



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**



Analista

Elisa Villalobos H.

Tel. (56) 22433 5200

elisa.villalobos@humphreys.cl

Transelec S.A.

Abril 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	AA-
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2015

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	Línea de repertorio N°: 2028-16 a 10 años Línea de repertorio N°: 2029-16 a 30 años
Monto máximo	Línea de repertorio N°: 2028-16 UF 20.000.000 Línea de repertorio N°: 2029-16 UF 20.000.000
Moneda de emisión	UF, pesos o dólares
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile
Uso de fondos	Fines generales del emisor, incluyendo el financiamiento de sus inversiones, el refinanciamiento de pasivos del emisor y/o, eventualmente, el refinanciamiento de pasivos de la sociedad matriz del emisor.
<i>Covenants financieros</i>	i) Mantener al final de cada trimestre una relación deuda financiera neta sobre EBITDA menor o igual a 6,75. ii) Mantener un patrimonio mínimo consolidado de \$350.000 millones.
Prepago	Contempla pregago
Garantías	No contempla

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de Actividades Ordinarias	177.252.534	193.151.606	212.806.019	219.948.737	250.525.045	276.736.836
Costo de Ventas	-68.582.055	-73.830.830	-82.065.448	-71.986.332	-75.950.456	-83.121.225
Ganancia Bruta	108.670.479	119.320.776	130.740.571	147.962.405	174.574.589	193.615.611
Gasto Administración y Venta	-8.217.673	-9.917.187	-13.560.853	-14.742.036	-17.609.298	-16.842.009
Resultado Operacional	100.452.806	109.403.589	117.179.718	133.220.369	156.965.291	176.773.602
Gastos Financieros	-29.151.236	-31.416.973	-37.252.682	-48.473.429	-56.709.876	-59.138.042
Utilidad Neta	55.825.052	46.839.620	61.749.315	64.607.402	66.773.206	83.627.690
EBITDA	145.567.414	153.522.459	169.297.906	181.524.932	215.159.320	238.806.360

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
M\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos Corrientes	79.312.345	154.709.063	189.399.467	209.450.761	128.513.973	92.077.729
Activos No Corrientes	1.676.932.713	1.786.268.594	1.810.229.308	1.969.930.576	2.028.551.645	2.157.149.425
Total Activos	1.756.245.058	1.940.977.657	1.999.628.775	2.179.381.337	2.157.065.618	2.249.227.154
Pasivos Corrientes	183.110.862	108.732.542	178.220.121	248.838.731	96.929.627	257.920.943
Pasivos No Corrientes	653.617.590	911.203.296	944.437.164	1.043.446.958	1.254.884.143	1.200.657.652
Total Pasivos	836.728.452	1.019.935.838	1.122.657.285	1.292.285.689	1.351.813.770	1.458.578.595
Patrimonio	919.516.606	921.041.819	876.971.490	887.095.648	805.251.848	790.648.559
Total Pasivos y Patrimonio	1.756.245.058	1.940.977.657	1.999.628.775	2.179.381.337	2.157.065.618	2.249.227.154
Deuda Financiera Total	786.795.438	869.661.101	959.405.475	1.150.751.215	1.248.215.228	1.358.638.969

Opinión

Fundamento de la clasificación

Transelec S.A. (Transelec) es una empresa de transmisión eléctrica que opera tanto en el Sistema Interconectado Central (SIC) como en el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) de Chile. Cuenta con un total de 9.560 kilómetros de líneas de transmisión de simple y doble circuito en voltajes de entre 66 kV y 500 kV conectadas a 57 subestaciones en ambos sistemas. Transelec es dueña del 81% de las líneas de 500 kV construidas, tiene una participación de 42% como propietario de líneas de 200 kV, además posee un 86% en líneas de 154 kV y el 10% en el en el segmento de líneas de 110 kV y 66 kV.

En 2015, la empresa generó ingresos por US\$ 390¹ millones y un EBITDA de US\$ 336,3 millones, finalizando el periodo con un margen EBITDA igual a 86,3%. La deuda financiera de la compañía al 31 de diciembre de 2015 ascendía al equivalente de US\$ 1.913 millones, compuesta en un 63,0% por bonos emitidos en Chile, 35,5% por instrumentos colocados en EE.UU., 1,2% por préstamos bancarios y 0,3% por otras obligaciones financieras.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de dos líneas de bonos por parte de **Transelec**, a 10 y 30 años, por un monto máximo de colocación de UF 20 millones cada una. El uso de los fondos será para fines generales del emisor, incluyendo el financiamiento de sus inversiones, el refinanciamiento de pasivos y/o, eventualmente, el refinanciamiento de pasivos de la sociedad matriz del emisor. A la fecha no se están inscribiendo títulos de deuda con cargo a las líneas.

