



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Transelec S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Ignacio Muñoz Quezada
Hernán Jiménez Aguayo
ignacio.munoz@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
noviembre 2021

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2021 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea a 25 años	Nº481 de 09.11.16
Serie D (BNTRA-D)	Primera emisión
Línea a 30 años	Nº599 de 31.07.09
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	Nº743 de 05.02.2013
Línea a 30 años	Nº744 de 05.02.2013
Serie Q (BNTRA-Q)	Primera emisión
Línea a 10 años	Nº833 de 03.06.16
Línea a 30 años	Nº834 de 03.06.16

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
Ingresos de actividades ordinarias	281.715	278.599	329.217	378.591	333.303	245.614
Costos de ventas	-77.682	-83.319	-82.877	-88.115	-93.224	-63.957
Ganancia bruta	204.033	195.280	246.340	290.476	240.078	181.657
Gastos de administración y ventas	-22.591	-22.953	-25.791	-23.154	-24.392	-18.137
Resultado operacional	181.442	172.327	220.549	267.322	215.686	163.520
Gastos Financieros	-65.459	-69.326	-68.692	-73.454	-75.998	-51.898
Utilidad neta	80.983	78.249	105.468	140.612	96.265	67.048
EBITDA²	239.357	232.382	278.153	328.812	275.978	206.060

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2021 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Informado por la compañía en análisis razonado.

MM\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sep-21
Activos corrientes	124.719	145.839	182.590	222.197	238.530	294.138
Activos no corrientes	2.182.103	2.199.796	2.267.860	2.390.537	2.505.485	2.745.440
Total activos	2.306.822	2.345.635	2.450.450	2.612.734	2.744.015	3.039.579
Pasivos corrientes	92.253	116.590	80.384	64.757	124.717	148.841
Pasivos no corrientes	1.442.088	1.442.685	1.569.173	1.701.026	1.726.208	1.895.096
Patrimonio	772.481	786.360	800.893	846.950	893.090	995.641
Total patrimonio y pasivos	2.306.822	2.345.635	2.450.450	2.612.734	2.744.015	3.039.579

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 cierre de 2020, la compañía cuenta con un total de 9.857 km. de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV conectadas a 63 subestaciones en ambos sistemas.

A la misma fecha, **Transelec** es dueña del 23,1% de las líneas de 500 kV construidas, tiene una participación de 38,1% como propietario de líneas de 220 kV, además posee un 84,9% en las 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.

Al cierre del primer semestre de 2021, **Transelec** generó ingresos por \$158.924 millones, mantenía una deuda financiera de \$1.577 miles de millones y un patrimonio de \$950 miles de millones.

En relación con 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.

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 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 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.

Además, la clasificación considera que el estudio de valorización de instalaciones de transmisión para el 2020-2023 que regula las tarifas que rigen a la **Transelec** está en proceso de elaboración y se estima que estarán

disponibles a comienzos del 2022. Es por esto por lo que la compañía ha registrado ingresos basados en estudios tarifarios anteriores y ha realizado una provisión de acuerdo con la estimación del efecto que tendría el nuevo estudio, el cual se aplicaría retroactivamente para el periodo indicado.

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 refinaciamiento 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 estas. 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. Al cierre del primer semestre de 2021, **Transelec** presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 5,91 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de aproximadamente de 3,62 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. Al cierre de junio de 2021, el 91,57% de los ingresos provenía de cinco clientes, siendo Enel Generación el principal, el cual representa el 33,72% de los ingresos de **Transelec**. 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.

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.

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 83,2% en los últimos cinco años.

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo de los accionistas, quienes posee 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 categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan 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.

Hechos recientes

Resultados junio 2021

Durante el primer semestre de 2021, **Transelec** tuvo ingresos por \$158.924 millones un 7,16% menor a lo alcanzado en el mismo periodo en 2020. Los gastos de administración y ventas fueron de \$11.593 millones, un 13,27% mayor a los de 2020. El resultado operacional mostró una disminución de un 9,42%, siendo este de \$104.339 millones; mientras que la utilidad neta totalizó en \$53.724 millones.

