

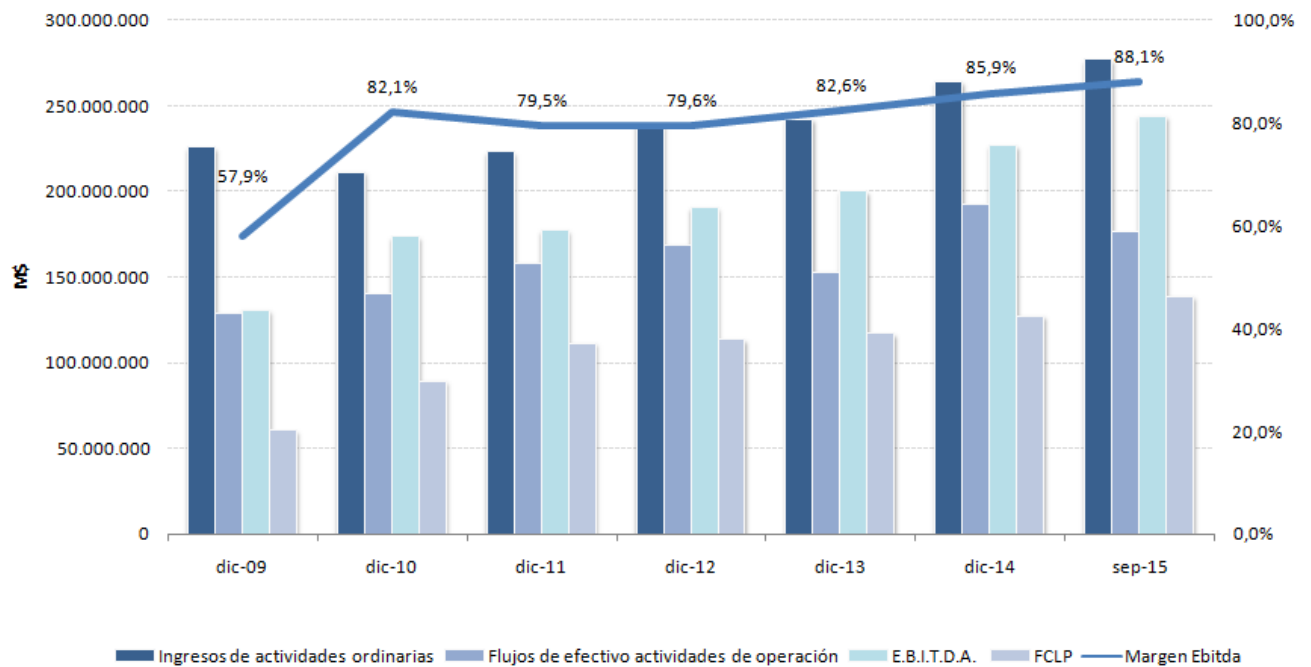
La compañía es la principal empresa de transmisión eléctrica del país

Humphreys mantiene la clasificación de los bonos de Transelec S.A. en "Categoría AA-"

Santiago, 2 de febrero de 2016. **Humphreys** acordó mantener en "Categoría AA-" los bonos emitidos por **Transelec S.A. (Transelec)**, calificando la perspectiva de la clasificación en "Estable".

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, lo que genera características dentro de las cuales se distinguen elevados flujos de caja 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, los flujos netos generados por la operación 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 **Transelec** 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 remunerar el derecho a uso de sus instalaciones.

Ilustración 1
Evolución de los ingresos, EBITDA, FCLP y flujo efectivo de la operación
(M\$ 2009-septiembre 2015)



