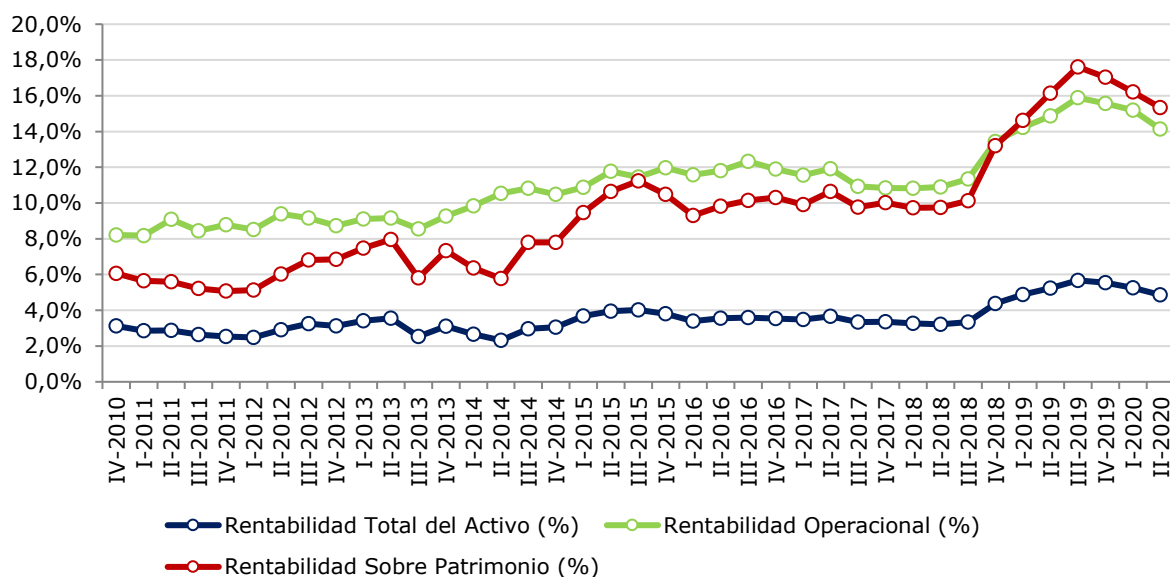


Ilustración 8: Evolución de las rentabilidades

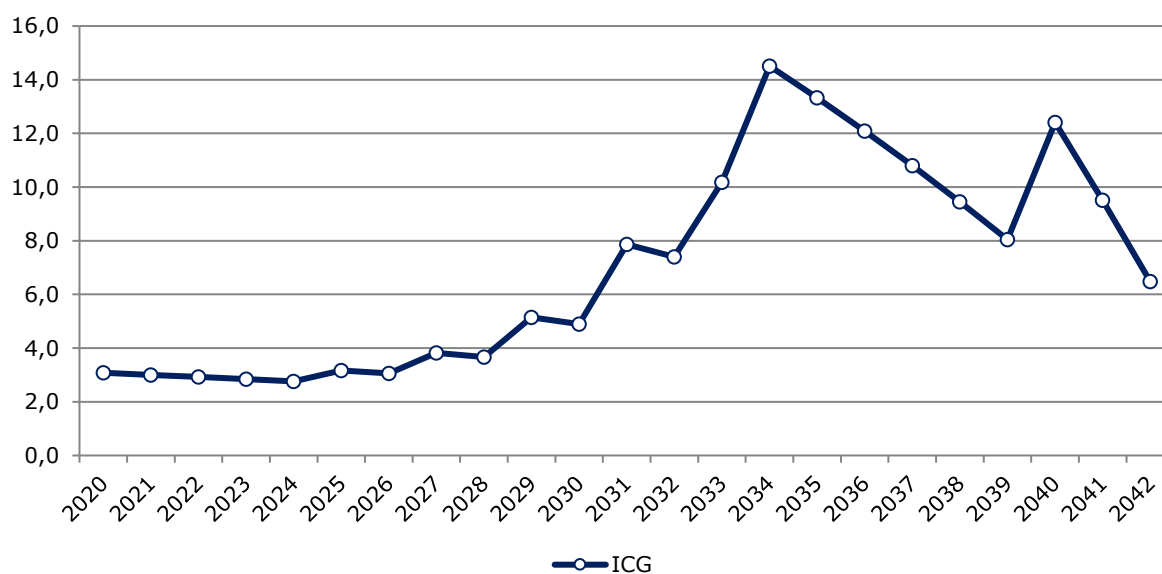


Ilustración 9: Índice de cobertura global

## Antecedentes de la deuda

Línea de bonos	
Inscripción	481
Fecha de inscripción	09/11/2006
Plazo de la línea	25 años
Monto máximo	UF 19.500.000
Emisiones	
Serie	D
Estado	Colocada
Monto inscrito	UF 13.500.000
Fecha de inscripción	23/11/2006
Tasa de carátula	4,25%
Vencimiento	21 años

Línea de bonos				
Inscripción	599			
Fecha de inscripción	31/07/2009			
Plazo de la línea	30 años			
Monto máximo	UF 20.000.000			
Emisiones				
Serie	H	K	M	N
Estado	Colocada	Colocada	Colocada	Colocada
Monto inscrito	UF 3.000.000	UF 1.600.000	UF 3.400.000	UF 3.000.000
Fecha de inscripción	05/08/2009	16/11/2009	29/12/2010	29/12/2010
Tasa de carátula	4,80%	4,60%	4,05%	3,95%
Vencimiento	22 años	22 años	22 años	28 años

	<b>Línea de bonos</b>	
<b>Inscripción</b>	<b>743</b>	<b>744</b>
Fecha de inscripción	05/02/2013	05/02/2013
Plazo de la línea	10 años	30 años
Monto máximo	UF 20.000.000	UF 20.000.000
<b>Emisiones</b>		
Serie		Q
Estado		Colocada
Monto inscrito		UF 3.1000.000
Fecha de inscripción		10/04/2013
Tasa de carátula		3,95%
Vencimiento		29,5 años

<b>Líneas de bonos</b>		
<b>Inscripción</b>	<b>833</b>	<b>834</b>
Fecha de inscripción	03/06/2016	03/06/2016
Plazo de la línea	10 años	30 año
Monto máximo	UF 20.000.000	UF 20.000.000

<b>Covenants</b>		
	<b>Límite</b>	<b>A junio 2020</b>
Deuda total / Capitalización total	No superior a 0,7 veces	0,66 veces
Patrimonio mínimo (LB 481 - LB 599)	UF 15.000.000	UF 31.130.673
Patrimonio mínimo (LB 744)	MM\$ 350.000	MM\$ 893.339
Flujo neto de la operación / Costos financieros	Mayor a 1,5 veces	3,47 veces

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."