Al cierre de junio de 2021, **Transelec** presentaba activos por \$2.835 miles de millones, pasivos por \$1.885 miles de millones y un patrimonio de \$950 miles de millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$1.577 miles de millones.

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. Hay que destacar que 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.

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. Al cierre de junio de 2021, el EBITDA de la empresa representó cerca de 81,69% de los ingresos. En los últimos cinco años el ratio ha fluctuado entre 81,74% y 85,84%.

Experiencia y apoyo de los accionistas: Los propietarios de la compañía—Canadian Pension Plan Investment Board (CPP), British Columbia Investment Management Corp. (BCI), Public Sector Pension Investment (PSP) y China Southern Power Grid International (CSGI)—poseen una elevada o adecuada fortaleza financiera. Al cierre de marzo de 2021, BCI contaba con activos por US\$287,3 millones, mientras que PSP, a la misma fecha, US\$184,22 mil millones y CPP US\$ 474,3 mil millones. En tanto al cierre de 2019, CSGI presentaba activos por US133,2 mil millones.

Buen acceso a las fuentes de financiamiento externo: 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 por un año y en 2021 por tres años. 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 91,57% de los ingresos de **Transelec** al cierre de junio de 2021 provino de cinco clientes, siendo el principal Enel Generación, el cual representaban el 33,72%. 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: Al cierre de junio de 2021, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 5,91 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de 3,62 veces. Mientras que la deuda financiera sobre FCLP es de 9,06 veces a la 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 ellos, 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 calificada en "Categoría 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

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 Southwer Grid International, Canadian Pensión Plan Investment Board (CPP), British Columbia Investment Management Corporation (BCI) y Public Sector Pensión (PSP).

Al cierre de 2019, China Southern Power Grid Internatonal presentaba activos por US\$133,2 mil millones, ubicándola como 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. Al cierre de marzo de 2021, contaba con activos por US\$474,3 mil millones.

BCI 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. Al cierre del primer trimestre de 2021, presentaba activos por US\$287,3 millones.

PSP administra 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\$184,22 millones en activos bajo su administración al cierre de marzo de 2021.

Transelec es la empresa propietaria y operadora de la gran mayoría de las instalaciones de transmisión eléctrica nacional y se extiende desde Arica hasta Chiloé. Al cierre de 2020, **Transelec** posee 9.857 km 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 19.136 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 63 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.

Unidades de negocios

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 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.

Al cierre de junio de 2021, los ingresos alcanzaron los \$158.924 millones, de los cuales un 56,61% corresponde a ingresos nacionales, 21,84% a ingresos zonales, 18,42% a ingresos dedicados y 3,13% a servicios complementarios. La evolución de los ingresos de **Transelec** presenta en la Ilustración 1.