La clasificación de riesgo de las líneas de bonos en proceso de inscripción de **Transelec** en "Categoría AA-" se fundamenta principalmente en las características del negocio, con importantes economías de escala y un ambiente adecuadamente regulado, lo que genera características dentro de las cuales se distinguen una

¹ Tipo de cambio usado: \$ 710,16/US\$.

elevada relación del EBITDA como porcentaje del ingreso 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 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). Asimismo, la estabilidad de flujos se ve favorecida porque los ingresos de **Transelect** no dependen materialmente del volumen de energía transmitido, ya que en el caso de las instalaciones de transmisión troncal (64% de los ingresos) y los sistemas adicionales (17% de los ingresos), las tarifas remuneran el derecho a uso de sus instalaciones. En consecuencia, si a la existencia de un marco regulatorio regido por criterios técnicos e institucionalmente sólido, se le suma la importancia de la industria energética para el desarrollo de la nación, 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 por 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, a la vez de permitirle 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 considera 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.

Tampoco es ajeno al proceso de clasificación que el plan de inversión de la compañía está 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 a su generación anual de flujos. Considerando los datos a diciembre de 2015, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 5,7 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)² es de 10,1 veces. A ello se suma la exposición a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico, como es el caso de la Ley de Transmisión que se está discutiendo, como de exigencias ambientales, que podrían eventualmente 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).

² 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.

Con todo, se debe tener en consideración la estabilidad de los flujos de caja del emisor y por tanto el bajo riesgo del negocio la faculta para enfrentar un endeudamiento más elevado que empresas de igual clasificación. Lo anterior, sumado a la viabilidad de largo plazo del sector, permite también un mayor nivel de endeudamiento debido a la alta factibilidad de estructurar deudas de largo plazo o de refinanciar los pasivos.

Otro factor de riesgo considerado dice relación con la concentración de clientes; en efecto, el 80,5% de los ingresos de Transelec, a diciembre de 2015, provino de tres clientes: Endesa 45,5%; Aes Gener 19,0% y Colbún 15,9%. 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 (Endesa: AA; Colbún: AA-).

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*" porque en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, 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 si la sociedad mejora 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 sus flujos futuros.

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. A 2015, esta razón es de 5,7 veces.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Los ingresos no responden, mayormente, a los volúmenes de energía transmitidos, sino que provienen, principalmente, por el derecho de utilizar las instalaciones. Ello asimila el riesgo de los ingresos al riesgo país.
- Elevada y estable capacidad de generación de flujos. El margen EBITDA ha promediado un 83,0% 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 y Canadá.
- 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.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor 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

Resultados 2015

Los ingresos de **Transelec** llegaron a \$276.737 millones, lo que representa un aumento de 10,5% respecto a igual período de 2014. Este crecimiento se explica por un mayor ingreso por venta de peajes, de un 10,7%, explicado por efectos macroeconómicos (indexación y tipo de cambio), además por ingresos adicionales por la puesta en servicio de nuevos proyectos.

Los costos de explotación se incrementaron un 9,4% a \$83.121 millones, de ellos el 65,0% corresponde a depreciación de los activos fijos, mientras que el 35,0% restante corresponde a costo de personal, suministro y servicios contratados. Por su parte, los gastos de administración y ventas disminuyeron un 4,4% dado el menor pago de multas y menores asesorías por estudios de transmisión troncal.

De esta forma, el EBITDA de la compañía finalizó 2015 en \$238.806 millones presentando así un margen EBITDA igual a 86,3%, cifra que en 2014 fue de 85,9%. Las utilidades del periodo subieron un 25,2% totalizando \$83.628 millones.

Por su parte, la deuda financiera de la compañía cerró 2015 en \$1.358.639 millones, un 8,8% superior a 2015.

Para mayor información de la compañía, ver *Informe de Clasificación de Riesgo Anual* en www.humphreys.cl en la sección *Corporaciones – Bonos*.