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,

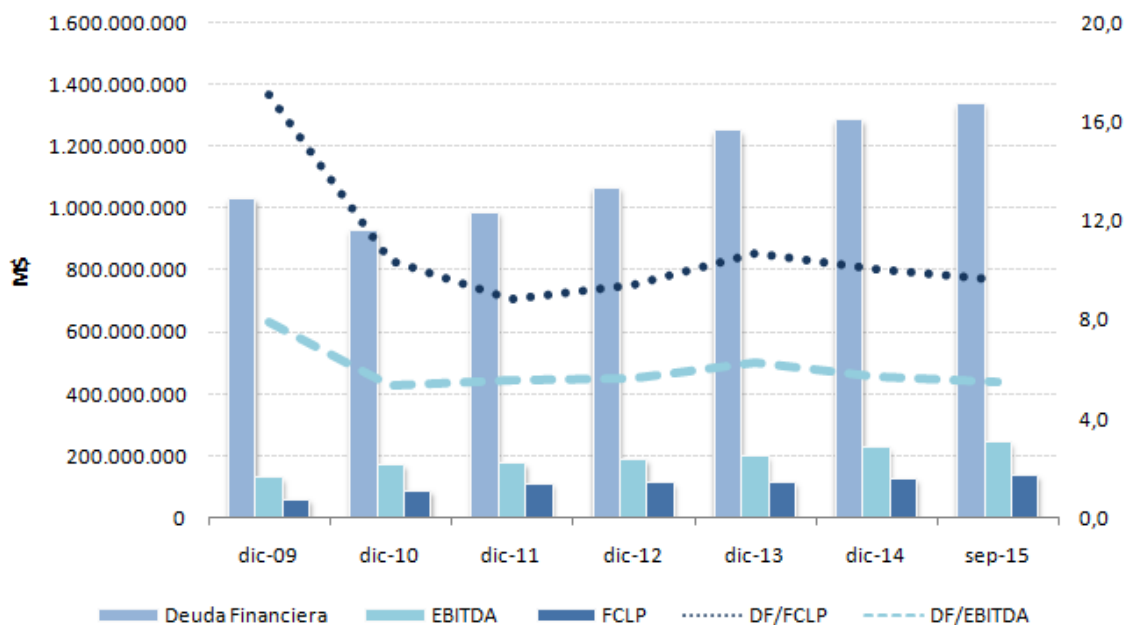
característica que le permite una adecuada flexibilidad para financiar sus inversiones y/o refinanciar sus pasivos, a la vez de permitirle aprovechar las oportunidades de tasas que se presenten en mercados específicos. Esta flexibilidad financiera reduce los riesgos de refinanciamiento producto de una 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 forzosas, 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 septiembre de 2015, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 5,5 veces, . Mientras que la relación deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹ es de 9,6 veces. A ello se suma, la exposición a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico 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).

Ilustración 2
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (M\$ 2009-septiembre 2015)



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,

¹ 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.

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 80,4% de los ingresos de Transelec, en los nueve primeros meses de 2015, provino de tres clientes: Endesa 44,7%; Aes Gener 19,8% 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-).

En 2014, la empresa generó ingresos por US\$ 412,9 millones² y un EBITDA de US\$ 340,4 millones. Por su parte, en los nueve primeros meses de 2015, sus ingresos alcanzaron a US\$ 293,2 millones³, con un EBITDA de US\$ 249,5 millones, mientras que su deuda financiera al 30 de septiembre de 2015 ascendía al equivalente de US\$ 1.915 millones, compuesta en un 63,5% por bonos emitidos en Chile, 35,0% por papeles colocados en EE.UU., 1,2% préstamos bancarios y 0,3% por otras obligaciones financieras.

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, mientras que sus instalaciones de transformación poseen una capacidad total de 15.981 MVA.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		AA-
Bonos	BNTRA-C	AA-
Bonos	BNTRA-D	AA-
Bonos	BNTRA-H	AA-
Bonos	BNTRA-K	AA-
Bonos	BNTRA-M	AA-
Bonos	BNTRA-N	AA-
Bonos	BNTRA-O	AA-
Bonos	BNTRA-R	AA-
Bonos	BNTRA-U	AA-
Bonos	BNTRA-P	AA-
Bonos	BNTRA-Q	AA-
Bonos	BNTRA-S	AA-
Bonos	BNTRA-T	AA-

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200 / Fax (56) 22433 5201

<http://www.humphreys.cl>

² Tipo De cambio usado: \$ 606,75/US\$.

³ Tipo De cambio usado: \$ 698,72/US\$.

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".