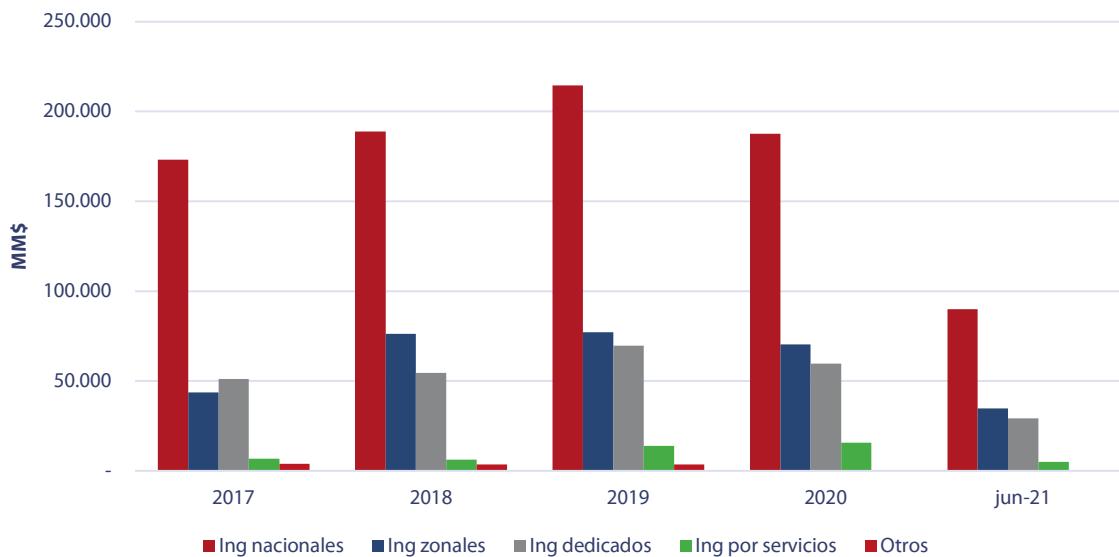


Ilustración 1: Distribución de los ingresos

Clients

El mercado en que participa **Transelec** está conformado por generadoras que inyecta energía en los sistemas de transmisión para llegar a sus clientes. Bajo la antigua ley, 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 2021, destaca Enel Generación con el 27,84% en la participación de los ingresos, tal como lo muestra la Ilustración 2. Gran parte de estos ingresos están amparados por contratos de largo plazo.

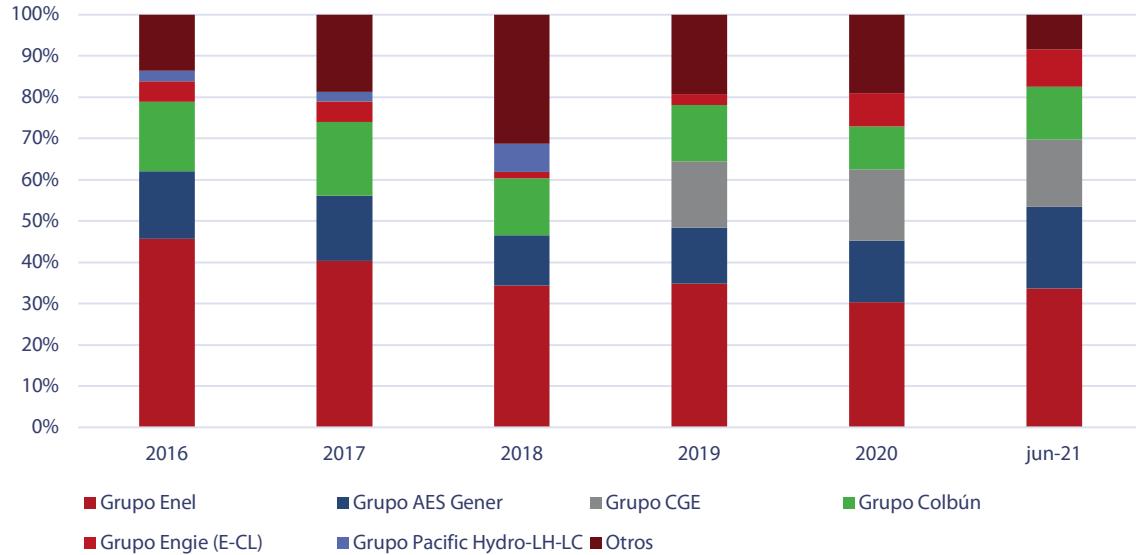


Ilustración 2: Concentración de los ingresos según cliente

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.) ofrecido 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, Mantención 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 reajustable).

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.

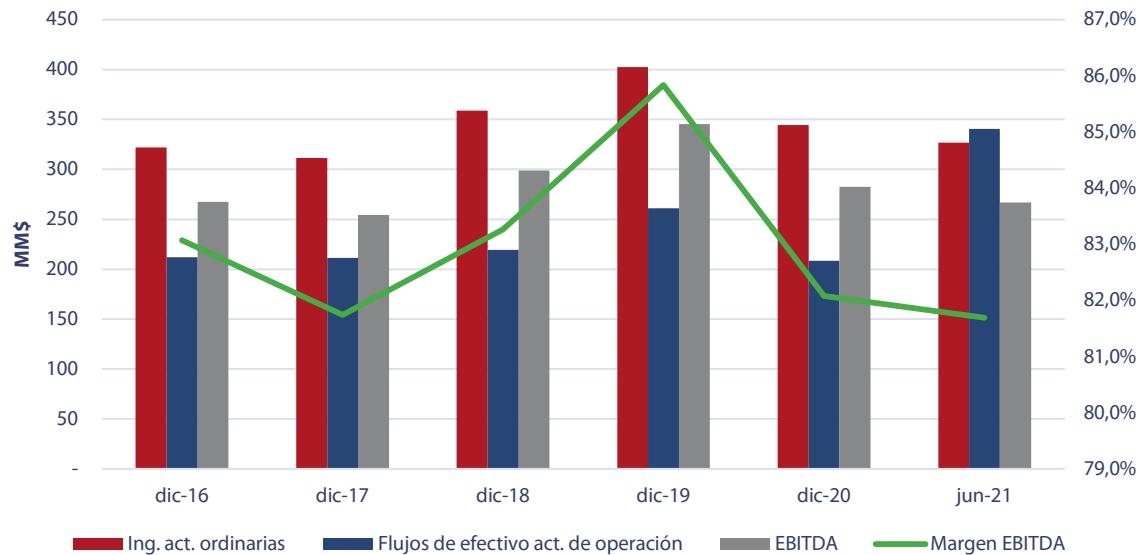
Análisis financiero

Ingresos

Los ingresos de **Transelect** tienden a ser estables, dado que las tarifas reguladas se fijan cada cuatro años y, desde el 1 de enero de 2018, dependen en su totalidad 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.

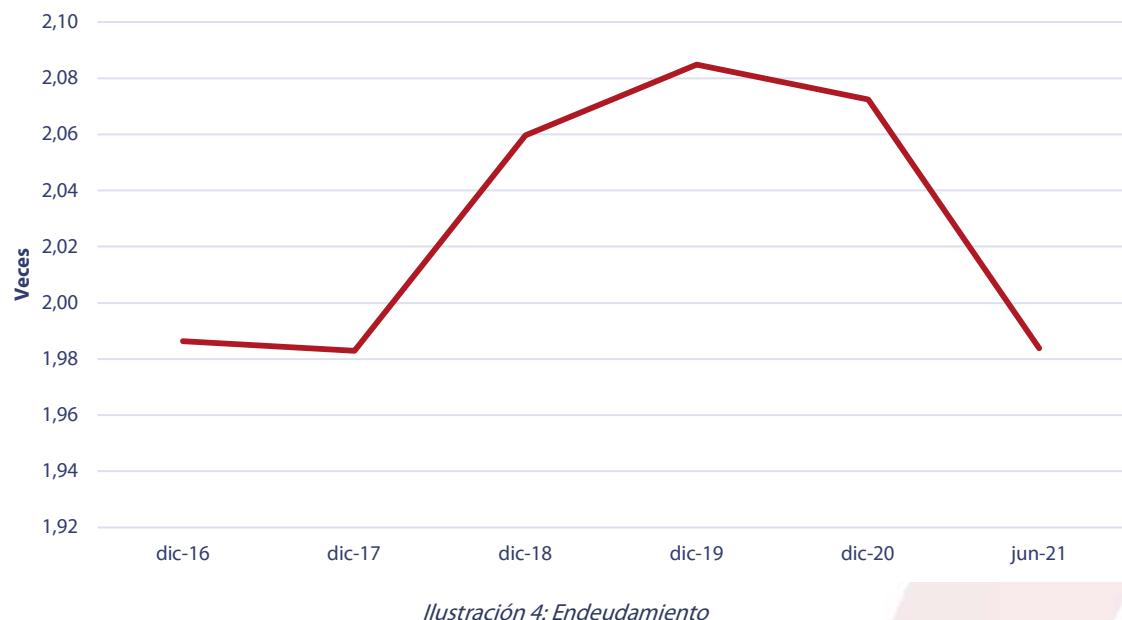
Los ingresos pueden aumentar en la medida que se incorporen nuevas obras, en particular, de los tendidos nacionales, en los que la empresa desarrolla la mayor parte de su negocio. Al cierre de junio de 2021, los ingresos de la compañía fueron de \$158.924 millones, un 7,2% menor a lo alcanzado en el mismo periodo en 2020.

En cuanto al margen EBITDA de la compañía, se aprecia que entre 2016 y 2020 fluctuó entre 81,74% y 85,84%; al cierre del primer semestre de 2021, el margen EBITDA fue de 81,69%, disminuyendo con respecto al cierre de junio de 2020, donde el indicador alcanzó el 84,48%. La evolución del ratio se presenta en la Ilustración 3.


Ilustración 3: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

Endeudamiento

Al cierre de 2020, **Transelect** contaba con una deuda financiera de \$1.577.274 millones, los cuales corresponden principalmente a obligaciones con el público. La relación pasivo exigible sobre patrimonio alcanzaba a esa fecha las 2,07 veces; mientras que, al cierre del primer semestre de 2021, el indicador era de 1,98 veces, tal como se puede apreciar en la Ilustración 4.


Ilustración 4: Endeudamiento

Medida la razón de deuda financiera a FCLP³, el indicador presenta un valor de 8,71 veces al cierre de 2020; mientras que al primer semestre de 2021 alcanzó las 9,06 veces. Por otra parte, el ratio de deuda financiera a EBITDA mostró un aumento, pasando de 4,74 veces en diciembre 2019 a 5,58 veces en 2020 y a 5,91 veces en junio de 2021. El comportamiento de estos indicadores se puede observar en la Ilustración 5.

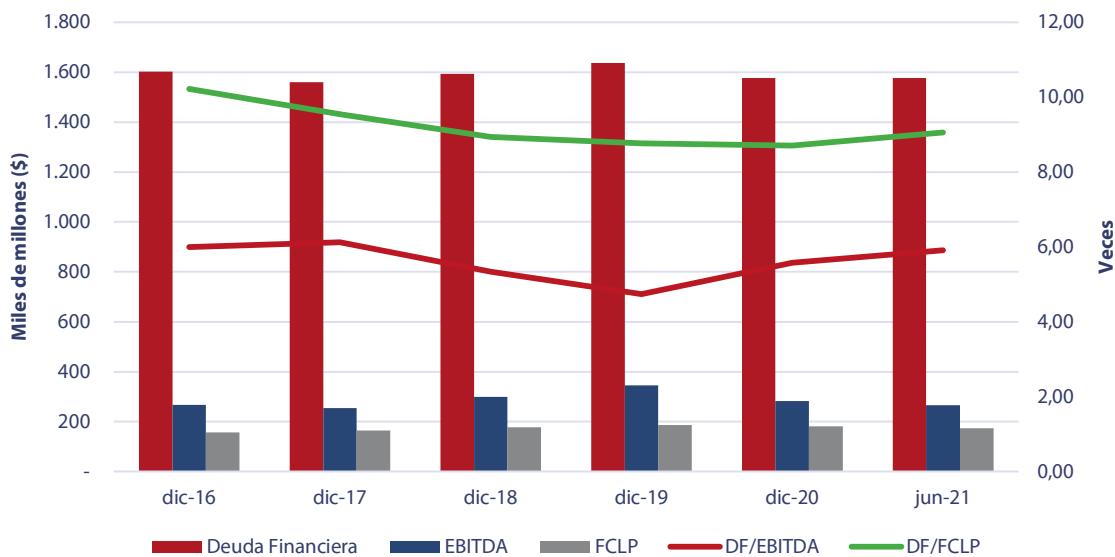
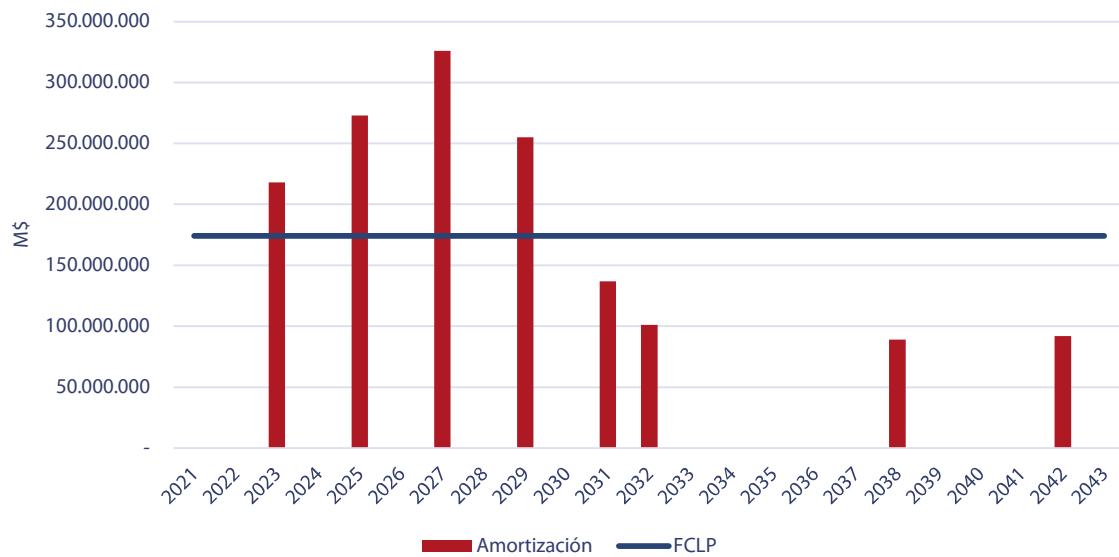


Ilustración 5: Evolución de la deuda financiera, FCLP y EBITDA

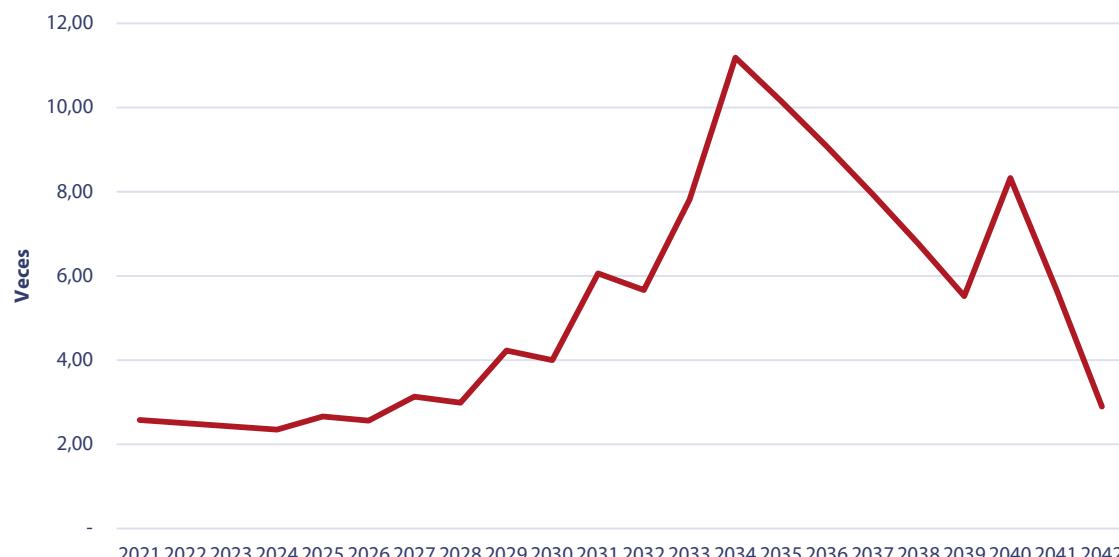
Tanto los bonos nacionales como extranjeros son tipo *bullet*, tal como se puede apreciar en la Ilustración 6, con el nivel actual de FCLP, la compañía no sería capaz de enfrentar los próximos vencimientos programados entre 2023 y 2029; sin embargo, bajo criterio de la clasificadora, **Transelec** presenta adecuadas posibilidades de refinanciamiento, lo que hace que esta deuda sea considerada concordante con el nivel de riesgo otorgado a la empresa.

³ El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros e impuestos. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas para diferentes años.


Ilustración 6: Perfil de vencimiento

Índice de Cobertura Global

El índice de Cobertura Global (ICG) es calculado como el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de estos (supuesto de **Humphreys**) sobre el saldo insoluto de la deuda financiera. En la Ilustración 7 se presenta la evolución del ICG, donde se puede observar que para 2021 alcanza las 2,57 veces. El ICG se mantiene hasta el vencimiento de los bonos sobre la unidad.


Ilustración 7: Índice de Cobertura Global

Liquidez

La razón circulante⁴ de la compañía en los últimos años se ha mantenido por sobre la unidad, alcanzando al cierre de 2020 las 1,91 veces. Al primer semestre de 2021, el indicador fue de 2,34 veces. La evolución de la razón circulante de **Transelec** se presenta en la Ilustración 8.



Ilustración 8: Razón circulante

Rentabilidad⁵

Al cierre de 2020, la rentabilidad operacional fue de 11,65%, mostrando una disminución respecto a 2019, que fue de 15,57%. De igual manera, la rentabilidad sobre el activo y sobre el patrimonio tuvieron una caída frente al periodo anterior, siendo éstas de 3,59% y 11,05%, respectivamente. Durante el primer semestre de 2021, la rentabilidad operacional fue de un 10,51%, la rentabilidad sobre el activo de un 3,00% y la rentabilidad sobre el patrimonio de un 9,32%. La Ilustración 9 presenta la evolución de estos indicadores para **Transelec**.

⁴ Razón circulante medida como el activo circulante sobre el pasivo circulante.

⁵ Rentabilidad operacional: Resultado operacional / (Activos circulantes o corrientes + Propiedades, planta y equipo, promedio)

Rentabilidad del activo: Utilidad / (Activos totales promedio)

Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio

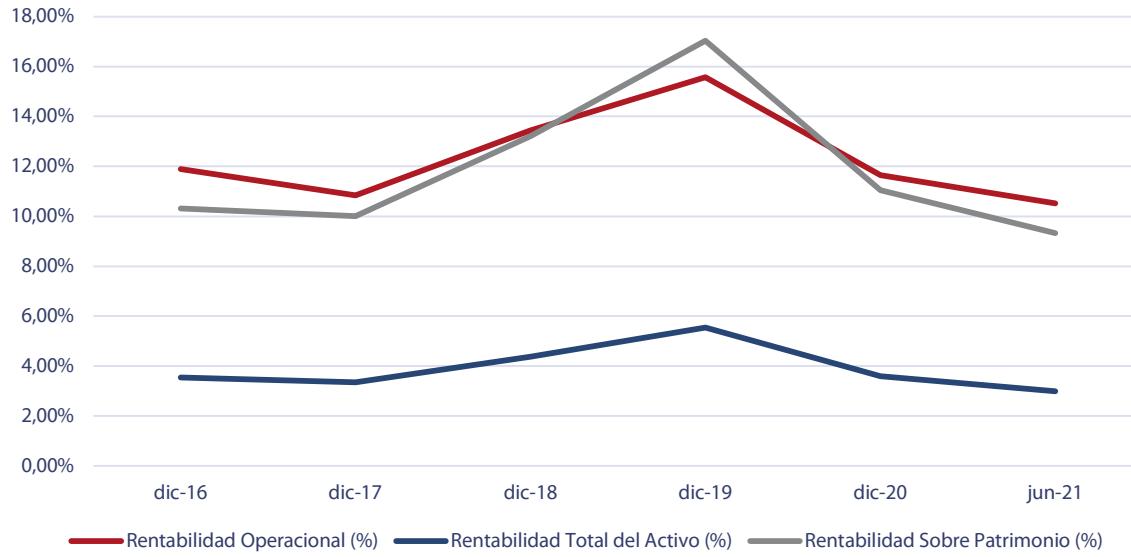


Ilustración 9: Rentabilidad

Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	Junio - 2021
Nivel de endeudamiento	No superior a 0,7 veces	0,62 veces
Patrimonio mínimo (LB 481 – LB 599)	UF 15.00.000	UF 32.829.209
Patrimonio mínimo (LB 744)	MM\$350.000	MM\$ 975.350.219
Flujo neto de la operación/Costos financieros	Mayor a 1,5 veces	6,09 veces



Ilustración 10: Covenants financieros

Ratios

Ratios	Ratios de Liquidez					
	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Liquidez (veces)	11,20	9,98	11,23	12,43	9,42	9,72
Razón Circulante (Veces)	1,35	1,25	2,27	3,43	1,91	2,34
Razón Ácida (veces)	1,35	1,25	2,27	3,43	1,91	2,33
Rotación de Inventarios (veces)	2.873,62	3.332,99	2.539,36	507,84	250,42	217,34
Promedio Días de Inventarios (días)	0,13	0,11	0,14	0,72	1,46	1,68
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	5,11	6,20	4,59	4,40	2,82	4,10
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	71,47	58,90	79,47	82,96	129,35	88,96
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	0,49	0,50	0,62	0,99	0,63	0,49
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	750,08	733,95	585,31	368,73	579,66	745,84
Diferencia de Días (días)	678,61	675,05	505,84	285,77	450,30	656,88
Ciclo Económico (días)	678,48	674,94	505,70	285,05	448,85	655,20

Ratios	Ratios de Endeudamiento					
	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Endeudamiento (veces)	0,67	0,66	0,67	0,68	0,67	0,66
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,99	1,98	2,06	2,08	2,07	1,98
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,06	0,08	0,05	0,04	0,07	0,06
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	5,99	6,13	5,33	4,74	5,58	5,91
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,17	0,16	0,19	0,21	0,18	0,17
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,92	0,90	0,89	0,88	0,83	0,84
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00
Veces que se gana el Interés (veces)	1,65	1,49	2,08	2,61	1,74	1,60

Ratios	Ratios de Rentabilidad					
	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Margen Bruto (%)	72,42%	70,10%	74,80%	76,72%	72,04%	71,82%
Margen Neto (%)	28,76%	28,10%	32,00%	37,14%	28,91%	26,41%
Rotación del Activo (%)	12,33%	11,95%	13,56%	14,66%	12,28%	11,51%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,54%	3,35%	4,37%	5,54%	3,59%	3,00%
Inversión de Capital (%)	186,57%	185,19%	184,76%	182,22%	189,49%	183,55%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	8,76	9,58	3,25	2,43	2,96	2,37
Rentabilidad Operacional (%)	11,90%	10,84%	13,44%	15,57%	11,65%	10,51%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,31%	10,01%	13,21%	17,03%	11,05%	9,32%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	27,58%	29,90%	25,20%	23,28%	27,96%	28,18%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	8,01%	8,23%	7,83%	6,12%	7,31%	8,02%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	23,10%	22,04%	27,65%	32,38%	24,73%	22,51%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	83,07%	81,74%	83,26%	85,84%	82,08%	81,69%

Ratios	Otros Ratios					
	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	26,68%	28,61%	28,83%	31,27%	23,29%	22,74%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,34%	1,33%	1,25%	1,19%	1,13%	1,11%
Capital sobre Patrimonio (%)	100,50%	98,73%	96,94%	91,66%	86,93%	81,69%

"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."